Col·lecció Estudis Econòmics

Núm. 26

L'euro: balanç dels tres primers anys

Joan Elias (director)
Pere Miret
Àlex Ruiz
Valentí Sabaté

Edició electrònica disponible a Internet:
www.estudis.lacaixa.es

"la Caixa"

Servei d'Estudis

CAIXA D'ESTALVIS I
PENSIONS DE BARCELONA

Servei d'Estudis

Av. Diagonal, 629, planta 15, torre I
08028 BARCELONA
Tel. 93 404 76 82
Telefax 93 404 68 92
www.estudis.lacaixa.es
a/e: publicacionsestudis@lacaixa.es

La responsabilitat de les opinions emeses en els documents d'aquesta col·lecció correspon exclusivament als seus autors. La CAIXA D'ESTALVIS I PENSIONS DE BARCELONA no s'identifica necessàriament amb les seves opinions.

© Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona "la Caixa", 2001

ÍNDEX

PÀG.

PRESENTACIÓ 9

INTRODUCCIÓ 11

Primera part: HA NASCUT UNA MONEDA

I. ...I L'EURO VA VEURE LA LLUM 17

1.1. El disseny general del procés d'introducció de l'euro 18

1.2. El període transitori a examen: racionalitat de l'ús excepcional de l'euro 22

1.3. L'últim pas: el funcionament del període de canvi 28

II. UNA MONEDA, UNA POLÍTICA MONETÀRIA 33

2.1. Els objectius de l'euro 33

2.2. L'estratègia de la política monetària 36

2.3. Semblances i diferències en relació amb les polítiques monetàries nacionals anteriors 40

2.4. Crítiques, problemes i evolució 41

III. UN PER A TOTS, TOTS PER A UN: BANCS CENTRALS NACIONALS, BCE I SEBC 46

3.1. L'estructura 'federal' del SEBC 46

3.2. Funció de cada institució i òrgan de govern 51

3.3. Les persones 54

3.4. Transparència i rendició de comptes 56

3.5. Independència o aïllament? 59

PÀG.

IV. DES DE FRANKFURT, AMB AMOR 63

4.1. L'aplicació de la política monetària única 63

4.2. Operativa 65

4.3. Tipus d'interès de referència 70

4.4. La integració dels mercats monetaris 72

V. EL BCE I L'ESTABILITAT DE PREUS 76

5.1. Per què el BCE no compleix els seus objectius de política monetària? 76

VI. ELS RESPONSABLES DEL TIPUS DE CANVI DE L'EURO 83

6.1. Repartiment de competències 83

6.2. La representació internacional de l'euro 88

6.3. Més enllà de la zona de l'euro 90

6.4. L'operativa de les reserves exteriors 93

VII. PER QUÈ ES VA ENFONSAR L'EURO? 96

7.1. L'ecu fort de 1998 96

7.2. Les expectatives de fortalesa de l'euro abans de 1999 98

7.3. Valoració de les raons que expliquen l'enfonsament de la moneda única 99

Segona part: L'EURO I L'ECONOMIA EUROPEA

VIII. ELS DOTZE DE L'EURO 111

8.1. La zona de l'euro al món 112

8.2. Tres àmbits singulars de la zona de l'euro (I): el mercat de treball 115

8.3. Tres àmbits singulars de la zona de l'euro (II): el sector públic 118

PÀG.

8.4. Tres àmbits singulars de la zona de l'euro (III): mercats de béns i serveis 120

IX. LA CONJUNTURA DE L'EUROZONA DURANT EL PERÍODE TRANSITORI 125

9.1. Les fosques perspectives de la tardor de 1998 obren pas a la recuperació de 1999 125

9.2. Camí d'anada i tornada durant l'any 2000-2001 127

9.3. D'Alemanya a França passant per Irlanda: fortes diferències en els models de creixement 128

9.4. La tendència a la concentració empresarial en la zona de l'euro 132

9.5. Convergència de preus: realitat o desig? 134

9.6. L'evolució de la convergència cíclica 138

X. LA COORDINACIÓ DE LES POLÍTIQUES ECONÒMIQUES 141

10.1. Les Orientacions Generals de Política Econòmica 141

10.2. La supervisió multilateral de les polítiques econòmiques 145

10.3. El Pacte d'Estabilitat i Creixement 146

10.4. El Procés de Luxemburg: l'estratègia coordinada per a l'ocupació 148

10.5. El Procés de Cardiff: impuls de les reformes estructurals 149

10.6. El Procés de Colònia: el diàleg macroeconòmic 152

XI. LA CORRECCIÓ DELS DÈFICITS PÚBLICS EXCESSIUS 154

11.1. L'evolució del dèficit públic durant la dècada dels noranta 154

11.2. Les finances públiques sota el Pacte d'Estabilitat i Creixement 159

PÀG.

11.3. Les perspectives pressupostàries a mitjà termini: els programes d'estabilitat 161

XII. L'EURO I EL SISTEMA FINANCER 166

12.1. La integració dels mercats financers 166

12.2. El 'boom' de les emissions de renda fixa en euros 167

12.3. La internacionalització de les carteres dels inversors 172

12.4. Euro i mercat financer únic 175

Tercera part: L'EURO I L'ECONOMIA ESPANYOLA

XIII. L'ECONOMIA ESPANYOLA EN EL CERCLE VIRTUÓS 181

13.1. La quadratura del cercle 182

13.2. La contribució del sector públic 185

13.3. Decau l'optimisme després de l'eufòria inicial 187

13.4. Què passa amb la productivitat? 189

13.5. Cap on va l'estalvi? 191

13.6. Fins a la convergència real 193

13.7. Què hauria passat si no fóssim a l'euro? 195

XIV. MASSA INFLACIÓ 198

14.1. Mirant cap a Europa 199

14.2. L'excés d'inflació espanyola, conjuntural o estructural? 200

14.3. En quina situació estem? 201

14.4. Cap on anem? 203

PÀG.

XV. LA MONEDA ÚNICA I EL MERCAT DE TREBALL 206
15.1. S'han complert les expectatives inicials? 207
15.2. On som ara? 209
15.3. Què s'ha fet fins ara? 211
15.4. El que falta per fer 212

XVI. A LA RECERCA DE LA COMPETITIVITAT PERDUDA 217
16.1. El tipus de conversió, en perspectiva 217
16.2. Ha sabut capitalitzar l'economia espanyola el favorable tipus de conversió? 220
16.3. Les reformes estructurals, una altra vegada 221
16.4. Que inventin ells! 222
16.5. On és la nova economia? 224

CONCLUSIONS 230

Presentació

La posada en circulació de l'euro en forma de moneda fraccionària i de bitllets bancaris constitueix la culminació de la Unió Econòmica i Monetària i l'abandonament definitiu de les antigues monedes nacionals, la pesseta en el cas espanyol. L'euro és una realitat des de fa tres anys, però el fet que no circulés físicament n'havia impedit la utilització intensiva. Aquest caràcter virtual i no real de l'euro va fer que a la pràctica les antigues monedes nacionals s'hagin continuat utilitzant com a unitats de compte i de pagament. No obstant això, durant aquests tres anys de l'anomenat període transitori, la moneda única ha tingut uns efectes transcendentals sobre molts aspectes de la vida econòmica.

Al Servei d'Estudis de "la Caixa", el seguiment de la conjuntura econòmica ocupa un lloc preferent dins de les feines quotidianes i això es plasma en l'elaboració de l'Informe Mensual, que es publica des de fa més de vint anys i en el qual s'analitzen els aspectes més rellevants de la situació de l'economia nacional i internacional, i es presta una atenció especial a la Unió Europea. Partint del coneixement que atorga el seguiment continuat de la conjuntura hem cregut que era l'hora de preguntar-nos quins han estat els efectes de la moneda única durant aquests tres anys d'existència. El resultat ha estat un treball que pretén assenyalar els principals aspectes que defineixen el canvi cap a la nova moneda d'una forma clara i sintètica.

Es tracta, en definitiva, de la continuació d'una sèrie d'estudis que es van iniciar l'any 1996 amb la publicació en aquesta col·lecció de El desafiament de la moneda única europea*, un treball orientat a explicar què representaria l'euro en uns moments en què encara hi havia un gran desconeixement sobre la qüestió. L'any 1997, el Servei d'Estudis va reunir una sèrie d'experts perquè discutissin els costos i els beneficis de la moneda única amb especial èmfasi en els seus efectes sobre l'economia espanyola i el resultat va ser* Espanya i l'euro: riscos i oportunitats*. L'any següent es va editar* L'impacte de l'euro als mercats financers*, treball que se centrava en les conseqüències sobre el sistema monetari i financer. L'any 2000, i a manera de comiat a la pesseta, un conjunt d'acadèmics destacats va traçar la història de la divisa espanyola a* Del ral a l'euro. Una història de la pesseta.

En el moment en què l'euro es transforma en una moneda en el ple sentit del terme, sembla adequat dedicar un treball d'aquesta col·lecció a analitzar què han representat aquests tres anys de període transitori. Sota la direcció de Joan Elias, director d'estudis econòmics i monetaris, un grup d'economistes d'aquest Servei d'Estudis format per Pere Miret, Àlex Ruiz i Valentí Sabaté ha desbrossat la trajectòria de la moneda única des de l'1 de gener de 1999. Esperem que en aquesta ocasió el treball que ara es presenta tingui si més no la mateixa acollida que els anteriors.

Josep M. Carrau
Director del Servei d'Estudis

Barcelona, desembre de 2001

Introducció

L'ús del diner tal com el concebem avui dia en les tres funcions elementals (unitat de compte, mitjà de pagament i dipòsit de valor) té un origen relativament tardà. L'encunyació de moneda metàl·lica, un dels invents més transcendentals en la història de la humanitat, es remunta a finals del segle VII o a principis del segle VI a.C. i va tenir lloc a les ciutats gregues de l'Àsia Menor. No obstant això, va ser una autèntica revolució perquè va permetre superar el mecanisme de permuta en els intercanvis quotidians i ampliar el potencial d'expansió que comporta una economia de canvi.

La moneda metàl·lica és només una de les formes que pot adoptar el diner. Cap al segle VII, a la Xina es creava moneda fiduciària de paper, és a dir, bitllets que feien la funció de moneda de curs legal amb la garantia de la dinastia regnant i sota l'amenaça de decapitació de tots aquells que gosessin falsificar-la. A Europa, la moneda metàl·lica creada a partir d'algun metall preciós, com l'or i la plata, va ser l'única forma coneguda i possible de diner durant molt temps. La lletra de canvi i els pagarés financers van ser innovacions dels italians en el segle XIII, que van facilitar el comerç i l'intercanvi, però no va ser fins als segles XVII i XVIII que va aparèixer la moneda fiduciària, protegida per una determinada reserva de metall, sovint associada amb la instauració de bancs nacionals, el que avui dia serien bancs centrals.

No hi ha dubte que l'euro és un nou pas en l'evolució del concepte de diner. No per la seva mateixa naturalesa, sinó pel fet que per primera vegada

no hi ha un estat sobirà al darrere que en garanteixi el valor. L'euro es crea per un tractat internacional a través del qual un conjunt d'estats decideixen compartir una moneda sobre el control de la qual tenen una influència una mica difusa. Fins l'arribada de l'euro, el diner ha estat un símbol de sobirania. En els estats moderns, ocupa un lloc de privilegi al costat de la bandera, l'himne nacional o altres emblemes tradicionals. Ja les primeres monedes encunyades a les ciutats gregues de l'Àsia Menor es distingien per l'estampillat de l'efígie del sobirà o d'algun símbol que en certifiqués l'origen i donés garanties del seu contingut o *llei* (proporció de metall fi i aliatge). L'euro posa fi a totes aquestes tradicions.

Els dotze estats membres de la Unió Europea que han adoptat l'euro com a moneda comuna han renunciat a la competència monetària en nom de la consecució d'un espai monetari comú. Partidaris i detractors tenen el camp adobat a l'hora de jutjar l'experiment. L'euro pot contemplar-se com una conseqüència lògica i necessària de la creació d'un mercat interior únic. O com una maniobra per imposar una unitat política artificial el fonament de la qual és defectuós i, per tant, inviable. Un premi Nobel d'economia com Robert Mundell lloa la idea i la qualifica d'encertada. Un altre premi de l'Acadèmia sueca, Milton Friedman, en prediu el fracàs absolut.

L'euro es va gestar a final dels anys vuitanta, en un moment d'eufòria europeista, si bé dues dècades abans s'havia intentat sense èxit la unificació monetària. La crisi de principis dels noranta va desencadenar una onada d'incredulitat general sobre la creació de la moneda única. La idea va ser torpedinada des de camps rellevants del món acadèmic i dels negocis. L'opinió pública es va espantar davant les amenaces que la moneda europea exigia retallar l'*Estat del Benestar*. Però va seguir endavant gràcies a la voluntat dels polítics i al compromís escrit en el Tractat de la Unió Europea. El fet és que l'euro ja es va posar en marxa fa tres anys, i ara és la unitat monetària nacional d'Alemanya, França, Itàlia, Espanya, Països Baixos, Bèlgica, Àustria, Portugal, Irlanda, Finlàndia, Grècia i Luxemburg.

Espanya ha ocupat un paper rellevant en la creació de la moneda única. Des del punt de vista institucional destaca el fet que ha estat al nostre país on s'han celebrat dues cimeres decisives per a l'avenç de l'euro: el juny

de 1989, quan es va aprovar el *Pla Delors*, i el desembre de 1995, quan es va donar el vist-i-plau al calendari d'introducció de la moneda única i es va engegar així el procés que culmina el 2002. Precisament, la definitiva posada en circulació dels bitllets i monedes en euros, a principis del 2002, coincideix amb la presidència espanyola del Consell de Ministres de la UE. A més, Espanya va jugar des del primer moment la carta de la moneda única. La pesseta es va sumar a l'ecu l'any 1989 i va resistir les envestides de la crisi monetària de 1992-93 més bé que la lliura esterlina o la lira italiana, que van haver d'abandonar el mecanisme de canvis del Sistema Monetari Europeu. Després de la firma del Tractat de Maastricht, les autoritats econòmiques i monetàries es van haver d'enfrontar amb la pretensió de determinats àmbits econòmics i polítics europeus d'iniciar la moneda única amb un nucli reduït i *selecte* de països (Alemanya, França i les petites economies centreuropees monetàriament satèl·lits del *deutschemark*), deixant per a més endavant les economies considerades *perifèriques* com l'espanyola. Però Espanya va fer els deures més bé que algunes de les suposades economies virtuoses de la Unió. La determinació d'estar en l'euro va tenir la seva recompensa en el Consell de maig de 1998, quan el nostre país es va incloure en l'ampli grup de països que uns mesos després fondrien les seves monedes nacionals en la divisa comuna.

Tres anys després de la posada en marxa de l'euro, hauríem de tenir una perspectiva suficient per jutjar el que ha estat la moneda única. No obstant això, l'euro no ha pogut funcionar amb normalitat perquè no ha existit com a moneda física d'ús quotidià. El peculiar disseny de la transició a l'euro ha convertit aquests tres primers anys en un període transitori en el qual la moneda europea no ha pogut complir totes les seves funcions de diner. Les antigues monedes nacionals ha continuat circulant i per a una gran part de la població a penes ha canviat res. Però no és així. L'euro ha transformat molts aspectes de la vida econòmica i financera. Aquest és, precisament, l'objecte d'estudi del treball que ve a continuació.

Aquest estudi s'estructura en tres parts bàsiques. A la primera part es revisen els efectes directes de la implantació de l'euro, i es presta una atenció especial a la política monetària i al tipus de canvi. A la segona part s'exa-

minen els efectes i les influències de la moneda única sobre l'economia de la zona de l'euro tenint en compte les limitacions que imposa el fet que els tres anys del període transitori constitueixen un espai de temps insuficient per arribar a resultats concloents. La tercera part es dedica a fer una cosa semblant amb l'economia espanyola tractant d'identificar l'impacte que la moneda europea ha tingut sobre la despesa dels consumidors, la inversió de les empreses, els comptes del sector públic, el finançament d'empreses i particulars, l'ocupació, etc. Tanca el treball una quarta part on se sintetitzen les conclusions principals.

Primera part

HA NASCUT UNA MONEDA

I. ...I l'euro va veure la llum

El dia 31 de desembre de 1998 onze dels quinze ministres d'economia i finances dels estats de la Unió Europea (UE) van ratificar la seva renúncia a disposar d'una moneda pròpia en favor d'una nova divisa comuna, l'euro. Aquesta formalitat va representar l'inici del curs legal de l'euro a partir del dia u de gener de 1999, amb certes particularitats. La principal va ser que, durant tres anys, entre el primer de gener de 1999 i el 31 de desembre del 2001, l'euro no circularia encara en forma de moneda fraccionària i bitllets, de manera que per fer pagaments al comptat es continuarien utilitzant les antigues monedes nacionals. L'ús de l'euro, per tant, seria exclusivament comptable o escriptural i, a més, estaria subjecte a la voluntat d'utilització de les parts. Aquest lapse de temps, conegut com a *període transitori*, permetria avançar en els treballs de preparació de les administracions públiques i dels agents econòmics privats, de les empreses i dels particulars. A partir de l'1 de gener del 2002 s'obriria un període de canvi amb la finalitat de substituir físicament les monedes nacionals per l'euro.

Aquesta primera part tracta de recollir els canvis que la nova moneda ha introduït en el sistema monetari dels països que l'han adoptat, com s'ha construït l'edifici institucional que suporta l'euro i quines són les conclusions que es poden treure de l'experiència. En aquest primer capítol ens preguntem si el període transitori ha complert les funcions assignades, encara que aquesta qüestió requereix, al seu torn, un plantejament més ampli i una avaluació

prèvia per saber si el disseny global del procés de transició cap a la moneda única ha funcionat de forma correcta.

1.1. El disseny general del procés d'introducció de l'euro

Quan la UE va decidir, a final dels anys vuitanta, fer un pas endavant en el procés de construcció europea mitjançant la integració monetària, les opcions possibles per establir l'estratègia de consecució eren molt diverses. El procés no tenia precedents d'utilitat més enllà d'alguns intents allunyats en el temps o en les condicions polítiques i econòmiques –com la Unió Monetària Llatina (entre 1865-1927, constituïda, en diferents moments, per França, Bèlgica, Suïssa, Itàlia, Grècia, Romania i els Estats Pontificis) o la Unió Monetària Escandinava (que es va mantenir entre 1873 i 1931 i va estar formada per Suècia, Noruega i Dinamarca)–. Es disposava, això sí, d'un primer projecte realitzat l'any 1970, l'anomenat «Informe Werner», que va ser considerat una referència clau pel grup de treball que, sota la direcció de Jacques Delors, el president de la Comissió d'aleshores, va preparar les línies mestres del procés d'integració monetària. El resultat dels treballs d'aquest grup va consistir en la definició d'un calendari en tres etapes (vegeu el quadre 1.1) i de les institucions i ajustaments institucionals que requeriria la realització d'una Unió Econòmica i Monetària (UEM). Les conclusions de l'anomenat Informe Delors van ser assumides políticament en el Consell Europeu de Madrid el juny de 1989. La primera etapa de la UEM va començar l'1 de juliol de 1990. Però per engegar les dues etapes següents s'havia de procedir a una important reforma institucional. Després dels treballs de la Conferència Intergovernamental iniciada a finals de 1990 i de la negociació última que va tenir lloc al Consell Europeu, celebrat a la ciutat holandesa de Maastricht el desembre de 1991, el nou Tractat de la Unió Europea va ser firmat l'any 1992 en aquella ciutat (com a conseqüència, es coneix amb el nom de Tractat de Maastricht). El Tractat recollia el calendari i el procés de transició cap a la UEM de l'Informe Delors, encara que amb algunes modificacions, i concretava les bases jurídiques d'un profund canvi de la realitat comunitària en l'àmbit institucional.

Quadre 1.1

EL CALENDARI DE CONSECUCIÓ DE LA UNIÓ ECONÒMICA I MONETÀRIA

Primera fase (de l'1 de juliol de 1990 al 31 de desembre de 1993)
• Liberalització del moviment de capitals i dels serveis financers a la Comunitat
• Supervisió multilateral de la política econòmica i impuls de la convergència monetària i econòmica
• Increment de la cooperació monetària
Segona fase (de l'1 de gener de 1994 al 31 de desembre de 1998, com a màxim)
• Liberalització dels moviments de capitals amb països tercers
• Prohibició de finançament privilegiat de les administracions públiques i aplicació del principi de no corresponsabilitat financera
• Aplicació del procediment de dèficit excessiu
• Establiment i posada en marxa de l'Institut Monetari Europeu amb la funció de preparar la tercera fase de la UEM en l'àmbit monetari
• Compliment dels criteris de convergència nominal previstos al Tractat de la Unió Europea
• Establiment del Sistema Europeu de Bancs Centrals i del Banc Central Europeu i aprovació de la legislació necessària per a la introducció de l'euro
Tercera fase (a partir de l'1 de gener de 1999, com a màxim)
• Fixació irrevocable del tipus de canvi i substitució de les monedes nacionals participants per la moneda única
• El Sistema Europeu de Bancs Centrals i el Banc Central Europeu entren en ple funcionament i desenvolupen les funcions que tenen encomanades, en particular, la gestió de la política monetària única
• La política de tipus de canvi la decideix el Consell, en col·laboració amb el Banc Central Europeu i la Comissió
• Procediment obligatori (amb sancions) per evitar el dèficit excessiu

Font: Elaboració pròpia basada en les resolucions del Consell Europeu, de la Comissió Europea i del Consell de Ministres de la UE i en les disposicions del Tractat.

Una de les disjuntives més rellevants del debat previ al Tractat de Maastricht en relació amb la transició final era la possible adopció d'una moneda única. L'opció de substituir les monedes nacionals per una de comuna davant l'alternativa de limitar-se a establir un tipus de canvi fix i irrevocable entre les diferents divises dels estats participants en la UEM, s'ha basat, per part de les autoritats comunitàries, en sis possibles efectes beneficiosos de la moneda comuna:

1. L'eliminació física de les monedes nacionals hauria de permetre que els costos de transacció fossin inferiors.

2. La transparència en preus serà més gran.

3. Es generaran majors economies d'escala en els mercats financers.

4. El paper de la Unió Europea en el sistema monetari internacional hauria de ser més important que el de la suma dels països membres.

5. Els agents econòmics atorgaran la màxima credibilitat al procés d'integració monetària (a causa de la dificultat de revertir-lo).

6. Així mateix, aquests agents econòmics visualitzaran amb major claredat l'existència de la Unió Monetària.

A partir d'aquest calendari general, la Unió Europea va preparar un nou calendari que desenvolupava específicament la transició cap a la moneda única. La proposta de la Comissió Europea, un cop considerada l'opinió de l'Institut Monetari Europeu, va ser adoptada –juntament amb una altra decisió rellevant, la selecció del nom d'*euro* per designar la moneda única– en el Consell Europeu de Madrid de desembre de 1995, encara que posteriorment ha experimentat precisions importants, especialment pel que fa al període de canvi. El procediment d'introducció de l'euro proposat per la Comissió Europea contemplava diferents possibilitats, encara que la principal decisió que s'havia d'adoptar era la velocitat del procés de transició. Una introducció ràpida de l'euro, amb tots els sectors operant en la moneda única des del primer moment de la tercera fase, opció coneguda com a *big bang*, hauria permès minimitzar una gran part dels impactes negatius vinculats amb la transició. De fet, en la majoria de canvis de règim monetari i, en particular, en els escassos antecedents parcialment comparables amb la UEM, es va optar per una alternativa del tipus *big bang*.

No obstant això, dos arguments contraris al *big bang* van fer que les autoritats de la UE es decidissin per una opció de transició progressiva. En primer lloc, es va considerar que l'abast del canvi era excessiu per confiar en una preparació curta i, per aquest motiu, es va establir una etapa de preparació, el període transitori, per als agents econòmics. Un segon argument, probablement menys justificat, va ser que els diferents processos d'adaptació

tècnica, i especialment la fabricació de bitllets i monedes, requeririen un període aproximat de tres anys. Partint d'aquestes consideracions i del marc general establert en el Tractat de Maastricht, el disseny precís del calendari es va organitzar en tres fases (vegeu el quadre 1.2), dues d'elles, el període de preparació (1995-1998) i el transitori (1999-2001), sense circulació física de la moneda única.

Quadre 1.2

EL CALENDARI D'INTRODUCCIÓ DE LA MONEDA ÚNICA

Fase A: període de preparació (1995-1998)
• Preparació legislativa i institucional per garantir la introducció de l'euro a partir de l'1 de gener de 1999
• Selecció dels estats participants
• Fixació dels tipus de canvi bilaterals entre les divises participants
• Constitució del Sistema Europeu de Bancs Centrals i del Banc Central Europeu
• Inici de la producció de bitllets i de monedes en euros
Fase B: període transitori (de l'1 de gener de 1999 al 31 de desembre del 2001)
• Fixació irrevocable dels tipus de conversió entre les monedes participants i l'euro
• El deute públic s'emet en euros
• La política monetària comuna es fa en euros
• S'utilitza l'euro com a moneda escriptural, segons els principis de continuïtat de contractes (cap contracte es pot rescindir de manera unilateral per la introducció de l'euro) i de no obligació ni prohibició (pel qual s'utilitza l'euro de manera voluntària)
Fase C: període de canvi o de bescanvi (de l'1 de gener del 2002 al 30 de juny del 2002)
• Comencen a circular els bitllets i les monedes en euros
• La referència a la moneda nacional de qualsevol instrument jurídic anterior a l'1 de gener del 2002 s'entén referida a l'euro
• Els nous instruments jurídics únicament s'expressaran en euros
• Les monedes nacionals tenen la condició de curs legal durant un període màxim de dos mesos en el cas d'Espanya
• Progressivament es va produint el canvi de les monedes nacionals per l'euro

Font: Elaboració pròpia basada en les resolucions del Consell Europeu, de la Comissió Europea i del Consell de Ministres de la UE.

El període transitori, objecte d'anàlisi d'aquest estudi, estava associat amb unes exigències importants. Les autoritats comunitàries volien compatibilitzar l'adaptació i la preparació dels agents econòmics amb una gradual

adopció efectiva de la moneda única. Per això van establir una estratègia basada en els elements següents:

1. Des del mateix moment del llançament de l'euro, l'1 de gener de 1999, un gran nombre d'operacions es faria exclusivament en aquesta moneda amb la finalitat d'aconseguir una massa crítica de transaccions en euros. Específicament, la política monetària comuna, l'operativa dels mercats financers, els sistemes de pagament a l'engròs i les emissions de deute públic funcionarien en euros.

2. Les administracions públiques actuarien com a pioneres del procés. La utilització de l'euro en el pressupost públic i la liquidació de certs tributs en aquesta moneda serien elements centrals d'aquest paper impulsor.

3. Amb la finalitat de dotar de flexibilitat el sector no financer de l'economia en l'adopció de la moneda única, es va establir un principi general d'utilització voluntària de l'euro (*ni obligació ni prohibició*). Aquest principi es completa amb el de *continuïtat de contractes*, que estableix la impossibilitat legal d'esgrimir l'euro com a justificació per rescindir els instruments jurídics a causa del canvi de moneda, així com l'obligació de liquidar les obligacions derivades dels contractes en la moneda establerta en l'instrument jurídic. A fi de fer operatius aquests dos principis, el sector bancari faria, sense cap càrrec, les conversions necessàries.

S'esperava que, com a resultat d'aquesta estratègia, les empreses internacionalitzades tindrien un fort incentiu per utilitzar l'euro, mentre que les empreses orientades a l'àmbit domèstic i els consumidors previsiblement farien la transició de forma progressiva, encara que fos més lenta. ¿Ha estat així, això?

1.2. El període transitori a examen: racionalitat de l'ús excepcional de l'euro

Les dades relatives a l'ús de l'euro en aquells àmbits que no es van veure obligats legalment a introduir-lo el dia u de gener de 1999 (empreses no financeres, administracions i particulars) són escassos i poc comparables.

La millor visió de conjunt la proporciona la Comissió Europea, que fa un estudi trimestral en el qual s'integren diferents enquestes d'utilització de l'euro. D'aquests estudis es poden derivar certes conclusions parcials.

D'entrada es pot reconèixer que les *administracions públiques* (vegeu el quadre 1.3) no van actuar realment com a catalitzadores del canvi, ja que fins i tot en els països més avançats en l'adopció de l'euro, els indicadors disponibles apunten a un ús minoritari de la moneda única en l'àmbit públic. Per exemple, a mitjan any 2001, a Bèlgica, un dels estats que més havia progressat en el procés de transició cap a l'euro, a penes el 37% de l'import total de l'IVA s'havia declarat en euros. Entre les grans economies de la zona de l'euro, únicament França s'acostava a aquesta xifra (28%), en contrast evident amb els pobres resultats d'Itàlia (6%) i, molt notablement, d'Alemanya (1%). Espanya, per la seva banda, s'alineava amb aquest últim país (1,1%).

Quadre 1.3

UTILITZACIÓ DE L'EURO DURANT EL PERÍODE TRANSITORI EN LES ADMINISTRACIONS PÚBLIQUES (INDICADORS SELECCIONATS)

	Declaracions d'IVA[1]			Declaracions de duanes[1]		
	II/2001	IV/2000	IV/1999	II/2001	IV/2000	IV/1999
Bèlgica	37,0	17,8	8,1	30,2	12,0	5,5
Alemanya	1,0	1,0	1,0	50,0	1,0	–
Grècia	–	–	–	–	–	–
Espanya	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0	1,6
França	28,0	6,9	4,0	26,0	5,7	–
Irlanda	–	–	–	–	–	–
Itàlia	5,9	–	–	8,3	–	–
Luxemburg	10,0	10,0	–	1,6	1,6	–
Països Baixos	6,7	3,3	–	21,4	13,4	–
Àustria	2,5	2,0	–	26,0	12,4	–
Portugal	10,2	8,0	2,0	8,5	10,0	–
Finlàndia	1,0	1,0	–	–	–	15,0

Notes: Les dades inclouen el primer període del qual es té informació (quart trimestre de 1999), un període intermedi (quart trimestre de 2000) i l'últim informe publicat (segon trimestre de 2001).
(1) Percentatge de l'import total declarat.
Font: Comissió Europea.

Encara que aquesta situació reflecteix l'escassa utilització de l'euro per part dels agents privats, la veritat és que els plans d'adaptació de les administracions nacionals van optar per esgotar el període transitori en la majoria d'àmbits funcionals i no van desenvolupar cap actitud activa en favor del canvi. És simptomàtic, en aquest sentit, més que el grau aconseguit d'utilització de l'euro, moderat en el millor dels casos, com hem vist anteriorment, que el gruix de la basculació s'hagi concentrat en la part final del període transitori.

Les *empreses*, per la seva banda, van adoptar majoritàriament una estratègia de canvi mínim (vegeu el quadre 1.4). És a dir, es van modificar aquells processos operatius imprescindibles per operar i es va postergar l'adaptació dels restants. Només així s'entén que, amb l'excepció dels pagaments internacionals, la resta d'indicadors que maneja la Comissió Europea es mantinguin, a mitjan 2001, en valors molt reduïts, i que la progressió cap a l'euro només s'hagi accelerat notablement al final del període transitori.

Quadre 1.4

UTILITZACIÓ DE L'EURO DURANT EL PERÍODE TRANSITORI EN LES EMPRESES

	Pagaments nacionals[1]			Pagaments internacionals[1]		
	II/2001	IV/2000	IV/1999	II/2001	IV/2000	IV/1999
Bèlgica	16,4	8,8	–	28,9	23,6	–
Alemanya	7,7	3,5	–	25,3	28,5	–
Grècia	–	7,3	–	–	39,8	–
Espanya	4,6	2,6	–	71,8	72,0	–
França	7,4	1,7	–	27,6	15,6	–
Irlanda	8,4	6,0	–	27,7	25,0	–
Itàlia	19,0	13,0	–	27,0	70,0	–
Luxemburg	25,0	20,0	–	42,0	38,5	–
Països Baixos	0,3	0,5	–	4,0	–	–
Àustria	1,7	1,1	–	14,8	2,2	–
Portugal	6,2	5,4	–	23,4	43,2	–
Finlàndia	9,0	3,9	–	52,0	26,6	–

Notes: Les dades inclouen el primer període del qual es té informació (quart trimestre de 1999), un període intermedi (quart trimestre del 2000) i l'últim informe publicat (segon trimestre del 2001).
(1) Percentatge del nombre d'operacions total.
(2) Percentatge del total d'empreses que se suposa, basant-se en les declaracions d'IVA, que porten la comptabilitat en euros.
(3) Percentatge del total de comptes bancaris.
Font: Comissió Europea.

Finalment, l'extensió de l'euro entre els *consumidors* durant el període comprès entre 1999 i 2001 ha estat pràcticament marginal (vegeu el quadre 1.5). Segons dades de la Comissió Europea, a mitjan 2001 en les tres grans economies de la zona de l'euro, Alemanya, França i Itàlia, menys del 4% dels comptes bancaris de particulars estaven denominats en euros, i menys del 3% dels pagaments es feien en aquesta moneda. És significatiu, en el cas dels particulars, que, al llarg del procés transitori, s'hagin produït fins i tot reculades en la utilització de la moneda única. Probablement, es va produir un efecte d'adopció prematura vinculat al llançament de la moneda única l'any 1999, i després la situació es va normalitzar davant els escassos estímuls que el ciutadà ha tingut per a l'ús de la moneda única. En el mateix sentit, la Comissió recordava, a mitjan 2001, que prop del 80% dels consumidors no havia memoritzat cap preu en euros, un percentatge que s'havia mantingut estable al llarg del 2000.

(INDICADORS SELECCIONATS)

Tenidoria de comptabilitat[2]			Comptes bancaris[3]		
II/2001	IV/2000	IV/1999	II/2001	IV/2000	IV/1999
17,0	5,5	2,9	19,2	10,8	7,9
1,0	1,0	1,0	4,7	2,5	0,8
–	–	–	3,3	2,2	–
–	–	1,0	1,1	0,7	0,6
3,8	0,7	0,4	27,4	7,1	4,2
1,0	1,0	1,0	0,7	1,0	–
0,3	0,3	0,5	3,8	1,8	1,6
21,0	21,0	7,0	26,0	10,9	1,0
1,4	0,7	0,3	3,8	0,4	1,0
0,0	0,0	–	1,9	1,4	1,6
1,2	17,0	0,5	2,3	1,1	–
1,0	1,0	–	2,3	1,0	1,0

Quadre 1.5

UTILITZACIÓ DE L'EURO DURANT EL PERÍODE TRANSITORI PER PART DELS PARTICULARS (INDICADORS SELECCIONATS)

	Pagaments nacionals[1]			Comptes bancaris[2]		
	II/2001	IV/2000	IV/1999	II/2001	IV/2000	IV/1999
Bèlgica	5,6	4,0	1,5	3,4	1,7	0,8
Alemanya	1,9	0,9	0,3	2,2	1,6	0,5
Grècia	–	2,7	–	3,9	0,7	–
Espanya	1,5	0,7	0,0	1,7	2,5	–
França	0,8	2,5	0,4	4,2	0,7	0,3
Irlanda	0,2	0,2	–	0,0	0,0	–
Itàlia	3,0	3,0	1,1	2,4	6,0	0,1
Luxemburg	6,0	10,5	4,0	41,4	9,7	0,8
Països Baixos	0,1	–	1,0	3,7	0,3	1,0
Àustria	0,5	0,4	0,8	0,2	0,2	0,1
Portugal	1,9	0,3	–	0,4	0,1	–
Finlàndia	4,0	1,0	–	0,1	0,1	0,1

Notes: Les dades inclouen el primer període del qual es té informació (quart trimestre de 1999), un període intermedi (quart trimestre del 2000) i l'últim informe publicat (segon trimestre del 2001).
(1) Percentatge del nombre d'operacions total.
(2) Percentatge del total de comptes bancaris.
Font: Comissió Europea.

A la vista d'aquests resultats és possible fer la valoració de l'èxit o del fracàs del període transitori i trobar la raó que explica aquest resultat. Sembla poc discutible la constatació que, fora d'aquells àmbits en què legalment es va exigir l'ús de l'euro a partir de l'1 de gener de 1999, els agents econòmics van optar per diferir al màxim el procés de canvi. L'aprofitament del període transitori com a moment de preparació va ser escàs i, a pesar que teòricament s'havia optat per la *progressivitat* en la transició, la veritat és que el procés d'introducció de l'euro va consistir en una sèrie de successius *big bangs*. El gruix de l'esforç d'adaptació dels sectors afectats per l'obligatorietat d'utilitzar l'euro l'1 de gener de 1999 es va fer l'any 1998. A pesar de certs treballs previs que, tot i ser importants, no eren representatius de l'esforç general (com per exemple, la preparació feta per l'Institut Monetari Europeu, l'antecessor del Banc Central Europeu), el sector bancari i els mercats no van disposar d'un marc legal suficient –ni tampoc del coneixement dels països que

hi participarien– fins a aquell moment. I la resta d'agents, considerant les dades disponibles, van concentrar l'adaptació a l'euro en la segona meitat de l'any 2001.

Una prova addicional en aquesta línia, a pesar de tenir un caràcter diferent, és el fet que Grècia, un país que va ser acceptat com el dotzè membre de la zona de l'euro l'any 2000, amb efectes legals a partir de l'u de gener del 2001, només va necessitar un any de preparació, en contrast amb els tres anys de què van disposar els seus socis de l'eurozona.

La racionalitat d'aquesta decisió dels agents econòmics de diferir al màxim l'adopció de l'euro és elevada: en presència del marc flexible d'introducció de l'euro dissenyat per la UE, per als empresaris, els costos de transició eren menors en els moments finals de cada etapa del procés, ja que disposaven d'un marc legal més perfilat i d'unes solucions ja desenvolupades per als que l'havien adoptat precoçment, mentre que els consumidors no obtenien cap benefici del fet d'operar amb dues divises i, en canvi, sí que els comportava costos.

Aquesta estricta racionalitat de càlcul es completa amb el paper de dos factors anteriorment citats. Quan es va preferir introduir una moneda única enfront de l'opció de fixar únicament el tipus de canvi entre les divises participants, es va subestimar el fet que dues fonts d'avantatges de la divisa comuna, la credibilitat del procés i la visibilitat del canvi, únicament serien plenes quan l'euro circulés físicament. A falta de la completa realització dels dos avantatges, i especialment davant la falta del segon d'ells (la «visualització» de la UEM), la resistència al canvi i la inèrcia de l'ús de la moneda habitual va dominar sobre la proactivitat.

La conclusió final, però, no ha de ser negativa. La preparació exigida a tot el procés requeria indubtablement un període de realització i, el que és més important, amb independència del moment en què s'ha produït, aquesta preparació s'ha materialitzat satisfactòriament. Encara que la conclusió que s'extreu de les dades és que el període transitori ha estat, en tot cas, excessivament prolongat, la veritat és que un període insuficient hauria comportat dificultats més grans que l'existència d'un temps sobrant.

1.3. L'últim pas: el funcionament del període de canvi

En tot cas, sembla que els responsables polítics del procés han extret conclusions similars a les anteriors definint l'última fase del procés. Efectivament, en la substitució física de les monedes nacionals per l'euro, que es produeix a partir dels primers mesos del 2002, s'ha intentat accelerar al màxim la distribució física de l'euro als operadors (entitats de crèdit i comerç, principalment) i fins i tot al ciutadà. També s'ha optat per reduir els períodes de coexistència física de les monedes nacional i comuna, així com reforçar les tasques de comunicació i sensibilització, entre les quals hi ha l'atenció dels col·lectius amb més dificultats (invidents, discapacitats, àrees rurals no bancaritzades, etc.).

El procés que du a la desaparició física de la pesseta i a la utilització exclusiva de l'euro com a moneda nacional s'ha estructurat en tres moments (vegeu el gràfic 1.1). En una primera fase s'aprofita el que formalment és el final del període transitori per dur a terme determinades feines preparatòries, fonamentalment de tipus logístic i legal. Per la seva importància, destaquen dos processos complementaris, l'anomenada predistribució de monedes i bitllets d'euros i l'avenç de la redenominació en euros dels comptes bancaris. La predistribució de monedes i bitllets en euros es fa de forma esglaonada en entitats de crèdit, en grans empreses de distribució comercial i en empreses de transport i custòdia de fons (a partir de l'1 de setembre del 2001), a petits comerços i establiments d'hostaleria (a partir del desembre del 2001) i, finalment, al gran públic mitjançant un paquet de demostració compost només per monedes (a partir del 15 de desembre del 2001).

Per la seva banda, la redenominació en euros dels comptes bancaris i dels mitjans de pagament escripturals (xecs, targetes, transferències) vinculats a aquests comptes, es va començar a aplicar a partir del 15 de setembre a Espanya. Així mateix, el Banc d'Espanya i les organitzacions representants de les entitats de crèdit van recomanar que altres operacions bancàries estretament relacionades amb els comptes corrents, com els préstecs hipotecaris, personals i avals, i els contractes bancaris en general es redenominessin en euros, també a partir del 15 de setembre del 2001. S'entenia que tant una ope-

ració com l'altra es podien dur a terme sempre que el client no es manifestés contrari a la redenominació.

L'1 de gener del 2002 s'inicia la denominada etapa de doble circulació, que s'allarga fins al 28 de febrer en el cas d'Espanya. En aquest període, l'euro és la moneda amb caràcter general, si bé la pesseta manté el seu poder deslliurador en transaccions en efectiu. No obstant això, s'estimula que la circulació monetària es faci de forma pràcticament exclusiva en euros en un període molt curt. Per exemple, els caixers només dispensaran bitllets en euros a partir del 15 de gener del 2002, i es recomana que els comerços únicament tornin el canvi en euros.

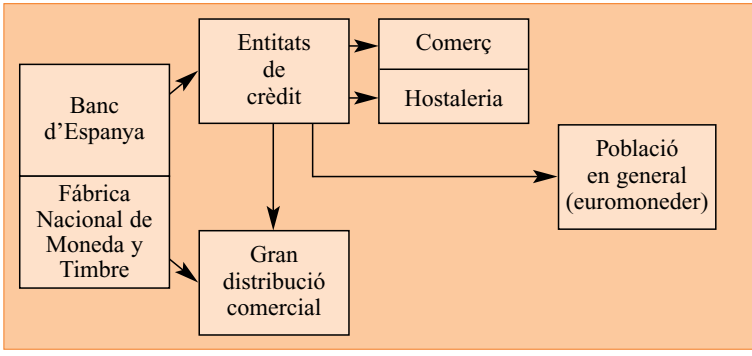
A partir del 28 de febrer del 2002, l'euro serà l'única moneda en circulació amb curs legal a Espanya i en la resta de països de la zona de l'euro, si bé les monedes en pessetes es podran continuar canviant pels seus imports equivalents en euros. Per això s'han establert dos processos de canvi complementaris. El Banc d'Espanya podrà efectuar el canvi de forma gratuïta i en qualsevol moment, mentre que en les entitats de crèdit, es podrà fer, també sense càrrec, en el període comprès entre l'1 de gener i el 30 de juny.

Gràfic 1.1

EL PROCÉS DE CANVI DE PESSETA A EURO

Etapa de predistribució

1 de setembre del 2001 | **1 de desembre del 2001** | **15 de desembre del 2001**



Etapa de doble circulació

Etapa de retirada i canvi

Font: Ministeri d'Economia.

1 de gener del 2002

1 de gener del 2002 | **15 de gener del 2002** | **28 de febrer del 2002**

Creació massa crítica en circulació

1 de gener del 2002 | **30 de juny del 2002** | **Per temps il·limitat**

Canvi gratuït de monedes i bitllets	Entitats de crèdit					Banc d'Espanya
Retirada de monedes	Entitats de crèdit →	Empreses de seguretat →	Fábrica Nacional de Moneda y Timbre →	Magatzem →	Fundició	
Retirada de bitllets	Entitats de crèdit →	Banc d'Espanya →	Verificació i recompte →	Destrucció		

Resum

La implantació de l'euro en els dotze estats membres de la Unió Europea respon a un disseny inspirat en propostes que es remunten a final dels anys seixanta i que ha requerit un llarg període de gestació. Com que es tractava d'una experiència amb molt pocs precedents històrics, el risc de fracàs o d'errors era elevat, però, ara com ara, es pot afirmar que el resultat de l'aplicació del calendari previst és raonablement positiu. No obstant això, sembla clar que el període transitori de tres anys que es tanca a final del 2001 ha tingut una durada excessiva, que no ha servit perquè els agents econòmics s'hagin preparat de forma progressiva per a l'ús ple de l'euro a partir del 2002. Això ha obligat a una política més activa per part dels responsables de la implantació de l'euro en l'última part del 2001, en el sentit d'instar a la utilització de l'euro en tot tipus de contractes i d'operacions, així com reduir al màxim la durada del període de canvi que s'obre l'u de gener del 2002.

II. Una moneda, una política monetària

La creació d'una moneda comuna exigeix com a primer pas la posada en marxa d'una política monetària única. Es tracta d'una feina que no és gens fàcil per la falta de precedents històrics i perquè afecta una àrea tan àmplia i diversa com la que componen els dotze estats integrants de la denominada *zona de l'euro*. En aquest capítol es descriu l'objectiu que s'ha assignat a la política monetària i l'estratègia que les institucions responsables han instrumentat; alhora, també es passa revista a les crítiques més comunes que es dediquen a aquest aspecte clau de la nova moneda.

2.1. Els objectius de l'euro

El Tractat constitutiu de la Comunitat Europea estableix que l'objectiu principal de la política monetària única és mantenir l'*estabilitat de preus* i, sense perjudici d'aquest objectiu, donar suport a la política econòmica general de la Comunitat amb la finalitat de contribuir a la realització dels objectius comunitaris generals. Aquests objectius són: un desenvolupament harmoniós i equilibrat de les activitats econòmiques en el conjunt de la Comunitat, un creixement sostenible i no inflacionista que respecti el medi ambient, un elevat grau de convergència dels resultats econòmics, un índex elevat d'ocupació i de protecció social, l'elevació del nivell de la qualitat de vida, la cohesió econòmica i social i la solidaritat entre els estats membres.

Per definir i executar la política monetària, el Tractat crea el Sistema Europeu de Bancs Centrals (SEBC), que està compost pel Banc Central Europeu (BCE) i pels bancs centrals nacionals. El BCE és la institució principal, ja que té com a funció garantir que es compleixin les funcions encomanades al SEBC, i està dotat de personalitat jurídica pròpia.

Com que no tots els estats membres han adoptat l'euro des de l'inici de la tercera fase de la Unió Econòmica i Monetària (UEM), el BCE ha encunyat el terme *Eurosistema* per referir-se al conjunt que formen el BCE i els bancs centrals nacionals dels estats que comparteixen la moneda única europea. Els bancs centrals dels països de la UE que encara no han accedit a l'euro no participen en la presa de decisions de la política monetària ni, lògicament, estan afectats directament per aquesta política. Per tant, correspon a l'Eurosistema la realització de les funcions pròpies de la política monetària de la zona de l'euro.

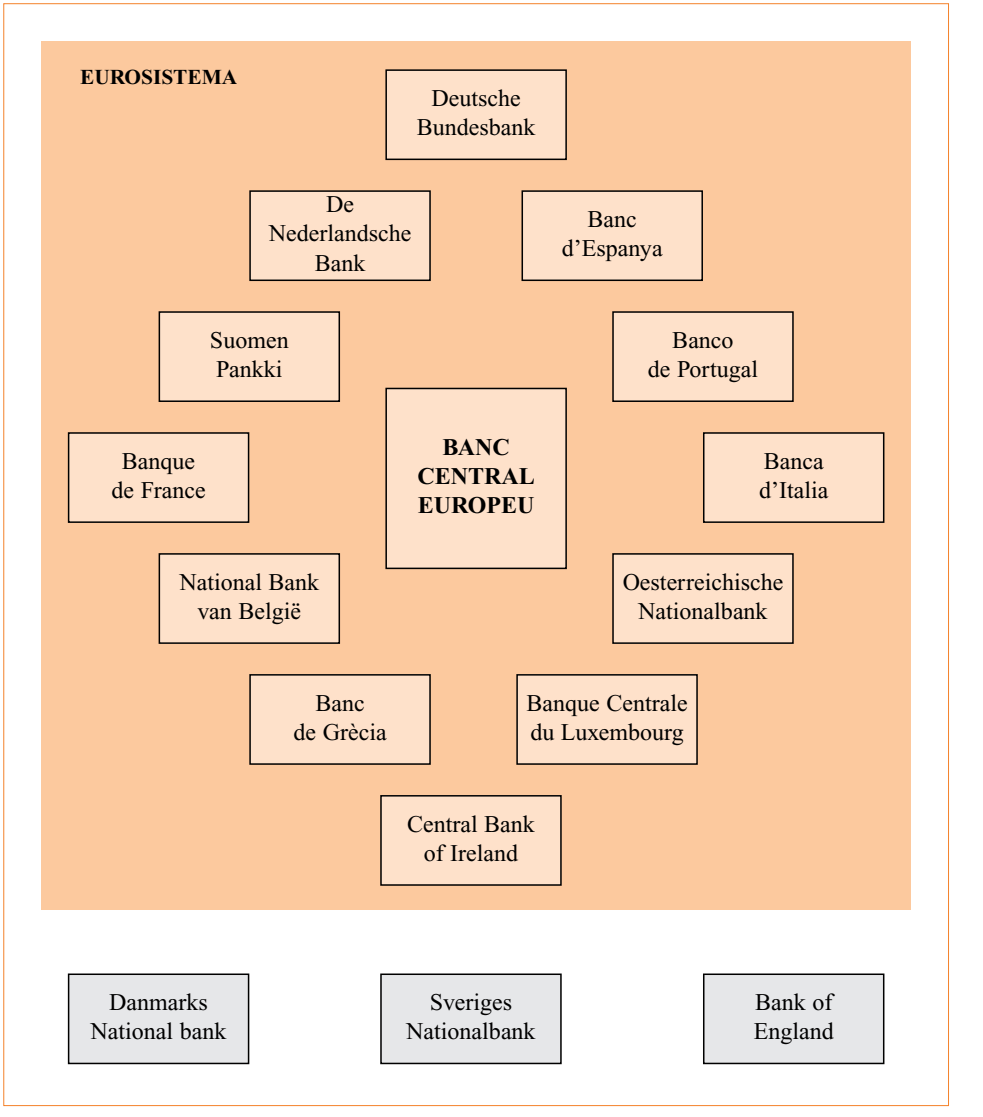
L'establiment de l'estabilitat de preus com a objectiu primordial de la política monetària es basa en què serà la millor contribució possible al compliment dels objectius econòmics generals de la UE i dels seus ciutadans. L'experiència pràctica dels bancs centrals en les últimes dècades i nombrosos estudis econòmics de caràcter empíric avalen aquest punt de vista.

Així mateix, el Tractat declara la independència del BCE i dels bancs centrals nacionals enfront dels governs nacionals i de les institucions europees per evitar el risc d'intervenció política en el disseny i l'execució de la política monetària única. Si no fos així, un banc central que no tingués independència seria susceptible de rebre pressions que podrien perjudicar el manteniment de l'estabilitat de preus. Així, la independència institucional de l'Eurosistema facilita la consecució de l'estabilitat de preus i reforça la credibilitat de la política monetària.

L'estratègia de política monetària del BCE es basa principalment en els treballs desenvolupats pel Comitè de Governadors de Bancs Centrals de la Comunitat Europea, en primer lloc, per l'Institut Monetari Europeu, en segon, i finalment, pel Sistema Europeu de Bancs Centrals.

Gràfic 2.1

SISTEMA EUROPEU DE BANCS CENTRALS



Font: Banc Central Europeu.

2.2. L'estratègia de la política monetària

¿Com aconseguir la desitjada estabilitat dels preus en la zona de l'euro? Abans del llançament de l'euro, a principis de 1999, el BCE va definir l'estratègia de la política monetària única. Aquesta estratègia es va elaborar tenint present un elevat grau d'incertesa en l'entorn en què s'havia d'executar. Això era degut al fet que el mecanisme de transmissió des dels instruments de política monetària fins a les variacions en l'índex general de preus, ja normalment complex i no totalment predictible, s'està transformant contínuament a causa dels canvis de comportament econòmic i de l'estructura institucional de la zona de l'euro.

Així, el paper que fa l'estratègia de política monetària és proporcionar un marc clar i coherent per a la preparació, la discussió i la presentació de les decisions de política monetària. Aquesta estratègia ha de facilitar que l'anàlisi de l'entorn econòmic condueixi a unes decisions correctes de política monetària. Alhora, l'estratègia de política monetària de l'Eurosistema és un mitjà de comunicació amb el públic que té com a objectiu convèncer-lo que s'arribarà a l'estabilitat de preus.

Per a la selecció de l'estratègia de la política monetària de l'Eurosistema es van fixar diversos criteris que havia de complir, el principal dels quals era l'*eficàcia*, en el sentit d'assegurar el compliment de l'objectiu prioritari de l'estabilitat de preus. Una condició necessària perquè la política monetària sigui eficaç és que sigui *creïble*, és a dir, que el públic, i particularment els mercats financers, estiguin convençuts que els òrgans rectors de l'Eurosistema es comprometen a mantenir l'estabilitat de preus. Per obtenir la credibilitat, l'estratègia de política monetària ha de ser *clara i comprensible*, per disminuir al màxim la incertesa. Així mateix, l'estratègia ha de ser *transparent*, i s'ha de fer públic com es prendran les decisions de política monetària.

De la mateixa manera, l'estratègia ha de possibilitar el principi de *rendició de comptes*. Això implica la publicació d'un objectiu quantitatiu que pugui servir per avaluar raonablement la política monetària única. Finalment, l'estratègia ha d'estar en concordança amb la *independència institucional* de l'Eurosistema.

D'acord amb els criteris anteriors, el Consell de Govern del BCE va presentar una estratègia de política monetària centrada en tres elements principals:

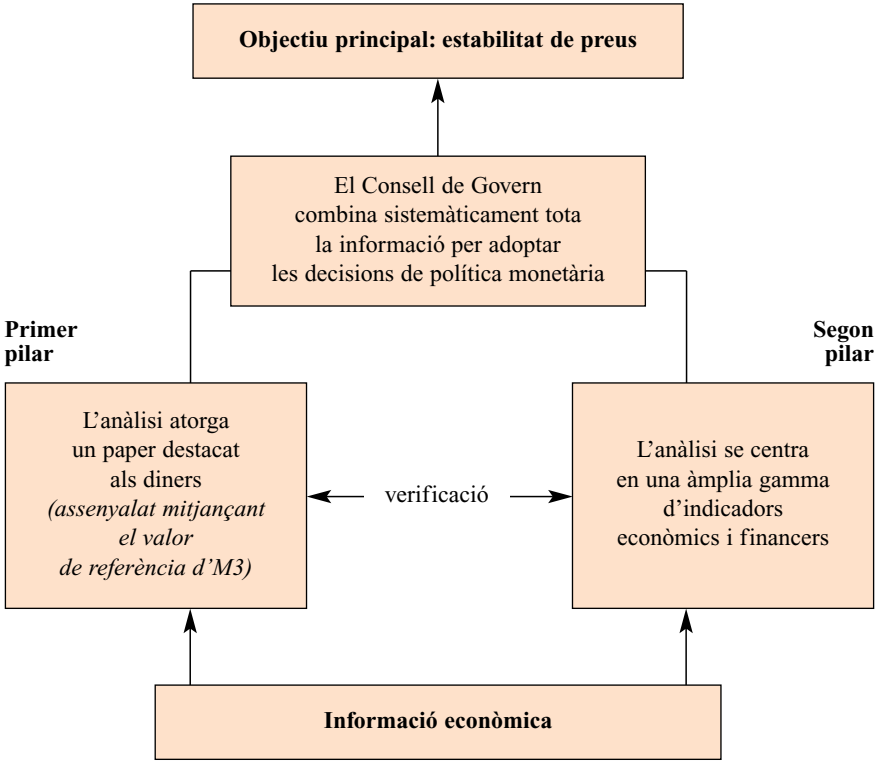
• Una definició quantitativa de l'estabilitat de preus.

I els *dos pilars* de l'estratègia:

• Un paper destacat del diners, concretat en l'anunci d'un valor de referència per al creixement d'un agregat monetari ampli.

Gràfic 2.2

L'ESTRATÈGIA DE POLÍTICA MONETÀRIA DEL BANC CENTRAL EUROPEU



Font: Banc Central Europeu.

• Una avaluació de les previsions d'evolució futura dels preus i dels riscos per a l'estabilitat d'aquests últims en el conjunt de l'àrea de l'euro, mitjançant una àmplia sèrie d'indicadors.

El Consell de Govern del BCE va adoptar com a definició d'estabilitat de preus un *increment interanual per sota del 2% de l'índex de preus de consum harmonitzat* (IPCA) per a l'àrea de l'euro, i va establir que aquesta definició es contempla a mitjà termini; són possibles desviacions transitòries a curt termini d'aquesta regla com a conseqüència de pertorbacions no monetàries fora de l'abast de la política monetària. D'altra banda, es considera que disminucions prolongades de l'índex IPCA, és a dir, una deflació, no serien conformes amb l'objectiu d'estabilitat de preus. El Consell de Govern va subratllar que definia l'estabilitat de preus per al conjunt de l'àrea de l'euro, motiu pel qual va aclarir que les seves decisions es basarien en l'avaluació de les condicions del conjunt de la zona i no les d'algunes àrees regionals o nacionals específiques.

El *primer pilar* de l'estratègia de la política monetària, el valor de referència per al creixement d'un *agregat monetari ampli*, es basa en l'anàlisi àmpliament acceptada que la inflació és, a llarg termini, un fenomen monetari. Es parteix d'una relació estable entre la demanda de diners i l'índex de preus de l'àrea de l'euro a mitjà termini. Així, desviacions significatives o persistents del creixement monetari en relació amb el valor de referència assenyalarien un risc per a l'estabilitat de preus a mitjà termini. Això no implica que l'Eurosistema hagi de corregir mecànicament les desviacions a curt termini del creixement monetari en relació amb el valor de referència, ja que es tracta d'un valor de referència i no d'un objectiu monetari.

Considerant que les anàlisis estadístiques han conclòs que en el passat la demanda d'un agregat monetari ampli ha estat estable a llarg termini en l'àrea de l'euro i que, a més, els agregats amplis han estat bons indicadors avançats de l'evolució de l'índex de preus, es va fixar un valor de referència per a l'agregat monetari *M3*, definit de forma que inclou, a més de la circulació fiduciària i els dipòsits bancaris, les cessions temporals, les participacions de fons del mercat monetari i els valors de renda fixa emesos per les institucions monetàries i financeres.

L'obtenció del valor de referència del creixement monetari s'ha basat en la clàssica equació quantitativa que vincula el creixement de la quantitat de diners (M) amb el creixement del producte interior brut nominal (PIB real i preus P), on V és la velocitat de circulació dels diners:

$$M \times V = P \times PIB$$

D'acord amb aquesta equació, l'índex de preus (P) es determina per la interacció de les altres tres variables. Si la quantitat de diners en circulació augmenta, es produirà una elevació de l'índex de preus. Tenint en compte que l'orientació de la política monetària és a mitjà termini, en aquest càlcul s'utilitza el creixement tendencial del PIB. Considerant aquests factors, el desembre de 1998 el Consell de Govern del BCE va situar el seu valor de referència per al creixement d'M3 en el 4,5% anual. El desembre de 1999 i el mateix mes del 2000 es va procedir a revisar aquesta referència, però no se'n va modificar el valor.

El BCE s'ha compromès a analitzar la naturalesa de les desviacions del creixement d'M3 en relació amb el valor de referència. En cas que aquesta anàlisi conclogui que la pertorbació observada representa una amenaça efectiva per a l'estabilitat de preus a mitjà termini, aleshores el BCE actuarà de forma apropiada per contrarestar aquest risc.

El *segon pilar* es justifica perquè les dades monetàries no són suficients per proporcionar tota la informació que es requereix per a l'execució d'una política monetària adequada per al manteniment de l'estabilitat de preus. El segon pilar inclou molts indicadors que serveixen per a l'avaluació de les perspectives dels preus i dels riscos per a l'estabilitat de preus en la zona de l'euro. Així, inclou els salaris, diverses variables de l'activitat real, indicadors de política fiscal, índexs de preus i de costos, enquestes de consumidors, el tipus de canvi, els preus dels valors de renda fixa i la corba de tipus d'interès. A més de la seva pròpia anàlisi de les perspectives d'inflació, el BCE també tindrà en compte les previsions d'inflació elaborades pels organismes internacionals, per les autoritats nacionals i pel sector privat. La precarietat de la base estadística disponible per a la zona de l'euro condiciona la conducció de la política monetària. Eurostat i el BCE s'han esforçat per superar aquest problema, però és evident que en aquest camp l'autoritat monetà-

ria europea es troba en inferioritat de condicions en relació amb altres bancs centrals.

2.3. Semblances i diferències en relació amb les polítiques monetàries nacionals anteriors

A primera vista ressalta la semblança de la política monetària de l'Eurosistema amb la mantinguda fins al 1998 pel banc central d'Alemanya, el Bundesbank. No es tracta d'una casualitat. S'explica perquè d'aquesta manera es va intentar transferir al BCE la reputació antiinflacionista i la credibilitat del banc central alemany. Així, l'Eurosistema té com a objectiu prioritari el manteniment de l'estabilitat de preus, similar al mandat d'estabilitat de la moneda del Bundesbank. Per a la consecució d'aquest objectiu està dotat d'independència, independència que també va tenir l'institut emissor alemany. Així mateix, destaca el paper primordial que s'atorga als agregats monetaris.

No obstant això, hi ha diferències amb la política seguida pel Bundesbank. Així, el BCE ha adoptat un valor de referència per al creixement de la quantitat de diners, a diferència d'un objectiu monetari estricte, com el cas del Bundesbank. A més, el BCE ha definit més explícitament la necessitat del seguiment d'altres indicadors no monetaris. Això s'ha concretat en els dos pilars citats més amunt. D'altra banda, el Bundesbank no tenia un objectiu quantificat d'estabilitat de preus.

Per descomptat que les semblances de la política monetària del BCE no es limiten al Bundesbank, sinó que s'estenen a les estratègies usades per molts altres bancs centrals nacionals. Per exemple, el Banc d'Espanya, en la seva última etapa, des que l'any 1994 va adquirir la independència, també va tenir el mandat legal d'aconseguir l'estabilitat de preus. No obstant això, com a estratègia va establir un objectiu directe d'inflació a mitjà termini, i va abandonar la utilització dels agregats monetaris com a objectius intermedis de la política monetària, encara que els continuava observant amb una atenció particular. Per a la presa de decisions de política monetària basava la seva anàlisi en un conjunt ampli d'indicadors reals i monetaris.

2.4. Crítiques, problemes i evolució

L'estratègia de política monetària del Banc Central Europeu ha rebut crítiques des de múltiples perspectives, tant per la seva formulació en si, com perquè, de vegades, ha estat mal entesa o mal explicada. De fet, l'estratègia de política monetària de qualsevol banc central pot ser objecte de polèmica en la mesura que no hi ha un cos doctrinal únic que defineixi de forma definitiva els plantejaments encertats. A més, les realitats monetàries i financeres a les quals han de respondre són diferents, i també divergeixen els objectius que es fixen per a la política monetària.

En primer lloc, s'ha qüestionat que se li hagi confiat l'*estabilitat de preus* com a objectiu primordial per mandat legal. Així, s'ha argumentat que el banc central més poderós, la Reserva Federal dels Estats Units, no té aquesta restricció, amb la qual cosa es pot ocupar més lliurement de l'objectiu a llarg termini: un creixement econòmic sostenible. Els motius pels quals es va incloure en el Tractat aquest mandat van ser tant de caràcter teòric, ja que es creu que la principal contribució de la política monetària al benestar dels ciutadans és precisament l'estabilitat de preus, com de caràcter pràctic, ja que si no s'hagués fet així, hauria estat molt difícil convèncer els alemanys que abandonessin el seu estimat *deutschemark*, amb una ferma reputació antiinflacionista, en favor del desconegut euro.

Un altre element qüestionable del plantejament estratègic de l'Eurosistema és la mateixa *definició* de l'estabilitat de preus exigida pel Tractat. La quantificació d'aquesta estabilitat és una decisió pròpia del BCE, ja que el Tractat no estableix cap xifra en concret ni tampoc l'exigeix. De fet, no és habitual quantificar el que s'entén per estabilitat de preus: ni la Reserva Federal dels Estats Units ni el Banc del Japó han definit aquest objectiu. A més, hi ha problemes associats a l'estimació de la taxa d'inflació admissible dins d'un esquema d'estabilitat de preus: ¿Per què un augment superior al 2% ha de ser indesitjable si coneixem períodes en què això ha passat i no es pot parlar de problemes d'inflació?

D'altra banda, és discutible l'*índex* escollit pel BCE per definir l'objectiu d'estabilitat de preus, és a dir, l'índex de preus de consum harmonitzat (IPCH). En termes d'objectiu a mitjà termini, i amb la pretensió d'avaluar les

tensions inflacionistes de fons, semblaria més adequat usar el deflactor del consum privat o fins i tot del producte interior brut, per exemple, ja que són magnituds que recullen més àmpliament l'evolució dels preus i no pateixen la rigidesa associada a un índex de preus de consum. També s'ha proposat concedir a la inflació subjacent, que elimina els components més erràtics de l'índex de preus de consum, com ara l'energia i els aliments no elaborats, el paper d'objectiu. No obstant això, el BCE pot defensar que l'IPCH és un indicador més conegut i familiar que els citats anteriorment, i a més, es coneix abans, de manera que és més assequible al públic en general.

D'altra banda, també és possible qüestionar-se fins a quin punt la inflació mesurada habitualment per l'índex de preus de consum és un indicador adequat de les tensions inflacionistes de fons d'una economia, ja que no inclou els preus dels actius financers o reals. Així, fer cas omís de l'evolució d'aquests preus comporta el risc de passar per alt el comportament de la liquiditat del sistema monetari i financer i obrir la possibilitat de formació de bombolles especulatives. L'especial conjuntura de baixa inflació de la segona meitat de la dècada dels noranta, acompanyada d'un fort creixement dels preus dels actius financers, té precisament molt a veure amb els elements esmentats. De totes maneres, s'ha argumentat que incloure els preus d'aquests actius conduiria a una política monetària més erràtica, i que els bancs centrals no poden determinar els nivells d'equilibri dels valors cotitzats en les borses.

Pel que fa a la definició de l'estratègia de política monetària de l'Eurosistema, ha estat criticada per massa *complicada*. Se li han contraposat estratègies més senzilles, com la fixació d'un objectiu directe d'inflació, com han fet altres bancs centrals seguint una tendència general, com el Banc d'Anglaterra, Nova Zelanda, Canadà, Austràlia o Suècia, i que havia adoptat el Banc d'Espanya en la seva última formulació independent de política monetària. L'objectiu directe d'inflació, d'acord amb aquesta crítica, aclareix i fa més transparent la política monetària, ja que permet jutjar fàcilment si aquesta política compleix o no aquest objectiu. En canvi, l'establiment d'una referència de creixement d'un agregat monetari, segons la crítica, no és apropiat, ja que la tradicional relació que la teoria quantitativa dels diners estableix entre la quantitat de diners i la inflació s'ha trencat per la innovació, la

diversificació, la sofisticació i la desregulació del sistema financer. Des d'aquesta perspectiva, la impossibilitat d'establir una relació estable entre inflació –objectiu últim– i l'agregat monetari –objectiu intermedi–, crea confusió i introdueix un element d'arbitrarietat en la política monetària alhora que pertorba la funció de reacció de l'autoritat monetària i facilita possibles pressions polítiques. Així, sembla que les proves adduïdes pel BCE en relació amb l'estabilitat de la demanda de diners no són suficients. No obstant això, el BCE ha declarat que els últims estudis que ha fet no invaliden la relació d'estabilitat a llarg termini entre l'agregat monetari M3 i els preus.

Encara que la citada crítica tingui un fonament raonable, podem assenyalar que la utilització d'objectius anuals d'inflació s'ha estès davant la dificultat que presenten altres objectius, però tampoc no representa la solució ideal. A tall d'exemple, observeu que ni la Reserva Federal dels Estats Units ni el Banc del Japó, els bancs centrals de dues de les principals zones econòmiques del món, formulen cap objectiu d'inflació.

En relació amb el primer pilar de l'estratègia del BCE, també s'ha criticat que el valor de referència del creixement d'M3 sigui anual, perquè és *inestable*, en comptes de ser a dos o tres anys. No obstant això, recordem la flexibilitat amb què el BCE segueix aquesta variable.

El *segon pilar* de l'estratègia monetària de l'Eurosistema també ha estat objecte de debat. Se li atribueix que pràcticament qualsevol indicador econòmic pot entrar a formar part d'aquest pilar. Això significa que no és possible anticipar el resultat de l'anàlisi de l'autoritat monetària sobre l'estat de la inflació, de manera que aquí trobem un nou element d'arbitrarietat que no ajuda a aclarir la política monetària.

Ja que es considerava que l'estratègia del BCE era complexa i no permetia comprendre els motius de les seves decisions en qüestions de política monetària, es va demanar que publiqués les seves previsions macroeconòmiques. El BCE va accedir a aquesta sol·licitud, i finalment les va publicar, amb caràcter semestral, a partir del desembre del 2000. Però va advertir que les previsions únicament eren responsabilitat dels seus tècnics i no del Consell de Govern i que, a més, tenien el caràcter de *projeccions*, és a dir, es basaven en supòsits com el manteniment de la política monetària present i que, per tant,

no eren previsions en el sentit usual. A més, les primeres projeccions, el mes de desembre del 2000, van decebre molts observadors, ja que establien un interval per a les variables que s'havien de projectar que es va considerar massa ampli. Aquestes projeccions s'han incorporat al conjunt d'indicadors que formen el segon pilar de l'estratègia de la política monetària.

S'han fet estudis intentant trobar les pautes d'actuació reals del BCE al llarg dels primers tres anys de la seva història mitjançant models matemàtics. Així, s'ha argumentat que el comportament del BCE es podia descriure mitjançant variants de la *Regla de Taylor* utilitzant la inflació subjacent o bé les expectatives de preus. Encara que té lògica que amb aquests mètodes s'aconsegueixin models bastant ajustats a la realitat, els resultats no són del tot satisfactoris. Això s'explica perquè les decisions del Consell de Govern del BCE es prenen en un context d'incertesa i s'ocupen de la situació econòmica mitjançant múltiples indicadors.

En definitiva, potser els principals problemes de l'estratègia de política monetària de l'Eurosistema han estat de *comunicació* amb el públic i amb els mercats financers en particular. Això no ha de sorprendre gaire, ja que es partia de diverses maneres d'entendre la política monetària en els diferents estats membres i ja se sap que costa vèncer les inèrcies creades.

Resum

L'estratègia de política monetària del SEBC tracta de complir el mandat legal establert en el Tractat d'estabilitat dels preus a mitjà termini. El mandat es va definir ajustant-se en bona mesura al model alemany, encara que hi hagi diferències rellevants que responen a les particularitats del context en el qual s'ha d'executar la política monetària única. El punt de partida és la concreció del que s'ha d'entendre per estabilitat de preus: una inflació que no superi el 2% anual en el termini mitjà. Per aconseguir aquest objectiu, les actuacions de l'Eurosistema es basen en dos pilars. El primer és el creixement de l'agregat monetari M3, per al qual es fixa una referència quantificada. El segon és el comportament d'un conjunt d'indicadors que serveixen per avaluar les perspectives i els riscos de la inflació en la zona de l'euro. L'estratègia de política monetària del BCE sovint ha estat qüestionada i fins i tot bastant incompresa, com correspon a un experiment nou i ple de riscos de l'envergadura del llançament d'una nova moneda.

III. Un per a tots, tots per a un: bancs centrals nacionals, BCE i SEBC

Una vegada definida l'estratègia de la política monetària, s'han de posar en marxa les institucions que l'han d'aplicar, s'han de definir els protocols de funcionament i és necessari aclarir el repartiment de competències. Quan el juny de 1998 es va fundar el Banc Central Europeu, els bancs centrals nacionals no van desaparèixer sinó que es van integrar en el Sistema Europeu de Bancs Centrals i van originar una complexa estructura que es descriu en aquest capítol. Tampoc no hem d'oblidar el paper de les persones que hi ha darrere les institucions i que els confereixen un caràcter determinat.

3.1. L'estructura 'federal' del SEBC

Com s'ha descrit al capítol anterior, la política monetària de l'euro s'executa a través del Sistema Europeu de Bancs Centrals (SEBC), que es compon del Banc Central Europeu (BCE) i dels 15 bancs centrals nacionals dels estats membres de la Unió Europea (UE). Com que hi ha països que no han adoptat l'euro des del començament de la tercera fase de la Unió Econòmica i Monetària (UEM), s'ha encunyat el terme *Eurosistema* per referir-se estrictament al BCE i als bancs centrals nacionals dels estats membres que han introduït l'euro: els onze que ja ho van fer al començament de la tercera etapa de la UEM, i Grècia a partir de l'any 2001. L'Eurosistema fa les funcions bàsiques de la política monetària única de la zona de l'euro.

El BCE va ser creat l'1 de juny de 1998, mig any abans que entrés en vigor la tercera fase de la UEM, l'1 de gener de 1999. El BCE té personalitat jurídica pròpia i té la seu a Frankfurt, el centre financer alemany. La decisió de concedir la seu de la banca central europea a la ciutat alemanya va reflectir el pes econòmic d'Alemanya en el context de la Comunitat, i també va representar una compensació als alemanys davant la seva reticència a cedir la sobirania monetària, a desprendre's del valorat *deutschemark*. Així, el SEBC s'organitza entorn d'un nucli que es troba a Frankfurt, si bé no és un banc centralitzat sinó que té una estructura de tipus *federal*. En tot cas, el BCE és la institució central del Sistema, ja que els bancs centrals nacionals, malgrat que conserven la seva pròpia personalitat jurídica, estan obligats a executar la política monetària dictada des de Frankfurt així com la resta d'obligacions derivades dels Estatuts.

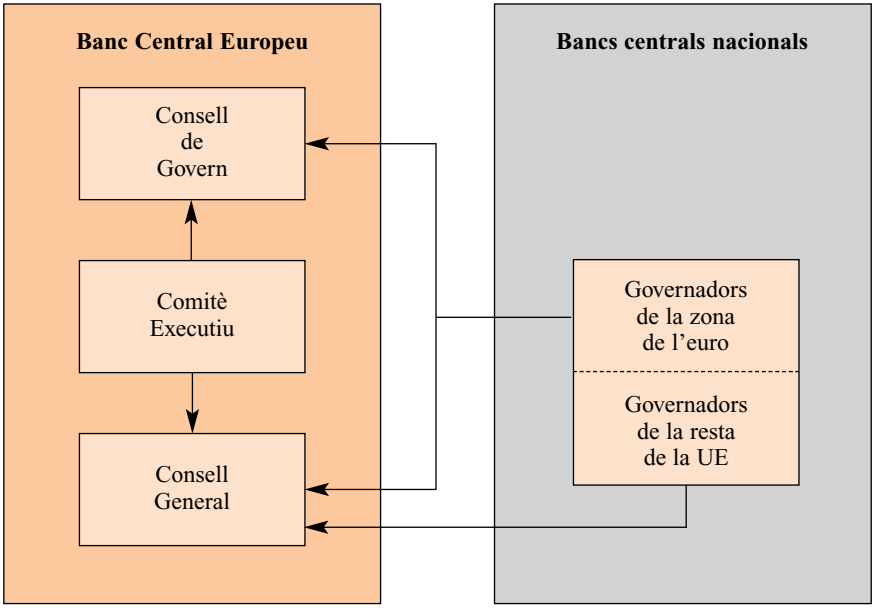
L'estructura federal del SEBC té similituds amb el model descentralitzat del Bundesbank, el banc central alemany, basat en els *Landeszentralbanken*, bancs regionals, i també amb l'organització de la *Reserva Federal* d'Estats Units, que comprèn dotze bancs de reserva regionals.

El SEBC està dirigit pel *Consell de Govern* i pel *Comitè Executiu* del BCE. El *Consell de Govern* es compon de tots els membres del Comitè Executiu i dels governadors dels bancs centrals nacionals dels estats membres que han adoptat l'euro. Aquests governadors, d'acord amb el Tractat, no han d'actuar com a representants dels seus respectius estats, sinó que s'han de comportar amb completa independència. D'aquesta manera, cap institució pot donar instruccions als governadors com a executors de les tasques encomanades al SEBC.

El *Comitè Executiu* es compon del President, el Vicepresident i, com a màxim, quatre membres més, nomenats de comú acord pels caps d'estat o de govern dels estats membres que participen en l'euro. El mandat dels membres del Comitè Executiu, personalitats de prestigi reconegut i amb experiència professional en assumptes monetaris o bancaris, és de vuit anys i no es pot renovar. En general, les decisions, tant del Consell de Govern com del Comitè Executiu, es prenen per majoria simple i en cas d'empat el vot del President és decisiu (vot de qualitat).

Gràfic 3.1

ELS ÒRGANS DEL SEBC



Font: Banc Central Europeu.

Podem assenyalar que el Tractat de Niça de 26 de febrer del 2001, i que fins a l'actualitat no ha entrat en vigor, introdueix la possibilitat de modificar els procediments de votació del Consell de Govern del BCE sobre la base d'una decisió del Consell de Ministres, reunit en la formació de caps d'estat i de govern, per unanimitat, sense necessitat de convocar una Conferència Intergovernamental. L'objectiu d'aquesta disposició del Tractat de Niça és facilitar l'adequació del Consell de Govern amb vista a una futura ampliació de la zona de l'euro al nombrós grup dels països candidats de l'est d'Europa.

El tercer òrgan rector del SEBC és el *Consell General* i té un caràcter transitori, ja que funciona únicament quan hi ha estats membres que no s'han adherit a l'euro. Està format pel President, el Vicepresident i els governadors de tots els bancs centrals nacionals de la UE. El Consell General és respon-

Quadre 3.1

EL CONSELL DE GOVERN

Willem F. Duisenberg	President del BCE
Christian Noyer	Vicepresident del BCE
Eugenio Domingo Solans	Membre del Comitè Executiu del BCE
Sirkka Hämäläinen	Membre del Comitè Executiu del BCE
Otmar Issing	Membre del Comitè Executiu del BCE
Tommaso Padoa-Schioppa	Membre del Comitè Executiu del BCE
Jaime Caruana	Governador del Banc d'Espanya
Vítor Constâncio	Governador del Banco de Portugal
Antonio Fazio	Governador de la Banca d'Italia
Klaus Liebscher	Governador de l'Oesterreichische Nationalbank
Yves Mersch	Governador de la Banque Centrale du Luxembourg
Maurice O'Connell	Governador del Central Bank of Ireland
Lucas D. Papademos	Governador del Banc de Grècia
Guy Quaden	Governador del National Bank van België / Banque Nationale de Belgique
Jean-Claude Trichet	Governador de la Banque de France
Matti Vanhala	Governador del Suomen Pankki
Nout Wellink	President del De Nederlandsche Bank
Ernst Welteke	President del Deutsche Bundesbank

Font: Banc Central Europeu.

sable de tasques bàsicament consultives, d'informació i de preparació per a l'accés a la tercera fase de la UEM.

El nombre de membres del Consell de Govern del BCE, divuit en l'actualitat, és molt superior als dotze del Comitè de Mercat Obert de la Reserva Federal dels Estats Units. En aquest sentit, alguns crítics han argumentat que el nombre de components del Consell de Govern del BCE és massa elevat per permetre la discussió i la presa de decisions efectives. En canvi, alguns membres del Consell de Govern consideren que ni que, amb l'expansió prevista de la UE, s'ampliés fins a 25 components no hi hauria cap problema.

Se suposa que els membres del Consell de Govern del BCE actuen d'acord amb una visió general de l'àrea de l'euro en comptes de defensar els interessos nacionals. No obstant això, s'ha especulat que la defensa dels interessos del conjunt de l'àrea de l'euro és més assumible pel Consell Executiu

Quadre 3.2

BANCS CENTRALS COMPARATS

	Estats Units	Alemanya	Zona de l'euro
Banc Central	Federal Reserve System (Fed).	Deutsche Bundesbank.	Sistema Europeu de Bancs Centrals (SEBC).
Objectiu	Ocupació plena i estabilitat de preus.	Estabilitat de la moneda.	Estabilitat de preus.
Decisions de política monetària	Federal Open Market Committee (FOMC): 7 governadors del Consell de Governadors de la Reserva Federal i 5 (dels 12) presidents de bancs centrals regionals.	Consell del Banc Central: 8 membres del Directori i els 9 presidents dels bancs centrals regionals.	Consell de Govern: 6 membres del Comitè Executiu del BCE i 12(*) governadors de bancs centrals nacionals (BCN).
Vot	Majoria simple.	Majoria simple, vot de qualitat del president.	Majoria simple, vot de qualitat del president.
Freqüència de les reunions	8 vegades l'any.	Quinzenal.	Quinzenal.
Mandat	Governadors: 14 anys, renovables; president i vicepresident: 4 anys renovables; presidents de bancs centrals: indefinit.	Tots: 8 anys renovables.	Comitè Executiu: 8 anys no renovables; governadors de bancs centrals nacionals: mínim 5 anys renovables.
Independència	La Reserva Federal és independent de l'executiu i del legislatiu. Cap representant del govern o del legislatiu pot assistir a les reunions del FOMC.	No està obligat a acceptar instruccions del govern. Els membres del govern federal poden assistir a les reunions del Consell, sense vot. El govern pot ajornar una decisió del Consell fins a dues setmanes.	Ni el BCE ni els BCN poden admetre instruccions dels governs ni de les institucions comunitàries. El president de l'ECOFIN i un membre de la Comissió poden assistir al Consell del Govern, sense vot.

Nota: (*)Tants com estats adherits a l'euro.
Fonts: J.P. Morgan i elaboració pròpia.

que pels governadors dels bancs centrals nacionals. Des d'aquest punt de vista, s'argumenta que amb la composició actual del Consell de Govern, dotze governadors nacionals enfront dels sis membres del Comitè Executiu, el poder s'inclina pels primers, cosa que podria conduir al predomini dels interessos nacionals. Això s'ha contraposat a l'estructura del Comitè de Mercat

Obert de la Reserva Federal dels Estats Units, el nucli dels qual està compost per vuit membres i a més té com a components quatre governadors rotatoris dels bancs regionals. En aquest esquema, els governadors regionals tenen un pes substancialment menor.

Un altre aspecte que ha reforçat aquest punt de vista és que s'ha acordat que les reunions del Consell de Govern tinguin lloc cada quinze dies, quan els estatuts del BCE només exigeixen que es reuneixi deu vegades l'any. D'aquesta forma, l'*autonomia* del Comitè Executiu, entre reunions, es retalla considerablement.

Alguns observadors creuen que l'estructura del Consell de Govern porta, a causa dels conflictes d'interessos nacionals, a la inèrcia en la formulació de la política monetària.

3.2. Funció de cada institució i òrgan de govern

D'acord amb el Tractat, les funcions bàsiques que es porten a terme a través del SEBC són les següents:

• Definir i executar la política monetària de la Comunitat.

• Fer operacions de canvi de divises coherents amb la política de tipus de canvi definida pel Consell de Ministres.

• Posseir i gestionar les reserves oficials de divises dels estats membres.

• Promoure el bon funcionament dels sistemes de pagaments.

El BCE té el dret exclusiu d'autoritzar l'emissió de bitllets de banc en la Comunitat. El BCE i els bancs centrals nacionals, seguint instruccions del BCE, poden emetre bitllets, que són els únics bitllets de curs legal en la Comunitat. Els estats membres poden fer emissions de moneda metàl·lica amb la necessària aprovació del BCE pel que fa al volum d'emissió.

El *Consell de Govern* del BCE defineix la política monetària de la UEM. Això inclou la formulació de l'estratègia, l'elecció dels instruments i la fixació dels tipus d'interès. El principi bàsic del govern de la política monetària del BCE, establert en els estatuts del SEBC i del BCE, és el d'un

vot per membre. D'acord amb els estatuts del BCE, una majoria simple és suficient per prendre decisions de política monetària, encara que almenys en els primers anys ha estat usual el consens. D'altra banda, aquesta política és executada pel BCE i pels bancs centrals nacionals.

En la primera reunió del Consell de Govern, de novembre del 2001, el President del BCE va informar que a partir d'aleshores, com a norma, només s'analitzaria la posició de la política monetària del banc central en la primera reunió del mes. Conseqüentment, les decisions sobre els tipus d'interès normalment només es prenen en aquestes ocasions. Les segones reunions del mes es reserven per a altres tasques i responsabilitats del BCE i de l'Eurosistema, i després d'aquestes reunions ja no hi ha nota de premsa sobre les decisions de política monetària del BCE. No obstant això, si les circumstàncies ho requerissin, el Consell de Govern podria decidir canviar els tipus d'interès de referència del BCE en qualsevol moment. De fet, el 17 de setembre del 2001 ja hi va haver una convocatòria d'emergència d'aquest òrgan al marge de l'agenda anunciada prèviament.

L'execució de qualsevol política monetària ha de tenir molt en compte la política fiscal que es fa en un país. Ara bé, en el cas de la zona de l'euro, el Pressupost General comunitari és molt petit en relació amb les despeses dels governs nacionals o regionals. Per això, en l'àrea de l'euro, les autoritats monetàries s'han de relacionar com a mínim amb dotze autoritats fiscals independents. Però la independència té uns límits que el Tractat defineix des del moment en què obliga els estats a considerar les seves polítiques econòmiques com una qüestió d'interès comú. En concret, s'obliga a evitar els dèficits públics excessius que poguessin posar en risc l'estabilitat monetària, i s'estableixen mecanismes de disciplina pressupostària. En els capítols X i XI es detallen aquests aspectes complementaris però decisius de la política monetària.

La principal missió del *Comitè Executiu* del BCE és executar les decisions preses pel Consell de Govern. A més, inicia i prepara aquestes decisions. Però el Consell de Govern també pot decidir sobre propostes fetes pels governadors dels bancs centrals nacionals.

S'ha demanat el predomini del Comitè Executiu en el si del Consell de Govern del BCE, i això implicaria una política monetària més centralitza-

da a fi de compensar un poder fiscal i polític molt descentralitzats en la UEM. Una reforma proposada és que no tots els bancs centrals que formen part de l'Eurosistema tinguin vot en el Consell de Govern, i s'estableix una rotació de pertinença al Consell. No obstant això, hi ha raons en favor de la representació de tots els estats membres en el Consell de Govern, ja que hi ha diferències en els sistemes financers que s'haurien de tenir en compte en la discussió de la política monetària. Com s'ha dit més amunt, el Tractat de Niça apunta la via de canviar el procediment de vot en el Consell de Govern.

De vegades, diversos observadors han proposat una reducció del nombre de membres del Consell de Govern per evitar l'expressió pública d'opinions de política monetària divergents. No obstant això, és dubtós que això s'aconseguís, ja que fins i tot en comitès monetaris petits, de tant en tant se senten veus discordants i no donen senyals clars als mercats financers. En qualsevol cas, una modificació del principi que cada banc central d'un estat membre té un representant en el Consell de Govern del BCE exigiria una revisió del Tractat.

Alguns analistes han afirmat que l'execució de la política monetària de forma descentralitzada pot produir problemes. Amb l'excepció de les intervencions en els mercats de canvis, totes les operacions monetàries s'han de compensar a través dels bancs centrals nacionals. Aquests bancs concedeixen crèdit a la banca, però sempre amb una garantia de valors. Hi ha dues classes de valors de garantia, els actius de la primera classe, vàlids per a tota la zona de l'euro, i els actius de la segona classe, que seleccionen els bancs centrals nacionals i s'utilitzen només en alguns països. S'ha criticat que l'ús d'aquests actius no contribueix a una integració del mercat monetari de l'euro.

En el SEBC algunes funcions són efectuades pel BCE i els bancs centrals nacionals, com el manteniment de reserves exteriors. D'altres són dutes a terme o bé pel BCE o bé pels bancs centrals nacionals. Aquests últims poden fer tasques que poden interferir en la política monetària. Així, si actuessin com a prestadors d'última instància com a garants de l'estabilitat del sistema financer, podrien afectar l'oferta monetària de l'àrea de l'euro. Seria necessària una majoria de dos terços en el Consell de Govern per declarar algunes funcions incompatibles amb els objectius i les tasques del SEBC.

D'altra banda, el BCE no té responsabilitats en matèria de supervisió bancària, com sí que la tenen alguns bancs centrals de la zona de l'euro, si bé el Consell li pot delegar funcions específiques en la matèria.

3.3. Les persones

Per al càrrec de President del BCE, una de les persones més poderoses de la UEM, es va nomenar l'holandès *Willem F. Duisenberg*, el maig de 1998. La durada del càrrec és de vuit anys. Ara bé, aquest nomenament no va estar exempt de controvèrsia, ja que va tenir l'oposició de França, que presentava la candidatura del governador del Banc de França, Jean-Claude Trichet. Així, en les tertúlies polítiques es va assegurar que hi havia el compromís no escrit per part de Duisenberg de cedir el càrrec al candidat francès al cap de quatre anys de mandat. De fet, Wim Duisenberg va declarar que no acabaria el seu mandat de vuit anys, però que planejava continuar en el càrrec almenys fins a la introducció dels bitllets i monedes en euros. Últimament els problemes judicials del Sr. Trichet podrien complicar aquesta successió anticipada, motiu pel qual subsisteix la incertesa en relació amb el compliment del mandat de l'actual President del BCE, el qual va manifestar, l'octubre del 2001, que descartava deixar el càrrec abans del termini d'un any.

El nomenament de Vicepresident del BCE va recaure en el francès Christian Noyer. La resta del Comitè Executiu està format per l'espanyol Eugenio Domingo Solans, per la finlandesa Sirkka Hämäläinen, per l'alemany Otmar Issing i per l'italià Tommaso Padoa-Schioppa.

El nombre d'empleats del BCE és relativament petit comparat amb el dels bancs centrals nacionals. A finals de l'any 2000 el BCE tenia 941 empleats provinents dels 15 estats membres de la UE. La creació del BCE no ha comportat una reducció apreciable de les plantilles dels bancs centrals nacionals. En algun cas fins i tot havien experimentat increments. Això s'explica perquè no totes les funcions han estat transferides al BCE, els bancs nacionals continuen analitzant les seves respectives economies i a més els bancs centrals nacionals han hagut d'assumir funcions de coordinació amb la resta de bancs i amb el BCE.

El nombre d'operadors en els mercats financers del BCE és petit, uns 15 al principi del 2001, mentre que la majoria de l'Eurosistema està en els bancs centrals nacionals, com es va posar de manifest en la intervenció per donar suport a l'euro el setembre del 2000.

Quadre 3.3

NOMBRE D'EMPLEATS DELS BANCS CENTRALS DE LA ZONA DE L'EURO

	31-12-98	31-12-99	31-12-00
Alemanya	15.891	15.905	15.911
França(1)	16.009	15.614	15.205
Itàlia(2)	8.914	8.802	8.639
Grècia	3.175	3.207	n.d.
Espanya	3.172	3.148	n.d.
Bèlgica(1)	2.518	2.445	2.406
Portugal	1.828	1.826	1.832
Països Baixos(1)	1.624	1.632	1.658
BCE	**534**	**732**	**941**
Àustria(2)	1.050	946	938
Finlàndia	783	786	768
Irlanda(1)	639	668	707
Luxemburg	130	152	165

Notes: (1) Nombre equivalent de llocs de treball a jornada completa.
(2) Nombre mitjà d'empleats.
n.d.: No disponible.
Fonts: Publicacions dels bancs centrals.

D'altra banda, el BCE depèn dels seus bancs centrals subsidiaris pel que fa als ingressos. Així, els governadors dels bancs centrals nacionals aproven les propostes de personal del Comitè Executiu, que no té dret de vot en assumptes de pressupost. Els beneficis del senyoratge, és a dir, els que provenen de l'emissió de bitllets, van a parar directament als bancs centrals nacionals fins que circulin les monedes i bitllets en euros. Alguns crítics han assenyalat que les limitacions pressupostàries del BCE poden convenir a alguns bancs centrals nacionals en la mesura que faciliten que aquests puguin mantenir les seves funcions i privilegis tant temps com sigui possible.

3.4. Transparència i rendició de comptes

A un banc central que té per objectiu primordial l'estabilitat de preus, i que exclou fer una política activa de suport al creixement econòmic, li convé una política transparent perquè els participants en els mercats puguin interpretar les seves accions. Així, la transparència augmenta la credibilitat del banc central, particularment si no té una reputació antiinflacionista fermament establerta.

Canvis inesperats dels tipus d'interès poden provocar una redistribució significativa de la riquesa entre deutors i creditors. Un banc central independent que no té per finalitat la redistribució de la renda ha d'evitar que hi hagi grups que tinguin més informació que la resta pel que fa a les seves accions.

El BCE considera que una comunicació eficaç i un alt grau de transparència són dues vies per incrementar la confiança dels mercats financers i del públic en general. Per això, la política de comunicació del BCE sobrepassa les exigències legals.

Els estatuts del SEBC i del BCE imposen certes obligacions legals a la política informativa. Així, se li exigeix que publiqui un informe sobre les activitats del SEBC com a mínim una vegada al trimestre, i que presenti un informe anual sobre aquestes activitats i sobre la política monetària del BCE. A més, el BCE ha de publicar cada setmana un estat financer consolidat de l'Eurosistema. A part de complir aquests requisits jurídics, el BCE publica un Butlletí Mensual i celebra conferències de premsa regularment. Normalment es convoquen immediatament després de la primera reunió mensual del Consell de Govern i van a càrrec del President i del Vicepresident del BCE. Addicionalment, els instruments i actes jurídics aprovats pels òrgans rectors del BCE es posen a la disposició del públic en general.

A més, entre altres instruments de comunicació, el BCE emet notes de premsa periòdiques sobre les decisions de política monetària. També publica notes de premsa específiques sobre altres temes de la seva competència. Com s'ha comentat en el capítol anterior, a partir del desembre del 2000, el BCE ha acordat publicar les projeccions macroeconòmiques dels seus analistes, mesura que s'havia reclamat per augmentar la transparència del BCE.

D'altra banda, el BCE i els bancs centrals nacionals tenen com a objectiu que la informació que s'ofereix al públic sigui coherent en tota l'àrea de l'euro, que tant els països com els mitjans de comunicació rebin un tracte equitatiu i no discriminatori, i que la informació es faciliti puntualment. La diversitat de cultures dins de la zona de l'euro complica la política de comunicació fins al punt que, de vegades, un mateix missatge es pot entendre de maneres diferents segons els països.

Si bé el BCE té un objectiu en l'àmbit de la zona de l'euro, els governadors dels bancs centrals nacionals són nomenats mitjançant procediments nacionals, a diferència dels membres del Comitè Executiu, i per això apareix una asimetria. La solució que s'ha trobat és que la responsabilitat recaigui en el Consell en conjunt, no individualment. Per això, i per limitar la possibilitat de pressions nacionals o d'altre tipus, la publicació de les actes detallades i dels vots de les reunions del Consell de Govern del BCE està prohibida pel Tractat. Només es poden fer públics els resultats de les deliberacions. Així, no és possible conèixer les diferents posicions defensades pels respectius membres ni conèixer de prop com aquests membres entenen l'aplicació de l'estratègia marcada per la institució. En aquest punt segueix la tradició del banc central alemany.

Han aparegut moltes crítiques en el sentit que la no publicació de les actes constitueix una falta de transparència. El juliol del 2001 el Parlament Europeu va aprovar una resolució a favor que el BCE publiqués un resum de les diferents posicions aparegudes en les reunions sobre política monetària, que es procedís a una votació al final de les reunions i que se'n publiqués el resultat, si bé de manera anònima. D'altra banda, s'ha argumentat que si s'obligués a publicar les actes, potser la discussió es traslladaria a reunions informals i que les actes només reflectirien un consens acordat prèviament, que ocultaria la discussió. A més, s'ha sostingut que si bé amb la publicació de les actes detallades augmentaria la transparència, potser no augmentaria la claredat, ja que si es revelen les divergències produïdes durant un debat es podria crear confusió.

A través de discursos públics i de les entrevistes, els membres del Comitè Executiu difonen els seus missatges a un públic molt ampli en tota la zona de l'euro. A més, el BCE publica informes especialitzats, documents de

Quadre 3.4

CRITERIS DE TRANSPARÈNCIA I RENDICIÓ DE COMPTES DELS PRINCIPALS BANCS CENTRALS

	BCE	Reserva Federal dels Estats Units	Banc del Japó
Objectius			
Especificació d'un objectiu primordial	Estabilitat de preus	No	Estabilitat de preus
Quantificació de l'objectiu primordial	Menys del 2% a mitjà termini	No	No
Estratègia			
Definició	Dos pilars	No	No
Anunci d'indicadors preponderants	Valor de referència per al creixement d'M3	Bandes per al creixement de la quantitat de diners i crèdit	No
Anunci de la variable instrumental	Tipus d'interès interbancari a molt curt termini	Nivell objectiu del tipus d'interès dels fons federals	Actius de caixa perquè el tipus interbancari diari s'acosti al 0% mentre hi hagi inflació
Publicació de previsions d'inflació	Projeccions	Sí	No
Publicació dels models macroeconomètrics	Alguns	Sí	No
Indicacions sobre mesures futures	De vegades	Avaluació de riscos	No
Rendició de comptes			
Compareixences al Parlament	Com a mínim, trimestralment	Com a mínim 2 l'any	Com a mínim 2 l'any
Informes públics	Mensual	Mensual	Mensual
Participació de representants del govern en reunions de l'òrgan del banc central (com a observadors)	President de l'ECOFIN i Comissió	No	Ministre de Finances i de l'Agència de Planificació Econòmica
Publicació resum de les actes	No	Set setmanes després	Un mes després
Publicació actes detallades	No	Cinc anys després	–
Conferències de premsa	Mensual	No	Mensual

Fonts: BCE, Reserva Federal dels Estats Units, Banc del Japó i elaboració pròpia.

treball i fullets dirigits a grups de destinataris diferents, des d'especialistes en diferents camps fins al públic en general. Així mateix, també s'han fet públics alguns dels models economètrics utilitzats pel BCE. Igualment, organitza conferències acadèmiques.

Per comunicar informació en temps real als operadors dels mercats financers, el BCE utilitza la transmissió d'informació per mitjans electrònics a través de les xarxes de tres agències d'informació. El BCE també rep grups de visitants en la seva seu gairebé diàriament. Finalment, però no menys important, el BCE concentra en la seva adreça d'internet **(www.ecb.int)** pràcticament tots aquests instruments de la política de comunicació, que estan disponibles en les onze llengües oficials de la Comunitat. A més, el BCE ofereix línies directes de correu electrònic per respondre consultes.

En aquesta política de comunicació, i tenint en compte l'estructura descentralitzada del SEBC, els bancs centrals nacionals tenen un paper essencial. A aquesta tasca contribueixen, sobretot, amb el seu coneixement dels grups de destinataris regionals i nacionals.

En una societat democràtica, els bancs centrals independents, com les altres institucions responsables de polítiques econòmiques, han d'explicar les seves decisions i retre comptes davant el públic i els seus representants, legalment elegits, dels resultats d'aquestes decisions. Així, el BCE rendeix comptes davant el Parlament Europeu, el Consell Europeu, el Consell de la UE i la Comissió Europea, però en un sentit ampli també davant el públic en general. El President del BCE compareix almenys una vegada al trimestre davant la Comissió d'Assumptes Econòmics i Monetaris del Parlament Europeu. Les actes d'aquestes audiències tenen una àmplia publicitat a través dels mitjans de comunicació de tota Europa.

3.5. Independència o aïllament?

El Tractat concedeix al BCE un elevat grau d'independència en comparació amb altres bancs centrals. El conflicte creat quan es va nomenar com a President del BCE el Sr. Duisenberg, en la cimera del mes de maig de 1998, va posar en qüestió el grau d'independència real que finalment podria tenir la

institució monetària. Algun altre enfrontament posterior, com el produït amb el ministre alemany de finances Lafontaine per la qüestió del tipus de canvi a principis de 1999, tampoc no va contribuir a reforçar la imatge d'independència.

També des de certs àmbits s'ha criticat l'excessiu pes que suposadament té la situació econòmica alemanya en l'actuació de l'autoritat monetària. Segons aquestes crítiques, la baixada del tipus d'interès de referència de la primera part de 1999 respondria més a la deprimida situació econòmica alemanya que a la registrada en el conjunt de la zona de l'euro, en la qual es donava un creixement molt intens en algunes economies perifèriques i on ja es manifestaven alguns senyals d'inflació. Es tracta de polèmiques molt difícils de fonamentar, ja que el marge d'actuació de la política monetària és ampli i no és possible accedir al contingut de les discussions dins del Consell de Govern. L'opacitat informativa sobre les decisions d'aquest òrgan tampoc permet conèixer el grau de biaix nacionalista que aporten els governadors de l'Eurosistema, que estaria en contra de la suposada neutralitat nacional que han d'assumir a l'hora de prendre les decisions de l'eurozona.

Els estatuts del SEBC i del BCE designen el Tribunal de Justícia de les Comunitats Europees com a únic òrgan de control jurisdiccional dels actes adoptats en el marc de l'activitat del SEBC. Tant els actes com les omissions del BCE estan subjectes a la revisió i a la interpretació del Tribunal de Justícia. Aquest últim pot revocar el nomenament d'un membre del Comitè Executiu cas que s'estimi que ha deixat de reunir els requisits necessaris per a la seva funció o que s'observi una falta greu de conducta. D'altra banda, el Consell de Ministres d'Economia i Finances, o ECOFIN, té poder legislatiu sobre un instrument de política monetària com són les reserves mínimes que les entitats de crèdit han de mantenir en comptes del BCE, si bé és cert que es tracta d'un instrument de caràcter una mica marginal. D'altra banda, l'ECOFIN pot canviar alguns punts –que no afecten directament la política monetària– dels estatuts del BCE basant-se en una recomanació del mateix BCE o en una proposta de la Comissió, només amb el consentiment del Parlament Europeu.

En definitiva, el grau d'autonomia del SEBC és certament molt alt. Un perill d'aquesta independència estaria en què podria allunyar els membres

dels òrgans directius de la realitat. No obstant això, es pot destacar que en la pràctica hi ha un grau elevat de relació entre les diferents institucions i governs. Hi ha una àmplia varietat de camins pels quals discorre la informació, no tan sols entre les institucions comunitàries sinó també entre aquestes institucions i els estats nacionals. Per exemple, a les reunions de l'Eurogrup (Consell ECOFIN restringit, del qual formen part únicament els ministres econòmics dels estats de la zona de l'euro), hi assisteix regularment un representant de la Comissió i el President del BCE –o un representant seu– i d'aquesta manera es discuteixen els problemes comuns i s'intercanvien punts de vista. Les reunions de l'Eurogrup es fan cada mes i, normalment, abans de les reunions de l'ECOFIN. En el dinar dels ministres del Consell ECOFIN, el ministre president de l'Eurogrup sol informar els seus col·legues no membres del que s'ha debatut en l'Eurogrup. D'altra banda, a les reunions del Consell de Govern del BCE, hi assisteixen, amb veu però sense vot, el President de l'ECOFIN i un membre de la Comissió Europea (normalment el Comissari d'Afers Econòmics i Monetaris).

Un òrgan bàsic en l'esquema de coordinació no tan sols de la política monetària sinó també de la política de tipus de canvi i de la política econòmica en general, és el *Comitè Econòmic i Financer*. Aquest Comitè va substituir l'antic Comitè Monetari, que va tenir un paper molt actiu en el funcionament del Sistema Monetari Europeu i en la liberalització dels moviments de capital. Es tracta d'un organisme de naturalesa consultiva que prepara les reunions de l'ECOFIN i de l'Eurogrup i que està compost per representants dels estats membres, de la Comissió i del BCE, cadascun dels quals designa dos membres. El Tractat encarrega a aquest Comitè la funció de col·laborar en la preparació dels treballs del Consell en matèries monetàries, financeres, moviment de capitals i llibertat de pagaments.

Finalment, una altra línia de crítiques que s'ha dirigit al disseny de la institució monetària central és que la converteix en un ens llunyà i tecnocràtic. Tant els membres del Comitè Executiu com els governadors dels bancs centrals són elegits pels governs, i les disposicions del Tractat pel que fa al control de l'activitat del BCE són molt escasses. Per tant, hi hauria un risc de *dèficit democràtic* tant per la forma d'adoptar decisions com per la impossibilitat que les autoritats polítiques democràticament elegides puguin revocar-

les. L'estatut d'independència que protegeix l'actuació dels òrgans de govern té el risc d'allunyar-los de l'opinió pública, si bé, com s'ha vist en la pràctica, el BCE s'ha esforçat per aturar aquest perill. Que no sigui possible conèixer les posicions defensades pels respectius bancs centrals no permet una fluïdesa de comunicació entre aquests últims i els agents econòmics nacionals que transmeti els impulsos que es troben en l'economia del dia a dia.

Resum

La política monetària única la defineix i executa el Sistema Europeu de Bancs Centrals, que es compon del Banc Central Europeu i dels bancs centrals nacionals de la Unió Europea. El BCE és la institució principal de la política monetària, ja que els seus òrgans de govern són els que dirigeixen el SEBC. Així, el Consell de Govern formula la política monetària mentre que el Comitè Executiu la posa en pràctica, i els bancs centrals nacionals l'executen. El BCE s'ha esforçat a desenvolupar una política de comunicació eficaç i un grau alt de transparència amb la finalitat que els mercats financers i el públic en general puguin interpretar les seves accions i assegurar-ne la credibilitat. La independència o autonomia del BCE en el seu àmbit d'actuació és molt elevada i de vegades s'ha assenyalat la falta de control democràtic que comporta l'actual esquema monetari de la UEM.

IV. Des de Frankfurt amb amor

Com ha afirmat el Banc de Pagaments Internacionals, no hi ha pràcticament antecedents històrics que a un banc central de nova creació se li encarregui de sobte la gestió de la política monetària d'una zona de grans dimensions, subjecta a canvis ràpids i econòmicament diversa. Però aquest va ser el mandat que va rebre el Banc Central Europeu: posar en marxa la política monetària de l'euro. Fins ara hem vist el plantejament estratègic d'aquesta política, les institucions que l'han d'aplicar i les persones que en són responsables. És hora de passar a l'operativa específica que fa de l'euro la moneda comuna de la Unió Europea.

4.1. L'aplicació de la política monetària única

La tasca preparatòria desenvolupada per l'Institut Monetari Europeu, antecessor de l'actual BCE, va tenir una importància cabdal i va crear una base d'actuació que va ser ben aprofitada pel BCE. L'aplicació de l'*estratègia de política monetària* definida pel SEBC, que s'explica en l'apartat segon d'aquest capítol, es basa en el control de la variable operativa, és a dir, dels tipus d'interès a molt curt termini. Per a això es va dissenyar un joc d'instruments que en permetés un control eficient i que alhora fossin compatibles amb la realització descentralitzada de la política monetària, l'actuació dels bancs centrals nacionals en els seus mercats respectius.

Els estatuts del SEBC exigeixen que totes les operacions del crèdit de l'Eurosistema es facin amb actius de garantia apropiats (col·laterals). L'Eurosistema ha fixat una sèrie de requisits als actius de garantia perquè puguin ser seleccionats en les seves operacions de política monetària; i se'n distingeixen dues categories: els actius de la llista *u* i els de la llista *dos*. Els col·laterals de la llista *u* són actius de renda fixa, pública i privada, que compleixen els criteris de selecció determinats pel BCE per al conjunt de la zona de l'euro. Els instruments de la llista *dos* són actius negociables i no negociables que són de particular importància per als diferents mercats financers nacionals, i els criteris de selecció dels quals són determinats pels bancs centrals nacionals d'acord amb uns requisits mínims establerts pel BCE. Tots dos tipus d'actius es poden utilitzar en les diferents classes d'operacions de política monetària de l'Eurosistema. De totes maneres, l'ús transfronterer dels actius de la llista *dos* no és important.

Perquè fos possible la política monetària única descentralitzada es va haver de posar en marxa un sistema de grans pagaments a través dels països de la Unió Europea que facilités la redistribució de la liquiditat injectada pel BCE. Es va optar pel sistema denominat TARGET, acrònim anglès de *Sistema Automatitzat Transeuropeu de Transferència Urgent per a la Liquidació Bruta en Temps Real*. A més, amb ell també es va planejar millorar la solvència i l'eficiència dels pagaments transfronterers en euros dins de la UE.

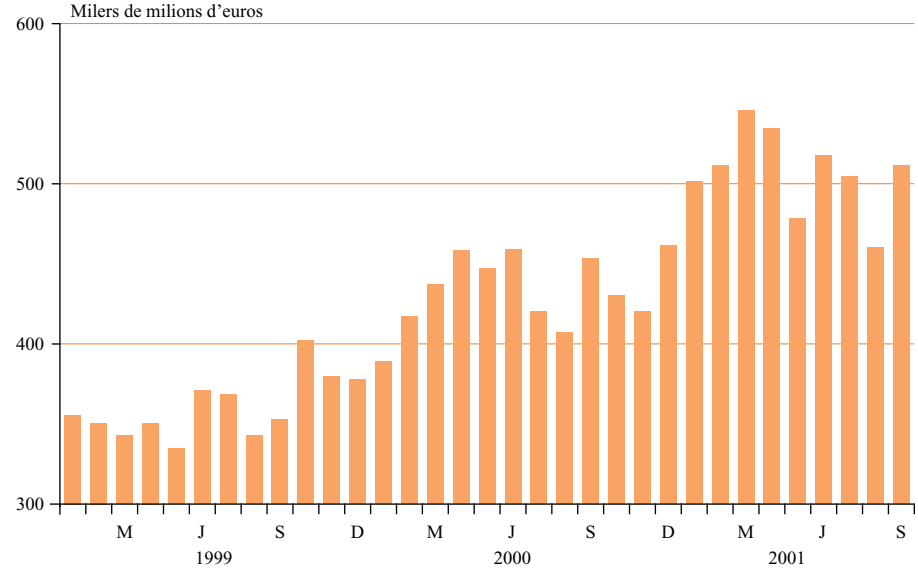
El sistema TARGET interconnecta els sistemes de pagaments dels països de la UE estructurats entorn dels bancs centrals nacionals. El TARGET és un sistema de liquidació bruta en temps real, és a dir, cada pagament es liquida de forma individual i amb fermesa immediata, una vegada el pagament ha estat comunicat, sempre que l'entitat disposi de saldo suficient o de les garanties de crèdit corresponents.

L'operativa del sistema TARGET, després d'un primer període amb alguns problemes tècnics i d'adaptació per part de les entitats, ha tingut un èxit notable. TARGET ha processat un gran nombre d'importants pagaments amb temps de transmissió reduïts. A part dels dissabtes i diumenges, l'any 1999, TARGET només va tancar el dia de Cap d'Any, el dia de Nadal i, excepcionalment, per augmentar la seguretat de la transició a l'any 2000, el

Gràfic 4.1

TARGET: VALOR DE LES TRANSACCIONS TRANSFRONTERERES

Mitjanes diàries



Font: Banc Central Europeu.

dia 31 de desembre. Posteriorment, es va decidir que TARGET tanqués el dia de Cap d'Any, el Divendres Sant, el Dilluns de Pasqua, l'1 de maig, el dia de Nadal i el 26 de desembre, tenint en compte que aquests dies assenyalats l'activitat era baixa. De manera extraordinària, TARGET no operarà el 31 de desembre del 2001, a fi de facilitar la conversió a l'euro per part dels sistemes de pagaments al detall i de les entitats de crèdit.

4.2. Operativa

El BCE compta amb tres grups d'instruments per a l'aplicació de la política monetària: les operacions de mercat obert, dues facilitats permanents (una de crèdit i una de dipòsit) i un coeficient de reserves mínimes.

Quadre 4.1

INSTRUMENTS DE POLÍTICA MONETÀRIA DE L'EUROSISTEMA

Operacions de política monetària	Injecció de liquiditat	Absorció de liquiditat	Venciment	Periodicitat	Procediment
Operacions de mercat obert					
Operacions principals de finançament	• Operacions temporals («repos»)		• Dues setmanes	• Setmanal	• Subhastes estàndard
Operacions de finançament a termini més llarg	• Operacions temporals («repos»)		• Tres mesos	• Mensual	• Subhastes estàndard
Operacions d'ajustament	• Operacions temporals («repos») • «Swaps» de divises	• Operacions temporals («repos») • «Swaps» de divises • Dipòsits a termini fix	• Sense normalitzar	• No regular	• Subhastes ràpides • Procediments bilaterals
	• Compres simples	• Vendes simples	• Normalitzat	• No regular	• Procediments bilaterals
Operacions estructurals	• Operacions temporals («repos»)	• Emissió de certificats de deute del BCE	• Normalitzat / sense normalitzar	• Regulars i no regulars	• Subhastes estàndard
	• Compres simples	• Vendes simples		• No regular	• Procediments bilaterals
Facilitats permanents					
Crèdit	• Operacions temporals («repos»)		• Diària		• Accés a petició de les contraparts
Dipòsit		• Dipòsits	• Diària		• Accés a petició de les contraparts
Reserves mínimes					
				• Mensual	• Obligació de mantenir uns saldos líquids mínims

Fonts: BCE i elaboració pròpia.

Les *operacions de mercat obert* tenen com a objectiu principal regular la liquiditat del sistema financer i conduir els tipus d'interès. S'han previst quatre classes d'operacions: les operacions principals de finançament, les operacions de finançament a termini més llarg, les operacions d'ajustament i les operacions estructurals.

Les *operacions principals de finançament* són l'instrument més important destinat a injectar liquiditat en el sistema. Adopten la forma de compravendes temporals d'actius i de préstecs garantits. S'efectuen mitjançant subhastes setmanals i a un venciment de dues setmanes. El tipus d'interès d'aquestes operacions és la referència clau de la política monetària. L'any 2000 aquestes operacions van proporcionar el 74% de la liquiditat injectada mitjançant les operacions regulars de mercat obert.

En un principi les operacions de finançament més importants van adoptar el model seguit pel banc central alemany i es van fer a un tipus fix anunciat prèviament pel BCE. La instrumentació de les subhastes a través de pactes de recompra de valors de deute prèviament establerts com de garantia representava una discriminació per als bancs dels països amb menor quantitat de col·lateral exigible, cosa que els va obligar a titularitzar part de les seves carteres de crèdits, és a dir, a convertir-les en títols de renda fixa negociable. El problema s'agreujava perquè la demanda de fons excedia la quantitat que el BCE estava disposat a atorgar i això conduïa a un prorrateig.

Quan la tardor de 1999 van aparèixer expectatives d'elevació dels tipus d'interès, el temor d'obtenir una quantitat de fons menor que la desitjada a causa del prorrateig incentivava les entitats financeres a sol·licitar una quantitat superior a la requerida. L'autoritat monetària no exigia demostrar la possessió dels actius mobilitzables que exigien les demandes. Això va conduir a una espiral que va dur a uns percentatges d'adjudicació baixíssims, per sota de l'1% de la quantitat demanada al final de maig del 2000.

Per resoldre aquesta situació, el dia 8 de juny del 2000, el BCE va optar per un procediment de subhasta a tipus d'interès variable a partir de l'operació realitzada el 27 de juny del 2000. El Consell de Govern va decidir fixar un tipus mínim de licitació per assenyalar l'orientació de la política monetària i publicar estimacions de les necessitats de liquiditat agregada del

sistema bancari. Actualment, les subhastes de les principals operacions de finançament a tipus d'interès variable s'efectuen mitjançant l'anomenat procediment a tipus múltiple, que comporta que cada entitat paga les quantitats que li han estat acceptades al tipus d'interès ofert en la seva licitació.

El pas de les subhastes de les operacions principals de finançament de tipus d'interès fix a variable va motivar un canvi significatiu de comportament de les entitats. Així, es va reduir sensiblement la quantia mitjana de les licitacions, i el percentatge mitjà d'adjudicació va ser del 58% durant la segona meitat de l'any 2000.

En les operacions de mercat obert basades en les subhastes estàndard hi poden participar les entitats subjectes al sistema de reserves mínimes, que eren més de 8.000 en la zona de l'euro a l'inici de la tercera fase de la Unió Monetària. Però per actuar com a contrapartida en les operacions de política monetària és necessari, a més, que les entitats tinguin un accés directe o indirecte a un compte en el sistema per a la liquidació bruta en temps real.

De fet, el nombre d'entitats que han participat efectivament en les operacions principals de finançament ha tendit a reduir-se de 1.068, el gener de 1999, a 814 de mitjana en la primera meitat del 2000 amb el sistema a tipus fix, i fins a 463 en la primera subhasta del maig del 2001. Aquesta evolució és atribuïble a diversos factors, entre els quals destaca el procés continu de concentració del sector bancari. També ha incidit la percepció per part de les entitats financeres que els diferencials entre els tipus d'interès aplicats per l'Eurosistema i els tipus interbancaris diaris eren bastant reduïts.

Les *operacions de finançament a termini més llarg* operen de manera similar a les principals de finançament, si bé s'efectuen amb una freqüència mensual i amb venciment a tres mesos. Aquest tipus d'operacions va subministrar al voltant del 26% de la liquiditat total a través d'operacions regulars de mercat obert l'any 2000.

En relació *amb altres operacions de mercat obert*, l'any 1999 no se'n va fer cap, i l'any 2000 només es van fer dues operacions d'ajustament. La primera va tenir lloc a principis de l'any per drenar l'excessiva liquiditat existent a començament d'any com a resultat dels preparatius per evitar problemes amb la transició cap a l'any 2000. Aquesta operació es va executar mit-

jançant la captació de dipòsits a una setmana a través d'una subhasta ràpida a tipus d'interès variable. De les 210 entitats admeses per a aquesta operació, a la pràctica en van participar 43. La segona operació d'ajustament es va efectuar per proporcionar liquiditat, i es va fer el 21 de juny del 2000 a través d'una subhasta ràpida a tipus d'interès variable i amb venciment a un dia. El dia 27 d'abril del 2001 es va fer una subhasta estàndard de finançament addicional a una setmana de venciment. Aquesta operació va tenir un caràcter tècnic per contrarestar la baixa adjudicació en l'operació principal de finançament del 10 d'abril per reduïdes peticions de les entitats en un context d'expectatives baixistes dels tipus d'interès. A més, després dels atemptats terroristes de l'11 de setembre als Estats Units, el BCE va dur a terme diverses operacions d'ajustament fi de provisió de liquiditat per evitar possibles problemes de funcionament en els mercats monetaris.

Les operacions estructurals tenen com a finalitat ajustar la posició estructural de liquiditat del sector financer enfront de l'Eurosistema. Fins al moment, l'Eurosistema no ha fet cap operació d'aquesta modalitat.

Les *facilitats permanents* de crèdit o de dipòsit permeten a les entitats financeres obtenir o col·locar liquiditat en l'Eurosistema al termini d'un dia, encara que són operacions penalitzades en termes de tipus d'interès. La utilització simultània de les facilitats permanents no ha estat important, llevat dels primers dies de 1999. Això mostra que normalment el mercat interbancari funciona bé. L'any 2000 la utilització mitjana de les dues facilitats va disminuir en relació amb l'any anterior, cosa que indica una gestió més eficaç de les reserves per part de les entitats de crèdit, i uns menors desequilibris en la liquiditat agregada, que se solen manifestar al final dels períodes de manteniment.

Les entitats de crèdit de l'àrea de l'euro tenen l'obligació de mantenir unes *reserves mínimes* en el banc central. L'exigència de reserves d'una entitat es calcula multiplicant el coeficient de reserves de cada categoria de passius computables pel saldo d'aquests passius en el balanç de l'entitat. Les entitats poden deduir una franquícia de les reserves exigides, calculades com a mitjana mensual. El BCE va fixar el coeficient de reserves en el 0% o en el 2,0% segons els passius computables, i el pot modificar entre els límits esta-

blerts pel Consell. Les principals característiques del sistema de reserves mínimes no han estat variades en el decurs del període transitori de l'euro. Les reserves mínimes es remuneren al tipus d'interès marginal mitjà de les principals operacions de finançament. Amb el sistema de reserves mínimes s'ha aconseguit una raonable estabilització dels tipus d'interès del mercat monetari i l'ampliació del dèficit estructural de liquiditat del sector bancari.

Per augmentar la transparència de la política d'imposició de sancions del BCE en relació amb l'incompliment del manteniment de les reserves mínimes, el BCE va fer públic, el 2 de febrer del 2000, el tipus d'interès de penalització, que és el tipus de la facilitat marginal de crèdit més 2,5 punts percentuals. En cas d'incompliment en més de dues ocasions en menys de dotze mesos, aquest tipus s'incrementarà en 2,5 punts percentuals més. El nombre d'incompliments de les exigències de reserves va continuar disminuint durant l'any 2000, i es va col·locar en 92 casos enfront dels 139 de 1999.

4.3. Tipus d'interès de referència

Com s'ha comentat més amunt, el tipus d'interès clau de la política monetària és el que determinen les *principals operacions de finançament*, que tenen lloc amb una freqüència setmanal. Fins al juny del 2000, aquestes operacions es feien a un tipus d'interès fix. Posteriorment, el BCE publica un tipus mínim de licitació com a orientació de la política monetària. Addicionalment, el BCE ha fixat els *tipus d'interès de les facilitats de crèdit i de dipòsits* entorn del tipus de referència de les operacions principals de finançament. Aquests dos tipus determinen una banda entre la qual sol oscil·lar el *tipus d'interès diari interbancari*, la variable operativa que s'ha de controlar. Aquesta banda, després d'un període d'adaptació de les entitats, es va fixar en una amplitud de 200 punts bàsics a partir del 9 d'abril de 1999. Aquest esquema de tipus d'interès rectors segueix, en línies generals, el model del banc central alemany, el Bundesbank, encara que a Alemanya no hi havia la facilitat de dipòsit abans de 1999.

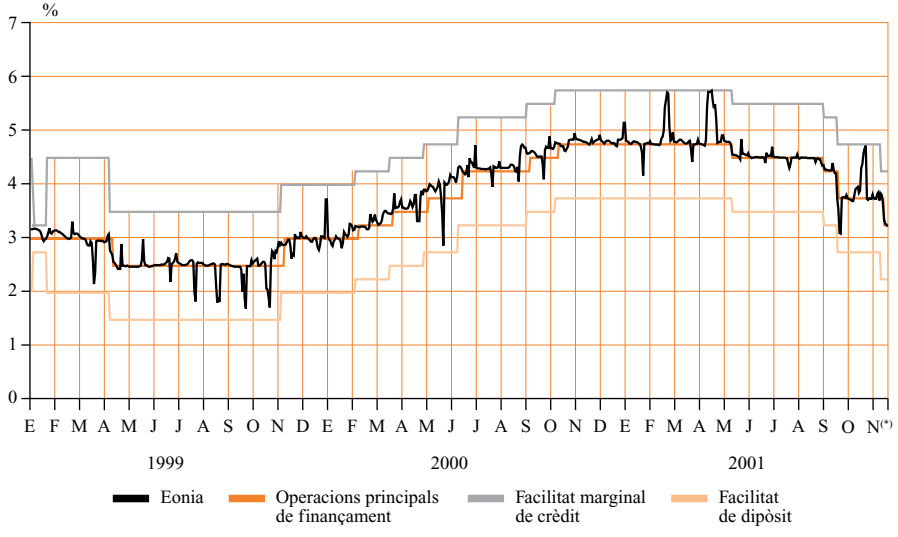
El tipus de referència de les principals operacions de finançament es va estrenar en el 3%, i es va mantenir en aquest valor els primers mesos de l'any 1999 tot resistint les pressions de diversos polítics, i notablement la del

ministre de finances alemany, Oskar Lafontaine, que advocaven per una retallada davant la situació de desacceleració econòmica de la zona de l'euro i, en particular, d'Alemanya. Paradoxalment, poc temps després de la sortida del govern de Lafontaine, el BCE va anunciar, el 8 d'abril de 1999, una rebaixa de 50 punts bàsics del seu principal tipus d'interès, fins al 2,50%. Una vegada va millorar la conjuntura de la zona de l'euro, el 4 de novembre de 1999, el BCE va iniciar un gir alcista fins a situar-lo en el 4,75% a principis d'octubre de l'any 2000. Posteriorment, el 10 de maig del 2001, el BCE va reprendre el camí relaxant en un entorn d'alentiment econòmic en l'àrea de l'euro i de daltabaixos borsaris.

A part dels tipus d'interès oficials, hi ha tipus d'interès de referència de l'euro, respecte als quals se solen indexar contractes. Els més importants són l'*Eonia* i l'*Euríbor*.

Gràfic 4.2

TIPUS D'INTERÈS DE REFERÈNCIA OFICIALS I EONIA



Nota: (*) Dia 19 de novembre.
Font: Banc Central Europeu.

L'*Eonia* (Euro OverNight Index Average) és la mitjana ponderada del tipus d'interès efectiu de totes les transaccions amb venciment a un dia en euros sense col·lateral (valor de garantia). S'inclouen les operacions iniciades dins de l'àrea de l'euro fetes per les entitats més actives en el mercat interbancari, que són les mateixes que per a l'Euríbor. El càlcul el fa el mateix Banc Central Europeu.

L'*Euríbor* (Euro Interbank Offered Rate) és el tipus d'interès al qual s'ofereixen dipòsits interbancaris en euros dins de la zona de l'euro per part d'un banc de primera fila a un altre banc de la màxima qualitat creditícia. Les entitats que contribueixen a l'Euríbor són les que tenen més volum de contractació en els mercats de diners de la zona de l'euro. Aquest grup està format per 41 institucions financeres de països que van participar en la tercera fase de la UEM des del començament (tres de les quals són espanyoles), quatre dels països de la Unió Europea que no van participar en el llançament de l'euro i quatre grans bancs internacionals de països tercers que operen intensament en la zona de l'euro. Es calcula per a 13 terminis, que van d'una setmana a un any, com la mitjana de les cotitzacions proporcionades una mica abans de les 11 hores. Abans de calcular la mitjana, s'exclouen tant el 15% més alt com el més baix de totes les cotitzacions, per a cada venciment. Les entitats promotores de l'Euríbor són la Federació Bancària Europea i l'Associació Canvista Internacional, i s'ha convertit en la referència més utilitzada en el seu gènere.

Així, l'Euríbor a un any va passar a ser la nova *referència interbancària a un any* del mercat hipotecari espanyol per als contractes fets a partir del 10 de juliol de 1999. L'anomenat Míbor a un any actualment només manté el caràcter de tipus de referència oficial per a les operacions formalitzades amb anterioritat al dia 1 de gener del 2000, i per al seu càlcul s'utilitza l'Euríbor a un any en els dies que no s'hagin creuat operacions a aquest termini en el mercat de dipòsits interbancari espanyol.

4.4. La integració dels mercats monetaris

Fins al final de 1998, els diversos mercats monetaris nacionals de la zona de l'euro tenien característiques específiques. Això va canviar amb l'arribada de l'euro, però en grau distint segons els diferents segments del mercat.

En el mercat de dipòsits interbancaris sense garantia i en els mercats monetaris de derivats, la introducció de l'euro i de la política monetària única van comportar un grau d'unificació i d'estandardització molt gran. Els potencials guanys d'eficiència derivats de l'increment d'escala dels mercats monetaris ja s'han materialitzat en bona part. Des de l'inici de la tercera fase de la Unió Econòmica i Monetària en els mercats monetaris, algunes entitats han ampliat el seu camp d'acció al conjunt de la zona de l'euro. D'altra banda, pràcticament ja s'ha completat el procés de centralització de les activitats de gestió de tresoreria de les entitats bancàries en el conjunt de l'àrea de l'euro.

Si s'ha de jutjar per la petita dispersió dels tipus d'interès diaris dels dipòsits interbancaris en els diferents estats membres, es pot afirmar que s'ha produït una gran integració del mercat interbancari de dipòsits en la zona de l'euro, amb un significatiu augment de les operacions transfrontereres. Això ha estat possible gràcies al bon funcionament de la liquidació dels pagaments transfronterers, efectuada principalment mitjançant el sistema TARGET, que ha donat una adequada fluïdesa a la circulació de la liquiditat entre una dotzena de places financeres sovint afectades per situacions de liquiditat heterogènies. També hi van contribuir l'harmonització dels procediments i l'èxit immediat dels índexs Eonia i Euríbor de la zona de l'euro.

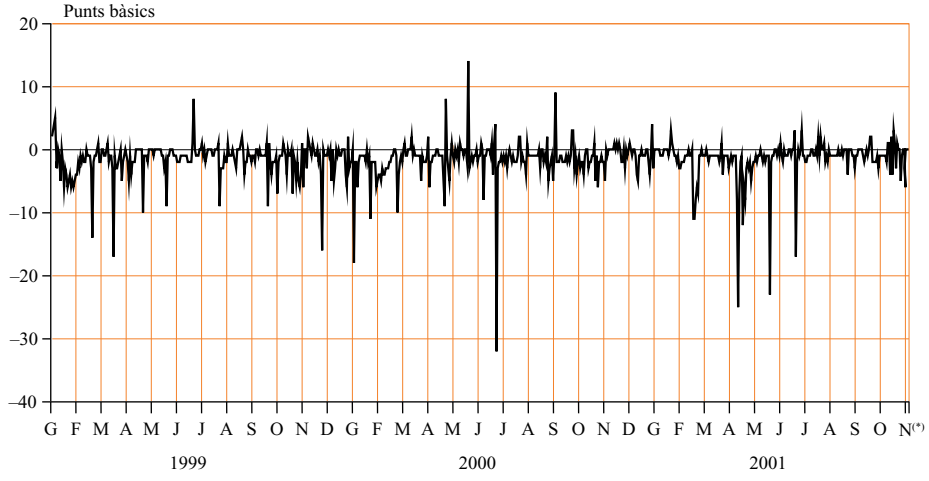
La integració també s'ha produït en el mercat de derivats a curt termini. Així, en el mercat de *swaps* de tipus d'interès (permutes financeres, que consisteixen en un acord per intercanviar fluxos de pagament amb diferents taxes de rendiment, normalment una de fixa i una altra de variable, entre dos agents econòmics d'acord amb una fórmula especificada), més de dos terços del volum de les transaccions són transfrontereres. En aquest mercat hi ha un elevat grau d'estandardització i de competència. L'índex Eonia ha adquirit una importància progressiva en la referència dels contractes de *swaps*. L'activitat intermediària en aquest segment s'ha concentrat en un petit nombre d'entitats.

Considerant l'existència d'una única corba de tipus d'interès per a la zona de l'euro, amb l'Euríbor com a tipus d'interès de referència, els contractes de futurs sobre l'Euríbor han substituït tots els anteriors.

En relació amb altres segments del mercat monetari, com els *repos* o els títols a curt termini, no es pot parlar d'una integració gaire satisfactòria. El

Gràfic 4.3

DIFERENCIAL ENTRE EL TIPUS D'INTERÈS A UN DIA DEL MERCAT INTERBANCARI DE DIPÒSITS ESPANYOL I L'EONIA



Nota: (*) Dia 5 de novembre.
Fonts: Banc d'Espanya i Banc Central Europeu.

mercat de *repos* ha experimentat avenços, com ho demostra l'increment de les operacions transfrontereres. No obstant això, els diferencials de tipus d'interès entre els diferents països, encara que han disminuït, continuen subsistint. El mercat de repos encara està bastant fragmentat, i en cada país predomina l'ús de valors nacionals com a col·lateral, a causa d'una sèrie d'obstacles, com per exemple que els distints tipus de deute públic no es consideren completament substitutius, la falta d'uniformitat de tipus legal, fiscal i comptable, i també diferents sistemes nacionals de liquidació i negociació.

En els mercats de valors a curt termini (lletres del Tresor, pagarés d'empresa i certificats de dipòsit) en el decurs d'aquests últims anys s'ha avançat en el procés cap a la integració. Però aquesta integració és sensiblement inferior a la de la resta de segments del mercat monetari a causa de la falta d'harmonització dels sistemes de negociació i liquidació, així com dels distints entorns legals i els diferents tractes fiscals. Podem assenyalar que els mercats secundaris de pagarés d'empresa i certificats de dipòsit tenen escassa importància en la majoria d'estats membres.

Resum

L'aplicació de la política monetària única s'ha desenvolupat en general per les vies previstes amb un èxit notable. El BCE ha desplegat un arsenal d'instruments complet per aplicar la seva política monetària, mitjançant el qual regula la liquiditat del sistema financer. La liquiditat injectada per l'Eurosistema es redistribueix eficaçment pel mercat interbancari integrat gràcies al bon funcionament del sistema de pagaments transfronterer TARGET. L'Euríbor ofereix la informació necessària sobre els tipus d'interès del mercat monetari. Aquest mercat s'ha unificat i estandarditzat en tota la zona de l'euro, especialment en el segment de dipòsits interbancaris i de swaps *de tipus d'interès. No obstant això, alguns segments del mercat monetari com els repos i els mercats de valors a curt termini encara estan bastant fragmentats per falta d'homogeneïtzació legal, fiscal i dels sistemes de liquidació nacionals.*

V. El BCE i l'estabilitat de preus

La taxa d'inflació en la zona de l'euro s'ha situat per sobre del 2% des de juny del 2000, i ha arribat a superar el 3% la primavera del 2001. Si el 2% era el sostre admissible per complir l'objectiu d'estabilitat de preus que el Tractat exigeix al SEBC, està fallant la política monetària? Aquesta clara desviació de l'objectiu d'inflació marcat pel BCE ha qüestionat l'èxit de la seva gestió monetària. Alguns analistes han argumentat que o bé el BCE s'ha equivocat a l'hora de quantificar el concepte d'estabilitat de preus fixat pel Tractat o bé ha fallat la seva estratègia.

5.1. Per què el BCE no compleix els seus objectius de política monetària?

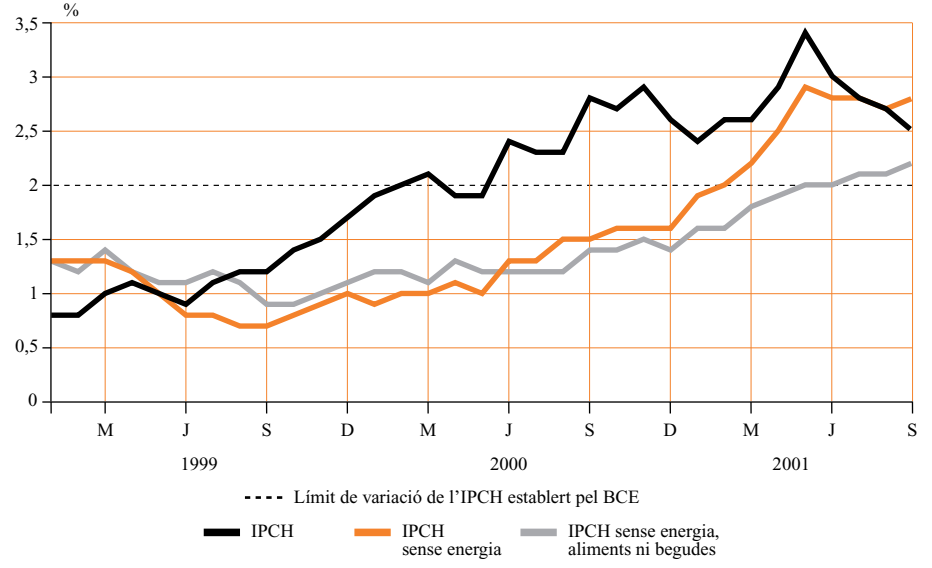
Com s'ha descrit en l'apartat 2.2, la política monetària aplicada pel BCE es basa en dos pilars: el seguiment del creixement d'un agregat monetari, l'M3, i una avaluació de les perspectives de la inflació. En relació amb el primer pilar, observem que des del començament de la tercera fase de la UEM la taxa interanual de creixement de l'agregat M3 s'ha situat per sobre de la referència del 4,5% anual. Això podria constituir un indici d'incompliment de la seva pròpia estratègia per part del BCE. No obstant això, podem assenyalar que a partir de la primavera del 2000 l'expansió d'M3 es va alentir. La posterior acceleració d'M3 l'any 2001 ha estat considerada pel BCE com un fenomen transitori i deguda en part a distorsions per tinences d'actius

financers per part dels no residents. L'augment interanual d'M3 hauria superat lleugerament el 6% en el període juliol-setembre, una vegada corregit aquest efecte.

Gràfic 5.1

EVOLUCIÓ DELS PREUS EN L'ÀREA DE L'EURO

Taxa de variació interanual



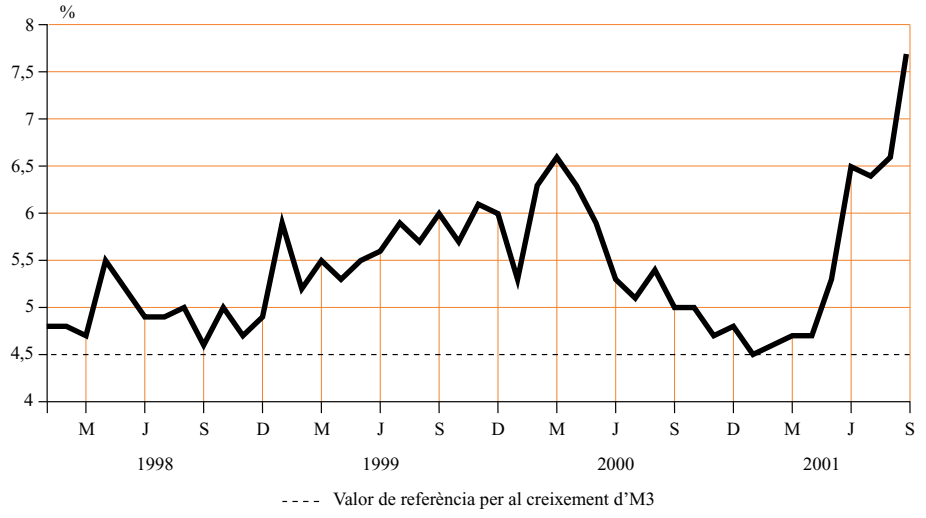
Font: Eurostat.

D'altra banda, el BCE ha insistit en el fet que la xifra del 4,5% s'ha de considerar com una referència, i més quan el mateix llançament de l'euro ha provocat canvis estructurals en els sistemes i mercats financers de la zona de la moneda única que incideixen imprevisiblement en l'evolució dels agregats monetaris. Podem recordar, d'altra banda, que el mateix Bundesbank, que tenia com a objectiu el creixement d'un agregat monetari, en nombroses ocasions va patir desviacions de les bandes de creixement establertes sense que això posés en qüestió la seva ortodòxia monetarista.

Gràfic 5.2

EL DESBORDAMENT DE L'AGREGAT MONETARI M3

Taxa de variació interanual



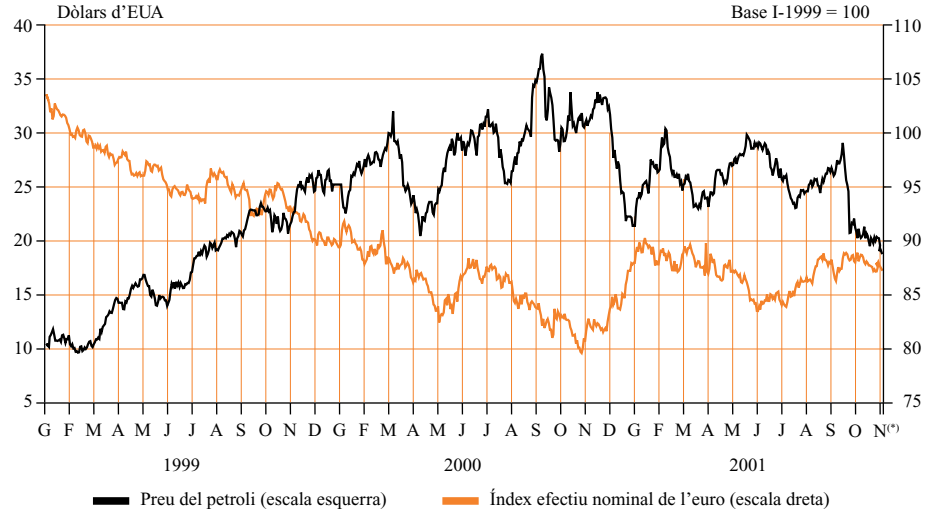
Font: Banc Central Europeu.

Pel que fa al segon pilar, els elements més destacables en aquest període transitori han estat la forta alça del preu internacional del petroli en la seva primera meitat, que es va arribar a quadruplicar entre desembre de 1998 i setembre del 2000, encara que després va flexionar a la baixa, i l'acusada depreciació de l'euro –del 29,5%– enfront del dòlar, des de la seva introducció fins al mínim del mes d'octubre del 2000. El BCE no pot fer res per evitar els efectes directes de l'encariment del cru sobre l'IPCH, però sí que és responsable de l'eventual propagació d'aquest xoc a través dels utilitzadors d'energia i finalment de les demandes salarials.

D'altra banda, es podria pensar que el desbordament de la inflació en la zona de l'euro és producte d'un reescalfament, ja que algunes estimacions de la *taxa natural d'atur* per a la zona de l'euro la situaven en el 9%, quan l'atur s'ha situat per sota d'aquest valor des de mitjan any 2000. No obstant això, probablement la taxa natural de l'atur –una elaboració teòrica– de l'àrea de l'euro s'hagi de rebaixar a causa de les reformes estructurals empreses.

Gràfic 5.3

LA PUJADA DEL PREU DEL PETROLI I LA DEPRECIACIÓ DE L'EURO

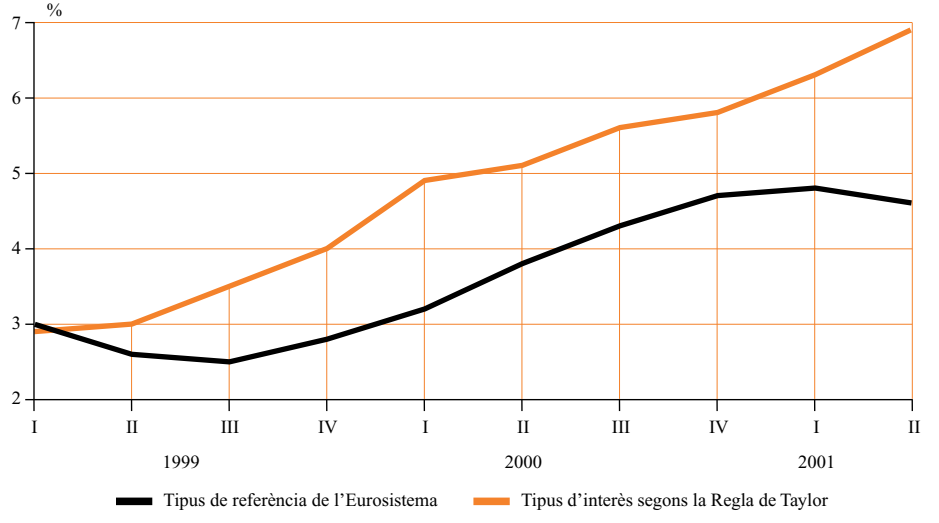


Nota: (*) Dia 5 de novembre.
Fonts: Thomson Financial Datastream, Banc Central Europeu i elaboració pròpia.

Amb el propòsit de sufocar la difusió de l'augment dels preus energètics, el BCE va emprendre un gir alcista dels tipus d'interès el novembre del 2000, perquè va considerar que hi havia un risc per a l'estabilitat dels preus a mitjà termini. Així, el tipus de referència de l'Eurosistema es va elevar en 225 punts bàsics en menys d'un any. Una vegada aconseguit l'índex del 4,75%, el BCE el va deixar inalterat durant diversos mesos, i es va mantenir al marge de l'onada baixista dels tipus d'interès oficials protagonitzada sobretot per la Reserva Federal dels Estats Units. Les crítiques dels polítics contra el BCE es van refermar. Finalment, després d'haver indicat que mantindria els seus tipus d'interès de referència, el dia 10 de maig el BCE els va rebaixar en 25 punts bàsics. Aquesta decisió va desconcertar els mercats i va afectar la seva credibilitat. Posteriorment, en un context de clara desacceleració econòmica, el BCE va tornar a retallar el seu tipus oficial.

Gràfic 5.4

EL TIPUS DE REFERÈNCIA DE L'EUROSISTEMA I LA REGLA DE TAYLOR



Fonts: Banc Central Europeu i elaboració pròpia.

Ara bé, eren elevats els tipus d'interès de l'Eurosistema? És difícil contestar aquesta pregunta, ja que no hi ha consens en relació amb un índex apropiat de tipus d'interès d'equilibri en unes determinades circumstàncies. Només a tall de primera aproximació es pot calcular l'índex del tipus d'interès que marca l'anomenada *Regla de Taylor* en funció de la desviació de la inflació al seu índex objectiu i de la diferència entre el creixement econòmic observat i la seva taxa potencial. En el gràfic adjunt s'aprecia que el tipus d'interès oficial del BCE s'ha situat persistentment per sota del que indicaria la Regla de Taylor. Així, sembla que els tipus d'interès fixats pel BCE han estat més aviat baixos.

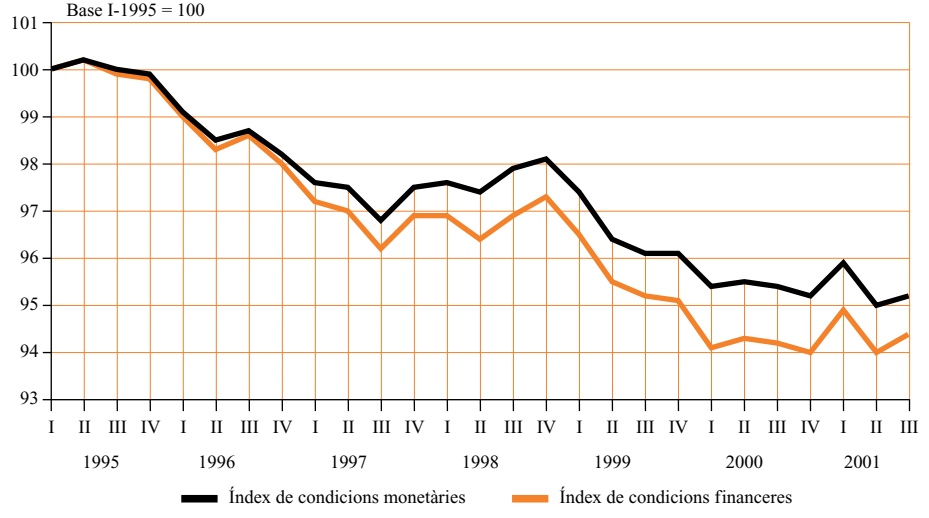
Un altre factor important per a la consecució de l'objectiu de l'estabilitat de preus és la necessària coordinació de la política monetària amb la pressupostària. Això s'analitza en el capítol X d'aquesta obra. Aquí només apuntarem que, a pesar de la disminució dels dèficits públics i la consecució de superàvit en bastants estats membres, l'esforç de reducció dels dèficits públics estructurals podria haver estat més gran, tenint en compte la bonança

econòmica. D'altra banda, les reformes fiscals realitzades en alguns països, encara que encomiables, no han estat gaire oportunes per ajudar la política monetària en la contenció dels preus, en la mesura que han representat un estímul de la demanda.

El relatiu grau de tensió o de relaxació de la política monetària també es pot valorar a través d'un índex de condicions monetàries. Aquest índex té en compte l'evolució del tipus d'interès real, és a dir, descomptada la inflació, i el tipus de canvi. Efectivament, es considera que una depreciació del

Gràfic 5.5

LES CONDICIONS MONETÀRIES I FINANCERES EN LA ZONA DE L'EURO



Font: Elaboració pròpia.

tipus de canvi reforça la demanda a través del component exterior, i per tant, incideix en la despesa agregada. Doncs bé, en el gràfic adjunt s'observa que els primers anys de la política monetària del BCE les condicions monetàries més aviat s'han relaxat. Es pot traçar una panoràmica més completa si s'inclou l'efecte de les borses, la pujada de les quals tendeix també a impulsar el consum, i això es reflecteix en l'anomenat índex de condicions financeres.

L'evolució d'aquest índex també indica una distensió de les condicions financeres, corregit en l'últim període per la caiguda dels mercats borsaris.

Una altra manera de valorar la política monetària del BCE és a través de les expectatives d'inflació, que s'haurien de situar per sota del 2% si l'Eurosistema ha guanyat suficient credibilitat. Doncs bé, des d'aquest punt de vista, el BCE aprova l'examen. En efecte, les expectatives d'inflació que es dedueixen de la rendibilitat dels bons públics a llarg termini, comparada amb la d'altres de similars indexats amb la inflació, es col·loquen per sota d'aquest límit.

Resum

L'objectiu d'estabilitat de preus del BCE, és a dir, una inflació que no superi el 2%, està definit com a referència a mitjà termini, sense concretar què s'entén per mitjà termini. *Per tant, encara és aviat per determinar si la institució responsable de la política monetària única no ha complert les seves responsabilitats. La desviació de la inflació del seu camí objectiu ha estat degut sobretot al sobtat encariment del petroli i a la inesperada depreciació de l'euro, circumstàncies que s'han de prendre com a purament conjunturals. Però hi ha senyals que aquestes pertorbacions s'han transmès parcialment al conjunt dels preus de l'economia. La política monetària del BCE sembla que ha estat una mica laxa, si s'ha de jutjar per alguns indicadors monetaris. No obstant això, les expectatives d'inflació dels agents econòmics a mitjà termini se situen en línia amb l'objectiu del BCE, i donen un vot de confiança en favor de la credibilitat de la política monetària de l'euro.*

VI. Els responsables del tipus de canvi de l'euro

La posada en marxa de la moneda única a partir del mes de gener de 1999 ha estat un èxit en molts aspectes, però no en un de crucial: l'euro ha sofert una intensa reculada enfront de les principals monedes. Aquest llarg període de caiguda en la cotització de la nova moneda ha estat una sorpresa general, ja que abans del llançament del diner europeu els temors apuntaven més aviat cap a una excessiva fortalesa. En aquests llargs mesos d'enfonsament, la major part de mirades es van dirigir cap al Banc Central Europeu (BCE), perquè la institució que s'encarregava de l'euro *fes alguna cosa* per frenar aquesta sorprenent evolució. S'equivocaven. El BCE no és el responsable del tipus de canvi. Al Sistema Europeu de Bancs Centrals, únicament li poden preocupar les vicissituds de la moneda en la mesura que afecti el seu objectiu primordial, l'estabilitat de preus. El responsable de l'euro està en una altra banda. En aquest capítol s'explica com es distribueixen les responsabilitats de la política de tipus de canvi de l'euro, com interactuen les diferents institucions, qui representa l'euro en els fòrums internacionals i quins acords canviaris hi ha en relació amb altres monedes.

6.1. Repartiment de competències

L'objectiu de la política monetària de l'Eurosistema (BCE i bancs centrals nacionals que han adoptat l'euro) és l'estabilitat dels preus interns de la zona de l'euro, com s'ha explicat a l'apartat 2.2. Qui s'encarrega del canvi

extern de la moneda única? El Tractat constitutiu de la Comunitat Europea distingeix dos àmbits:

• Atorga la capacitat de *decisió* en política canviària al Consell de la Unió Europea.

• Encarrega al Sistema Europeu de Bancs Centrals la capacitat d'*executar* la política canviària.

Per tant, el Tractat determina que és el Consell de Ministres la institució que té la potestat de:

• Celebrar *acords formals* relatius a un sistema de tipus de canvi per a l'euro en relació amb altres monedes.

• Formular les *orientacions generals* de la política de tipus de canvi en relació amb monedes no comunitàries.

• Entaular negociacions relatives al *règim monetari* o *canviari* amb estats tercers o amb organitzacions internacionals.

El Consell, en la seva formació d'Afers Econòmics i Monetaris o ECOFIN, és l'única institució competent en matèria de tipus de canvi. Els seus acords en aquest punt són vinculants per a la resta d'institucions de la Unió Europea (UE), inclosos el BCE i els estats membres. Certament, la divisió institucional entre la *cara interna* de l'euro (l'índex de preus de la UE) i la *cara externa* (el tipus de canvi) no té gaire sentit en un món financer en què els capitals circulen sense traves. Per això, el Tractat imposa una transcendental limitació al lliure arbitri del Consell en aquesta matèria. I és que qualsevol acord o compromís relacionat amb el tipus de canvi exterior de l'euro no pot posar en risc la sacrosanta estabilitat de preus que ha de presidir les actuacions monetàries. Automàticament, aquest principi dóna un gran poder al BCE, en qualitat de garant de l'estabilitat dels preus interns. Així, el Tractat estableix que l'ECOFIN consulti sempre amb el BCE abans de prendre qualsevol decisió referent a això i exigeix que arribin a un consens compatible amb l'estabilitat de preus. D'aquesta forma, el banc de Frankfurt té una espècie de veto pel que fa a les decisions de política de tipus de canvi, dins del paper secundari que indiscutiblement li correspon en aquest esquema institucional.

En definitiva, és difícil imaginar una decisió del Consell ECOFIN que afecti el tipus de canvi de l'euro i que vagi en contra dels criteris del BCE. En aquest sentit, l'única escaramussa que s'ha produït va ser l'originada a principis de 1999 per la proposta del ministre alemany de finances, Oskar Lafontaine, i secundada pel seu homòleg francès. Es tractava d'impulsar un acord canviari que establís bandes de fluctuació bilaterals entre l'euro, el dòlar i el ien. Els ministres estaven preocupats per la caiguda de l'euro i d'aquesta manera pretenien frenar-la. Però Wim Duisenberg, president del BCE, va expressar un rebuig enèrgic. Una obligació d'aquest tipus condicionaria la política monetària de l'Eurosistema i podria dificultar el control de la inflació. Podria passar, per exemple, que l'euro entrés en una fase de fortalesa en un moment d'inflació a l'alça, amb la qual cosa el Consell de Govern del BCE es trobaria enfrontat amb el dilema d'abaixar els tipus d'interès per complir l'acord canviari i frenar l'euro, o d'apujar-los, per lluitar contra l'alça dels preus. Un acord de tipus de canvi, en definitiva, posaria en qüestió l'actual estratègia de la política monetària. Finalment, el president del BCE, Duisenberg, es va sortir amb la seva i no va hi haver acord canviari, si bé cal assenyalar que per a això va rebre la inestimable ajuda dels Estats Units, que no estaven ni estan en absolut disposats a arribar a un acord d'aquest tipus. Els nord-americans mantenen en aquest punt el principi definit per John Connally, antic secretari del Tresor, que «el dòlar és la nostra moneda, però el vostre problema».

En el fons, el problema és que tal com està definida la política monetària sembla difícil utilitzar l'apartat del Tractat que possibilita inscriure l'euro en un acord internacional de tipus de canvi fixos o limitats enfront d'altres monedes. Fins i tot l'establiment d'*orientacions generals* relatives a la política de tipus de canvi pot xocar amb l'actuació de l'Eurosistema. És per aquest motiu que ja l'any 1997, molt abans de llançar l'euro, el Consell Europeu de Luxemburg va declarar que només en circumstàncies excepcionals s'adoptarien acords o orientacions en aquest sentit. A més, el Consell va intentar *rentar-se'n les mans* declarant que la base d'un euro fort i respectat seria una adequada combinació de les polítiques econòmiques de la zona de l'euro. No és estrany, per tant, el silenci del Consell durant els llargs mesos de la caiguda de l'euro, a penes trencat per esporàdiques declaracions relatives a l'excessiva infravaloració de la moneda europea.

Hi ha, a més, una altra complicació a l'hora que el Consell ECOFIN adopti una posició activa en matèria de tipus de canvi. Es tracta que aquesta posició, si bé es pot prendre per majoria qualificada, en la pràctica probablement hauria d'aconseguir un consens molt ampli entre els actuals dotze membres afectats per les vicissituds de l'euro. I això no sembla fàcil, considerant les inevitables disparitats entre els estats membres. Darrere la moneda única no hi ha un ministre de finances sinó dotze, i aquesta és una de les debilitats de l'euro, a diferència del que passa amb el dòlar o el ien. Als Estats Units, el secretari del Tresor és la cara visible del bitllet verd i al Japó, el ministre de finances també sol *donar la cara* pel ien. En la Comunitat han aparegut propostes en el sentit de crear una espècie de *Mr. Euro*, una persona que representi l'euro davant de mercats i ciutadans i que aporti confiança a la moneda única. És a dir, una cosa com ara un *Mr. PESC*, l'Alt Representant de la Política Exterior i de Seguretat Comuna (Javier Solana), creat precisament per personalitzar la política d'afers estrangers de la UE. Però *Mr. Euro* no ha passat de ser una simple proposta.

Més complicacions. Del Consell, en formen part estats com el Regne Unit, Dinamarca i Suècia, la moneda dels quals encara no ha estat substituïda per l'euro. ¿Tenen igualment veu i vot en les decisions del Consell relatives a la moneda única? La resposta és no. El Tractat no permet participar en la presa de decisions relatives a la moneda única als estats «acollits a una excepció», utilitzant la seva terminologia, és a dir, aquells que no participen en l'euro. Per tant, els drets de vot d'aquests estats en el Consell queden suspesos amb la finalitat que les decisions representin els interessos dels membres de la zona de l'euro. A més, des del primer moment es va fer patent que no tenia gaire sentit que estats aliens a la moneda única participessin en els debats relatius a la zona de l'euro. I no tan sols en matèria de tipus de canvi, sinó també en qüestions relacionades amb la política monetària, el dèficit i deute públic, la coordinació de les polítiques econòmiques, etc. Per aquest motiu, l'any 1997 el Consell Europeu de Luxemburg va crear l'Euro-X (on X és el nombre de participants en l'àrea de l'euro) o Euro-11, més endavant rebatejat amb el nom d'Eurogrup. Es tracta d'un Consell ECOFIN restringit del qual formen part únicament els ministres econòmics dels estats de la zona de l'euro. És un òrgan informal, i com a tal no pot prendre decisions i es limi-

ta a deliberar sobre les matèries citades. El president és el mateix que ocupa la presidència semestral de l'ECOFIN, sempre que la presidència recaigui en un estat de l'eurozona; en cas contrari, el càrrec l'ocuparia el ministre econòmic de la presidència següent del país que pertanyi a la zona de l'euro. El to d'exclusivitat que ha pres l'Eurogrup ha aixecat suspicàcies en els estats exclosos. El Regne Unit, en concret, es va oposar de forma vehement a la seva creació. Un antic ministre de finances francès, Strauss-Kahn, va descriure gràficament el rebuig a britànics, danesos i suecs per part de l'Eurogrup explicant que si el llançament de l'euro és com una boda, és lògic que els nuvis no vulguin ningú més al llit.

En absència, doncs, d'un acord formal de tipus de canvi o d'orientacions en relació amb això, la responsabilitat de la gestió quotidiana de l'euro recau en el BCE. Així ho estableix el Tractat, que concedeix en exclusiva al BCE l'operativa de les operacions de canvis de l'Eurosistema: intervencions, gestió de les reserves exteriors d'or i divises, etc.

¿Quin paper fan la resta d'institucions comunitàries en matèria de tipus de canvi de l'euro? La Comissió té un paper discret. Certament, el Tractat estableix que les decisions del Consell tinguin en compte les recomanacions o les propostes de la Comissió, tant pel que fa a l'establiment d'acords canviaris com a les orientacions generals de política canviària o a la representació de la Comunitat en l'àmbit internacional. A més, participa activament en el procés decisori, i les seves preses de posició tenen un pes específic important. De totes maneres, és innegable que en matèria de tipus de canvi la Comissió s'ha convertit en una espècie de secretariat del Consell, ja que el seu pes institucional no és comparable al del Consell o al del BCE. I això passa molt a desgrat seu, ja que la Comissió ha lluitat per ser «la veu econòmica de la UE i l'interlocutor del BCE», com afirmava Romano Prodi, el president de la Comissió, l'octubre del 2000. Però la tendència general, clarament reafirmada en el recentment firmat Tractat de Niça, és una indiscutible preponderància dels estats en detriment del component supranacional, que representa la Comissió, en què tradicionalment s'ha basat la construcció europea. Per la seva banda, el Parlament Europeu té un paper de simple comparsa, i només ha de ser consultat en cas d'acords formals relatius a un sistema de tipus de canvi. En tot cas, hem d'assenyalar que per més que les respectives competències estiguin estrictament delimitades pel

Tractat, a la pràctica, la Comunitat no funciona com a compartiments estancs, sinó que hi ha una àmplia varietat de camins pels quals discorre la informació, no tan sols entre les institucions comunitàries, sinó també entre aquestes últimes i els estats nacionals.

6.2. La representació internacional de l'euro

La Comunitat ha d'estar representada per una sola veu en els fòrums internacionals en els quals es discuteixen assumptes relatius a tipus de canvi. En aquests àmbits, la Comunitat ha de presentar i defensar una única posició. Aquest és el principi fonamental que estableix el Tractat. No podia ser d'altra forma, ja que, tractant-se d'una única moneda, l'euro, no tindria sentit la discrepància o la disparitat d'opinions i de posicions. Per això, el Tractat torna a conferir al Consell la decisió sobre la posició en matèria canviària de la Comunitat en l'àmbit internacional, a partir de la proposta de la Comissió i prèvia consulta al BCE.

La complicació apareix a l'hora de decidir la representació física en aquests fòrums internacionals de caràcter monetari. Normalment sol ser el ministre de finances i/o el governador del banc central els que tenen la representació d'un país. Però la Comunitat té quinze ministres de finances, alguns dels quals són aliens a l'euro, un banc central i, a més, una Comissió que pugna per complir la seva funció de *veu econòmica de la UE*. El conflicte finalment es va aclarir en el Consell Europeu de Viena el desembre de 1998. La regla acordada va ser la següent:

• La Comunitat parlarà amb una sola veu.

• La Comunitat estarà representada de forma mixta per l'ECOFIN i pel BCE (excepte, naturalment, en els àmbits estrictes que corresponguin al banc central). Quan la presidència semestral de l'ECOFIN recaigui en un estat membre que no forma part de la zona de l'euro, qui parlarà en nom de la presidència serà el ministre de finances de la presidència següent del país que sí que pertanyi a la zona de l'euro.

• La Comissió estarà associada a la representació exterior de la Comunitat.

Va ser una solució que va disgustar visiblement la Comissió, ja que quedava relegada a un paper merament de suport, però que tractava de minimitzar de forma pragmàtica els efectes d'un canvi de la naturalesa que imposa l'euro. De totes maneres, després va ser necessari negociar la solució específica en cada fòrum.

Un exemple representatiu de l'alternativa adoptada va ser l'elegida en el cas del Grup dels Set o G-7. Es tracta d'un fòrum de caràcter informal de coordinació de polítiques que reuneix els països econòmicament més poderosos del planeta: els Estats Units, el Japó, Alemanya, França, Itàlia, el Regne Unit i el Canadà. Al principi, els Estats Units van considerar que afegir a les reunions el president de l'Eurogrup en representació de la UEM quan aquest no fos un dels tres membres naturals que han adoptat l'euro (Alemanya, França o Itàlia) comportaria sobrerepresentar la UE. L'acord que finalment es va aconseguir estableix que la representació de la Comunitat en l'àmbit ministerial quan es tractin temes relatius al tipus de canvi de l'euro correspon al president de l'Eurogrup, encara que aquest provingui d'un país no membre del G-7. El president del BCE, per la seva banda, assisteix a les reunions del Grup de Governadors i de Ministres de Finances del G-7 quan tractin de matèries com la supervisió macroeconòmica o els tipus de canvi (en aquest cas, els tres governadors dels bancs centrals dels països del G-7 que són membres de la zona de l'euro no participen en aquestes sessions). Un representant de la Comissió forma part de la delegació comunitària en qualitat d'assistent del president de l'Eurogrup.

En el cas del Fons Monetari Internacional, es tracta d'una organització internacional intergovernamental l'estatut de la qual preveu únicament la participació d'estats sobirans. En són membres els dotze participants en l'euro. El BCE té garantit el paper d'observador en el Directori Executiu, mentre que la representació de la UEM l'exerceix el membre de l'oficina del Director Executiu de l'estat que ocupi la presidència de l'Eurogrup, que serà ajudat per un representant de la Comissió. En la resta d'institucions, grups o delegacions internacionals, la solució específica la pren el president de torn de l'ECOFIN, d'acord amb els principis citats.

6.3. Més enllà de la zona de l'euro

La circulació de l'euro no es restringeix al territori dels dotze estats que l'han adoptat com a moneda nacional. Hi ha una sèrie de països o territoris europeus i no europeus que no tenen moneda pròpia i que tradicionalment han utilitzat la d'un estat membre. El cas més clar són els territoris francesos d'ultramar. Els departaments que utilitzaven el franc francès (Guadalupe, Martinica, Guiana Francesa i Reunió) lògicament van adoptar l'euro de forma directa; Saint-Pierre-et-Miquelon i Mayotte, col·lectivitats territorials que no formen part del territori comunitari, van requerir un acord exprés del Consell per adoptar l'euro com a moneda oficial. El Consell també va adoptar decisions per preservar les relacions monetàries prèvies amb tres estats sobirans europeus: la República de San Marino, l'Estat Vaticà i el Principat de Mònaco; aquests països tenen dret a utilitzar l'euro com a moneda oficial, subjecte a un acord amb la Comunitat. Pel que fa a Andorra, la inexistència d'acords monetaris formals previs amb França i Espanya fa que la pesseta i el franc francès, monedes de circulació més corrent en el país pirinenc, hagin estat substituïdes directament per l'euro. Així mateix, hem d'assenyalar la decisió del Consell sobre el manteniment dels acords canviaris del franc francès i l'escut portuguès, segons els quals l'euro ha substituït les antigues monedes nacionals comunitàries com a moneda de referència (convertibilitat a una paritat fixa). Això afecta el franc CFA –que utilitzen 14 països d'Àfrica–, el franc de les Comores, el franc del Pacífic –que utilitzen els tres territoris ultramarins del Pacífic–, i l'escut de Cap Verd.

Un altre grup de països té lligada la seva moneda a l'euro a un tipus de canvi fix. Des de gener de 1999, Dinamarca i Grècia van acceptar participar en el nou mecanisme de tipus de canvi que va substituir el vigent en el Sistema Monetari Europeu fins a l'entrada en vigor de la tercera fase de la UEM (Suècia i el Regne Unit van rebutjar aquesta possibilitat). Pel mateix motiu, la corona danesa i la dracma grega van establir una paritat bilateral fixa respecte a l'euro, al voltant de la qual s'admetia una fluctuació delimitada per unes bandes màxima i mínima. La incorporació de la dracma a l'euro, a partir de l'u de gener del 2000, ha deixat sola Dinamarca en el Mecanisme de Tipus de Canvi. Per la seva banda, Xipre i Macedònia han vinculat unilateralment les seves monedes a l'euro. Altres països han adoptat els mecanis-

mes coneguts amb el nom de *currency boards* (vinculació paritària fixa i invariable de la moneda nacional a una altra de referència), basats en el marc alemany i en l'euro, com Bòsnia i Hercegovina, Bulgària i Estònia.

D'altra banda, l'euro és utilitzat oficiosament com a moneda de referència en els règims canviaris de flotació dirigida adoptats per la República Txeca, Romania, la República Eslovaca i Eslovènia. Hongria ha establert una banda mòbil de fluctuació vinculada explícitament a l'euro. Així mateix, l'euro forma part de la cistella de monedes de referència que utilitzen nombrosos països (entre els quals hi ha alguns candidats a l'ampliació, com Malta i Polònia), a més d'integrar la cistella de valoració dels drets especials de gir (juntament amb el dòlar, el ien i la lliura), que són utilitzats com a referència en un nombrós grup de països, entre els quals hi ha Letònia. Finalment, podem destacar la decisió d'Argentina de modificar el seu *currency board* en el sentit de prendre en un futur com a contrapartida de la seva moneda nacional –el pes argentí– el dòlar i l'euro al 50% en comptes d'utilitzar únicament i exclusivament el dòlar dels Estats Units.

De totes maneres, l'euro encara està lluny de fer ombra al dòlar dels Estats Units en el seu paper de moneda de reserva internacional, és a dir, d'actiu preferit pels bancs centrals per col·locar les seves reserves oficials de divises. Encara que l'euro és la segona moneda de reserva preferida, per darrere del dòlar, el seu pes en les reserves de divises dels bancs centrals ha disminuït en termes nominals en relació amb el que anteriorment tenia la suma de les monedes que es van integrar en l'euro. Això és degut principalment al fet que les reserves de divises dels bancs centrals de la zona de l'euro denominades en les antigues monedes nacionals es van convertir en actius interns, amb la conseqüent reducció global de reserves de l'Eurosistema. Així, el desembre del 2000, última data de la qual es tenen dades, l'euro representava el 12,7% de les tinences oficials de reserves de divises internacionals, davant del 14,5% que representava, el desembre de 1998, la suma del marc alemany, el franc francès, el florí neerlandès i l'ecu. En canvi, entre el 1998 i el 2000, el dòlar va augmentar la participació del 65,9% al 68,2%.

Quadre 6.1

PROPORCIÓ CORRESPONENT A DIFERENTS MONEDES EN EL TOTAL DE TINENCES OFICIALS IDENTIFICADES DE DIVISES. EL 31 DE DESEMBRE DE CADA ANY[1]

En percentatge

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Tots els països											
Dòlar d'EUA	50,6	51,3	55,3	56,7	56,6	57,0	60,3	62,4	65,9	68,4	68,2
Ien japonès	8,0	8,5	7,6	7,7	7,9	6,8	6,0	5,2	5,4	5,5	5,3
Lliura esterlina	3,0	3,3	3,1	3,0	3,3	3,2	3,4	3,7	3,9	4,0	3,9
Franc suís	1,2	1,2	1,0	1,1	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7
Euro	–	–	–	–	–	–	–	–	–	12,5 [2]	12,7 [2]
Marc alemany	16,8	15,4	13,3	13,7	14,2	13,7	13,1	12,9	12,2	–	–
Franc francès	2,4	3,0	2,7	2,3	2,4	2,3	1,9	1,4	1,4	–	–
Florí neerlandès	1,1	1,1	0,7	0,7	0,5	0,4	0,3	0,4	0,4	–	–
Ecu	9,7	10,2	9,7	8,2	7,7	6,8	5,9	5,0	0,8	–	–
Monedes sense especificar[3]	7,1	6,2	6,6	6,6	6,5	8,9	8,3	8,4	9,3	8,9	9,2

Nota: En alguns casos, els totals no coincideixen amb la suma dels components a causa de l'arrodoniment de les xifres.
(1) La unitat monetària europea (ecu) es considera moneda independent. En aquest quadre només s'inclouen els països membres del FMI que proporcionen informació sobre les seves tinences oficials de divises.
(2) Aquesta xifra no és comparable amb la proporció d'anys anteriors de les monedes substituïdes per l'euro, part de la qual reflectia tinences de l'eurosistema que van passar a ser actius interns i, conseqüentment, no reserves externes, amb la conversió a l'euro l'1 de gener de 1999 (per exemple, amb la conversió a l'euro, les tinences d'Alemanya en francs francesos van passar a ser actius interns d'Alemanya).
(3) Aquest residu és igual a la diferència entre el total de les reserves de divises dels països membres del FMI i la suma de les reserves mantingudes en les monedes enumerades en el quadre.
Font: FMI.

El paper de dòlar com a principal divisa de referència en la negociació internacional dels mercats de canvis tampoc no ha estat perjudicat per l'aparició de l'euro, ja que va intervenir en el 90% de les operacions en divises el mes d'abril del 2001 davant del 87% de l'any 1998, segons l'informe trianual del Banc de Pagaments Internacionals. Així, la moneda europea va participar com a contrapartida en el 38% del total de transaccions en divises i va superar la quota del marc alemany el 1998 (el 30%), però va ser inferior a la suma de les participacions de les divises constituents el 1998 (el 53%), fet que s'explica en bona part per l'eliminació de les operacions entre elles. No obstant això, la divisa europea es consolida en el segon lloc, i sobrepassa àmpliament el ien, que ocupa la tercera posició, amb una quota del 23%.

D'altra banda, l'euro tampoc no té un pes significatiu en l'àmbit de les transaccions no financeres internacionals, a pesar de l'enorme importància de la zona de l'euro en el comerç mundial. En concret, les cotitzacions i les operacions relatives a matèries primeres i productes industrials (petroli, cafè, coure, etc.) segueixen utilitzant el dòlar i, malgrat els esforços de la Comissió, no sembla fàcil que aquesta realitat canviï en un futur immediat. Únicament podem remarcar, amb efectes purament anecdòtics, la decisió d'Iraq de facturar les seves exportacions de petroli en euros.

6.4. L'operativa de les reserves exteriors

D'acord amb el Tractat, com s'ha indicat anteriorment, el mateix Eurosistema és l'encarregat de la tinença i la gestió d'aquestes reserves exteriors dels estats membres. Aquestes reserves pugen actualment a prop de 400.000 milions d'euros i es troben distribuïdes entre les que posseeix el BCE, que li van ser transferides a l'inici de la tercera fase de la UEM, i les que conserven en el seu poder els bancs centrals de la zona de l'euro. En efecte, quan es va crear l'euro, els bancs centrals dels estats participants van cedir al BCE 39.460 milions d'euros (15% en forma d'or i la resta en dòlars i iens), i van distribuir aquesta quantitat en proporció al capital del BCE subscrit per cada país.

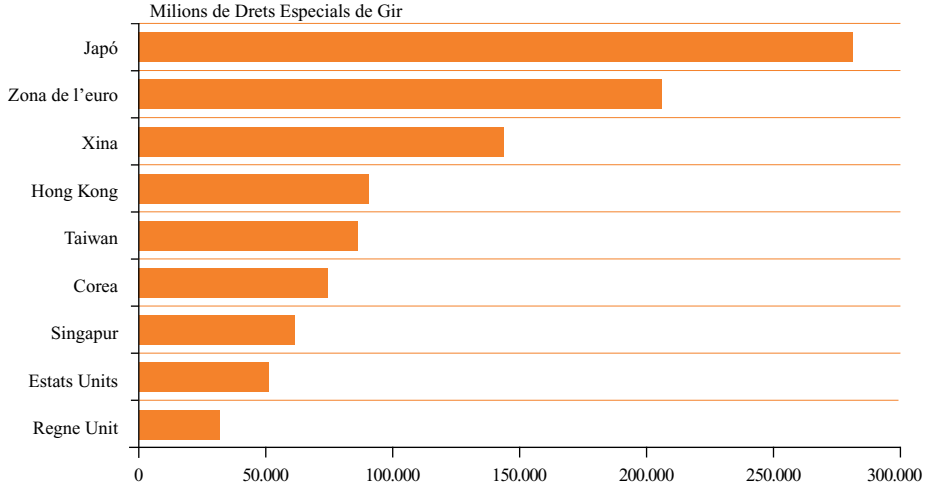
L'objectiu que persegueix la gestió de les reserves exteriors és garantir un volum de recursos líquids suficient per poder intervenir en els mercats canviaris. Es tracta d'una pretensió discutible i discutida, davant l'ingent volum de fons que mouen els mercats (d'1 bilió de dòlars diaris a 1,5, segons les estimacions del Banc Internacional de Pagaments), de manera que els resultats d'una intervenció en els mercats de canvis sempre presenten una elevada incertesa.

En absència d'acords de tipus de canvi amb una àrea o una moneda rellevant en el context del sistema monetari internacional, i sense unes orientacions oficials del Consell sobre el canvi de l'euro, l'operativa de la gestió de la reserva de divises se circumscriu al marc de la política monetària. Així sembla que ho entengui el BCE, que en el butlletí de gener del 2000 afirmava «[...] tota intervenció en els mercats canviaris, així com qualsevol altra

Gràfic 6.1

RESERVES OFICIALS[*]

Març 2001



Nota: Sense or.
Font: FMI.

operació en divises, s'hauran d'inscriure en el context de l'estratègia de política monetària de l'Eurosistema». Però quan el 22 de setembre del 2000 el BCE, juntament amb els altres bancs centrals del G-7, va intervenir en favor de l'euro, el mòbil estava més enllà de les pures preocupacions inflacionistes. En la declaració relativa a aquesta intervenció, el BCE es referia als perills que la trajectòria de l'euro plantejava a l'economia mundial. Es tractava, en definitiva, de frenar la caiguda de la moneda europea abans que aquesta caigués en picat fins a nous mínims. La intervenció, estimada en uns 6.000 milions d'euros, no va tenir èxit, ja que l'euro va patir noves reculades. Però la intervenció es va repetir el mes de novembre davant la nova reculada de la moneda única, aquesta vegada amb el BCE en solitari i repartida en tres sessions en els primers dies del mes. En un primer moment va semblar que l'operació havia tornat a fracassar, però en els dies posteriors l'euro va recuperar posicions.

D'altra banda, la gestió de les reserves exteriors se subjecta als requisits habituals de qualsevol banc central, és a dir, liquiditat i seguretat. Hem de destacar que encara que els bancs centrals nacionals de l'eurozona gestionen en principi les seves pròpies reserves –aquesta gestió s'ha de regir per les estrictes directrius que estableix el Consell del BCE–, i per tant han de comunicar tots els moviments al BCE en temps real i també han de sol·licitar l'aprovació del BCE per a qualsevol transacció que, a causa del seu volum, pugui afectar els tipus de canvi o la liquiditat internacional per sobre de certs límits establerts.

Resum

La responsabilitat del tipus de canvi de l'euro recau en el Consell de Ministres de la UE. Però l'exigència de preservar l'estabilitat dels preus interns impedeix que el Consell pugui decidir una política canviària en contra del criteri del BCE. Es té una certa impressió que hi ha una espècie de buit de poder en l'àmbit canviari, una absència d'autoritat forta que doni suport a la moneda única. De totes maneres, l'euro ha consolidat el seu paper de moneda internacional i ha quedat clar el seu paper en els fòrums internacionals –G7, FMI– i com a moneda de referència per als sistemes monetaris de nombrosos països europeus i no europeus. De totes maneres, encara està molt lluny d'acostar-se al dòlar d'EUA com a actiu internacional de reserva o moneda de referència en els mercats internacionals de matèries primeres.

VII. Per què es va enfonsar l'euro?

El Tractat exigeix que la política monetària doni estabilitat a la moneda única. Però es refereix als preus interns. No estableix quina ha de ser la política de canvi, és a dir, el preu exterior de la nova moneda. El fet és que al llarg del període transitori l'euro ha patit una notable depreciació en relació amb les principals monedes, un fenomen que no s'esperava. En aquest apartat es passa revista a les explicacions que s'han hagut d'improvisar per explicar aquesta evolució, sovint insatisfactòries, perquè no acaben d'aclarir el que ha passat en aquesta fase.

7.1. L'ecu fort de 1998

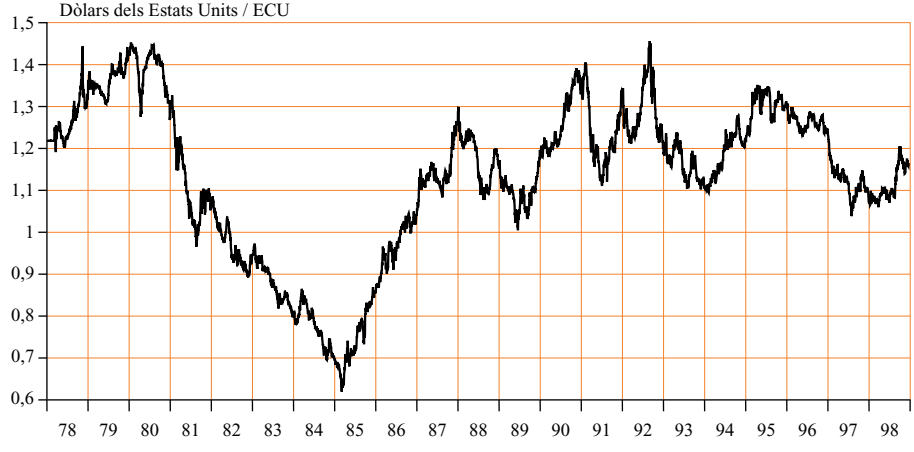
El dia 3 de maig de 1998, els ministres i governadors dels bancs centrals del grup d'estats membres que havien de formar l'àrea de l'euro, la Comissió Europea i l'Institut Monetari Europeu, com a precursor del BCE, van emetre un comunicat conjunt sobre el procediment que s'hauria de fer servir per a la fixació dels tipus de conversió irrevocables de l'euro al final de la segona fase. Això es va fer d'acord amb la decisió, aprovada pel Consell Europeu en la seva reunió de Luxemburg de desembre de 1997, i amb la resolució adoptada pel Consell de la Unió Europea sobre els estats membres que participarien en la tercera fase de la Unió Econòmica i Monetària des del principi.

Segons el Tractat, els tipus de conversió irrevocables de l'euro havien de ser adoptats formalment l'1 de gener de 1999. Com que l'ecu també s'havia de convertir en euros segons la relació 1:1, i ja que la lliura esterlina, la dracma grega i la corona danesa, pertanyents a l'ecu, no participarien en la tercera fase des del començament, no era possible anunciar els tipus de conversió irrevocables de l'euro amb les monedes participants. Per això, es va decidir preanunciar els tipus de canvi bilaterals de les monedes participants en la zona de l'euro que s'utilitzarien el 31 de desembre de 1998, i que determinarien els tipus de canvi irrevocables de l'euro. Es va establir que aquests tipus de canvi bilaterals serien idèntics als tipus centrals declarats en el Mecanisme de Tipus de Canvi del Sistema Monetari Europeu. Així, al llarg dels mesos restants de 1998, les monedes dels països de la zona de l'euro van anar convergint cap als tipus de canvi preanunciats el dia 3 de maig de 1998.

Recordem que l'ecu es va apreciar el segon i el tercer trimestre de 1998 enfront del dòlar nord-americà gràcies al fet que es creia que la crisi dels mercats emergents –moltes economies asiàtiques estaven en recessió– tindria un efecte desfavorable sobre les exportacions dels Estats Units i sobre els

Gràfic 7.1

EVOLUCIÓ DE L'ECU



Font: Thomson Financial Datastream.

beneficis de les empreses nord-americanes a l'exterior. A més, la crisi del deute rus, desencadenada l'agost de 1998, va repercutir negativament en els mercats financers i va motivar expectatives d'una política monetària menys restrictiva de la Reserva Federal nord-americana. Així, l'ecu es va cotitzar a 1,21 dòlars el dia 8 d'octubre, amb una alça del 10% en relació amb el final de 1997. No obstant això, en l'últim trimestre la crisi general va començar a cedir i l'economia nord-americana va mostrar la seva fortalesa, de manera que el 31 de desembre de 1998 el Banc Central Europeu va fixar un tipus de canvi per a l'ecu d'1,1667521 dòlars, que representava un increment anual del 6%.

Globalment, en termes efectius nominals, l'ecu es va revaloritzar el 3,3% l'any 1998, i el 2,7% en termes reals. Això va representar una recuperació parcial de la caiguda registrada en 1997. De fet, l'ecu es va situar una mica per sota del valor mitjà de la dècada dels noranta. No obstant això, en conjunt, l'evolució de l'ecu va dissipar els temors de possibles inestabilitats en la fase prèvia a la fixació definitiva dels tipus de conversió entre l'euro i les monedes nacionals. Això va ser un èxit, sobretot tenint en compte les tensions dels mercats financers internacionals en aquest període.

7.2. Les expectatives de fortalesa de l'euro abans de 1999

La UEM constitueix un projecte complex i atrevit. No hi ha gairebé precedents de la creació d'una moneda única a partir d'una realitat política diversa que únicament està cohesionada pels llaços d'un procés d'integració supranacional. Per tant, representa un experiment apassionant des del punt de vista de l'economia monetària. Per això, abans del llançament de la moneda única es va suscitar un ampli debat sobre si seria una divisa forta, capaç de fer la competència al dòlar, o bé feble. Es pensava que l'euro es mostraria fort i bastant estable des del primer moment. En general, es temien els efectes de la seva fortalesa sobre l'economia de la zona de l'euro. Es donaven tres raons principals per a aquesta suposada fortalesa.

En primer lloc, s'esperava que el BCE, com a hereu directe del Bundesbank, el banc central alemany, portaria a terme una política d'estricta

ortodòxia que ajudés a crear al més aviat possible una reputació antiinflacionista, d'independència i d'estabilitat per a la nova moneda. Així, es creia que per guanyar credibilitat i evitar el risc que es posés en qüestió la moneda única en una primera i crítica fase inicial, els tipus d'interès de referència que establiria l'autoritat monetària serien relativament alts.

En segon lloc, s'esperava que l'economia nord-americana es desacceleraria, mentre que a Europa es preveia una recuperació econòmica. Amb això, el diferencial de tipus d'interès en favor del dòlar s'aniria estrenyent.

També es pensava que la nova moneda es convertiria en un actiu de reserva internacional, ja que la demanda superaria la corresponent a la de les monedes que incloïa. Això recolzava sobre el pes de l'àrea de l'euro en el comerç internacional i en termes de producte interior brut, molt pròxim al d'Estats Units. D'aquesta manera, estava estesa la creença que l'euro provocaria una certa recomposició de les carteres d'actius de molts bancs centrals. Així mateix, també es confiava que els actius en euros serien atractius per als inversors privats.

Una altra opinió estesa era que el gran dèficit per compte corrent d'Estats Units, el 3% del producte interior brut, s'havia de corregir. D'aquesta manera, el bitllet verd tendiria a debilitar-se.

Les estimacions sobre la paritat d'equilibri de l'euro se situaven al voltant d'1,15 dòlars, mentre que la part alta de la banda se situava en 1,40 dòlars. El canvi fixat finalment, d'1,17 dòlars, reflectia la situació del mercat i, en general, les expectatives eren d'una revaloració de la moneda europea en els mesos següents.

7.3. Valoració de les raons que expliquen l'enfonsament de la moneda única

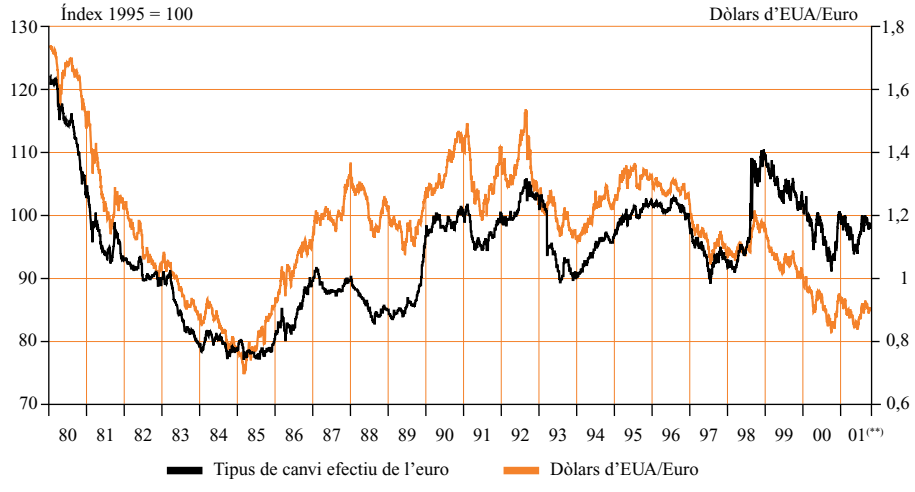
El primer dia de mercat, el 4 de gener de 1999, l'euro no va defraudar i va arribar a cotitzar-se a 1,19 dòlars. Però l'eufòria va durar poc. A partir d'aleshores la moneda única va emprendre una marcada trajectòria descendent. Primer aquesta caiguda va crear desconcert, després incredulitat i finalment inquietud respecte al sòl al qual podia arribar. A principis de l'estiu de

1999 semblava que s'havia arribat a un límit i que era possible començar a recuperar el terreny perdut. Les esperances van ser inútils. Després de l'estiu, la reculada es va intensificar i l'euro es va acostar a la paritat 1:1 contra el dòlar, una frontera que es considerava molt difícil de traspassar. No tan sols es va superar la citada paritat a principis de l'any 2000, sinó que, a més, es va intensificar la caiguda. Així, el dia 22 de setembre, el BCE va anunciar la seva primera intervenció en suport de l'euro, juntament amb la dels principals bancs centrals. Aquest, no obstant, va baixar fins a un mínim de 0,823 dòlars el 26 d'octubre, amb una depreciació del 29,5% en relació amb el valor de llançament.

El BCE va tornar a fer intervencions a principis de novembre. A final del mateix mes la moneda única va iniciar una remuntada en un marc de caiguda de l'activitat econòmica dels principals socis comercials de la zona de l'euro i amb unes perspectives de creixement sostingut en l'àrea de l'euro, que va durar fins al començament del 2001, quan la cota de 0,96 dòlars no va

Gràfic 7.2

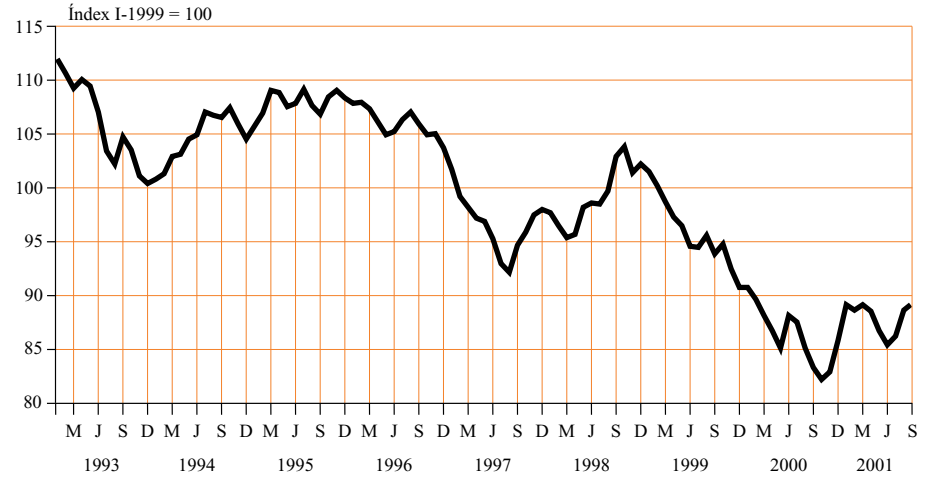
EVOLUCIÓ DE L'EURO (*)



Notes: (*) Euro sintètic fins a l'1-1-1999.
(**) Dia 5 de novembre.
Font: Thomson Financial Datastream.

Gràfic 7.3

TIPUS DE CANVI EFECTIU REAL DE L'EURO



Font: Banc Central Europeu.

poder ser traspassada i la divisa europea va iniciar novament un camí de depreciació. Així, va arribar a un mínim anual de 0,834 dòlars el dia 6 de juliol, poques setmanes després del *no* irlandès al Tractat de Niça. Des de llavors la cotització de la divisa comunitària davant del bitllet verd va rebotar, no sense sobresalts, i es va aprofitar l'enterboliment de les expectatives econòmiques als Estats Units.

En conjunt, la caiguda global de l'euro no ha estat tan accentuada com davant del dòlar, tot i que és considerable. Així, mesurada pel tipus de canvi efectiu nominal en què es ponderen els tipus de canvi bilaterals més rellevants pel volum de comerç exterior, l'euro es va depreciar el 22,6% des del final de 1998 fins al mínim del 26 d'octubre del 2000. En termes reals, és a dir, tenint en compte els diferencials d'inflació, la baixada de l'euro va ser inferior, del 19,5% fins al mínim d'octubre del 2000, i del 12,7% fins al setembre de 2001. De totes maneres, aquest índex assenyala en contrapartida un significatiu guany de competitivitat de la zona de l'euro, que ha servit per donar impuls a les exportacions.

La forta caiguda de l'euro va provocar preocupació en l'opinió pública europea. Considerant la novetat de la moneda es van suscitar qüestions relatives a l'adequació del seu disseny. Davant del debat, en primer lloc s'ha d'analitzar per què van fallar les previsions de fortalesa de l'euro; en segon lloc, per què s'ajornava tant la recuperació i, finalment, per què la moneda única s'hauria d'acabar apreciant.

Però abans de res ens hem de preguntar: la caiguda de l'euro durant els primers tres anys de vida ¿ha estat realment extraordinària i hem de deduir per tant implicacions específiques de la moneda única? La volatilitat de l'euro en el període 1999-2001 ¿ha estat superior a la de les principals monedes, el dòlar, el marc alemany o el ien?

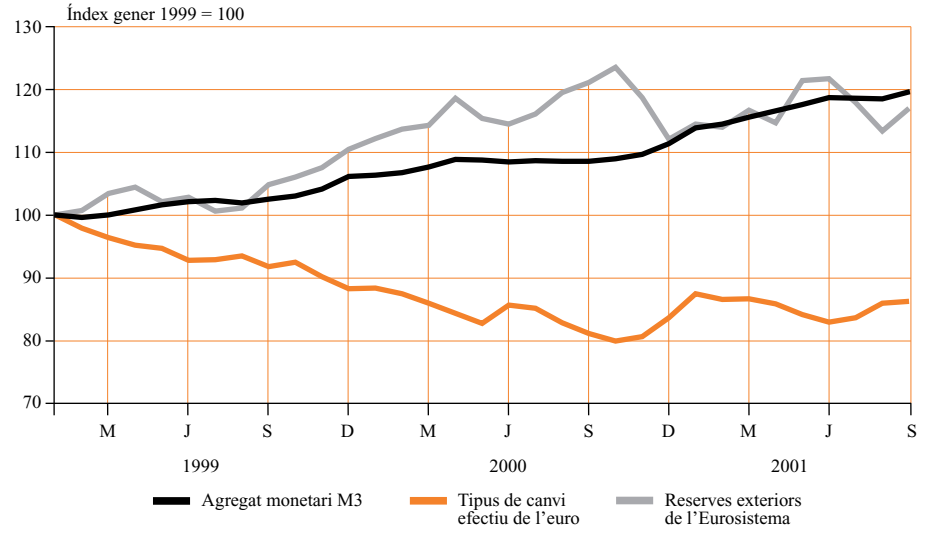
Com se sap, sota un règim de flotació de tipus de canvi, les monedes poden experimentar fluctuacions intenses i es poden allunyar durant períodes de temps prolongats de la seva paritat d'equilibri, i la seva reputació no n'ha de sortir perjudicada. En efecte, el dòlar, per exemple, des de febrer de 1985 fins a finals de 1986, un període de 22 mesos comparable al de la màxima caiguda de l'euro, va baixar ni més ni menys que el 40,0% contra l'ecu. Pel que fa al ien, per exemple, i en un període més recent, en poc més de setze mesos, des d'agost de 1998 fins al final de 1999, es va depreciar el 30,9% contra el dòlar. Així mateix, la volatilitat registrada per l'euro davant del dòlar en la seva curta vida és comparable a l'anotada en l'última dècada pel marc alemany, i inferior a la del ien.

En relació amb la caiguda de l'euro, l'ecu va arribar a baixar fins a 0,64 dòlars l'any 1985, mentre que l'*euro sintètic* (la reconstrucció de l'euro a partir de les monedes que actualment el formen) va arribar a 0,69 dòlars el mateix any, bastant per sota nominalment del mínim de l'euro d'octubre de l'any 2000.

A pesar de les consideracions anteriors, ens podem plantejar les preguntes formulades més amunt. Les previsions dels analistes en relació amb l'evolució de l'euro van fallar en primer lloc perquè, com s'ha comentat al capítol V, la política monetària del BCE va ser més aviat laxa, i la seva credibilitat es va deteriorar en certa mesura. En el gràfic 7.4 es pot apreciar que l'agregat monetari M3 va créixer de forma bastant regular. Així mateix, les

Gràfic 7.4

POLÍTICA MONETÀRIA I CANVIÀRIA



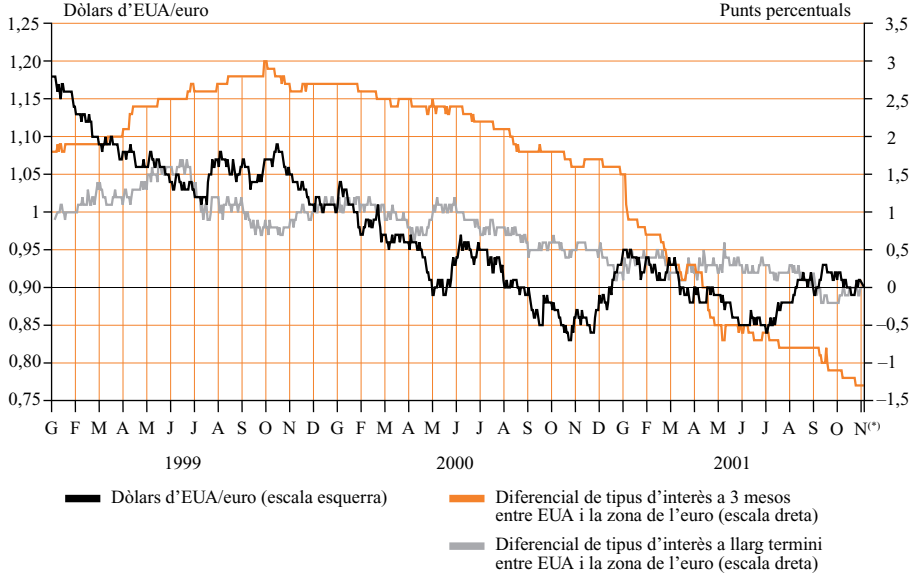
Fonts: Banc Central Europeu i elaboració pròpia.

reserves exteriors de l'Eurosistema van experimentar una baixa sensible durant el període en què el BCE va intervenir per donar suport a la moneda única. El BCE va compensar les sortides de capitals de la zona de l'euro amb la injecció de liquiditat al sistema financer i només va intervenir en el mercat de canvis puntualment.

Tampoc es van complir les previsions cícliques en relació amb els Estats Units i la zona de l'euro. L'economia nord-americana va tenir el període més llarg d'expansió des de la Segona Guerra Mundial, mentre que l'àrea de l'euro va trigar més del que es preveia a reactivar-se. En aquest context, el diferencial de tipus d'interès a curt termini entre el dòlar i l'euro es va ampliar durant els tres primers trimestres de 1999 i només l'abril del 2001 va passar a favor de l'euro, i el diferencial de tipus d'interès a llarg termini solament ho va fer, i transitòriament, al setembre del 2001. Ja l'any 2001, els operadors dels mercats van apostar per una recuperació ràpida als Estats Units, i no perdien de vista l'elevada taxa d'atur a Europa, i això va pressionar el diferencial de tipus d'interès.

Gràfic 7.5

COTITZACIÓ DE L'EURO DAVANT DEL DÒLAR I DIFERENCIALS DE TIPUS D'INTERÈS



Nota: (*) Dia 5 de novembre.
Fonts: Banc Central Europeu i elaboració pròpia.

D'aquesta manera, els actius denominats en dòlars van tenir durant la major part del període de transició l'atractiu d'una rendibilitat més gran que la dels actius en euros. A més, els dos primers anys de la tercera fase de la Unió Monetària, les accions nord-americanes van tenir un gran predicament gràcies a unes altes taxes d'augment de la productivitat de les companyies nord-americanes i a les conseqüents taxes elevades de rendibilitat que es preveien. Addicionalment, es van registrar importants fluxos nets negatius d'inversió directa en l'àrea de l'euro, que en gran part es van dirigir cap als Estats Units. Això va estar motivat per una sèrie de fusions i adquisicions d'empreses nord-americanes per part d'empreses de la zona de l'euro, sovint vinculades a societats de sectors relacionats amb les noves tecnologies de la comunicació i la informació. El gran dinamisme dels Estats Units, la seva gran flexibilitat econòmica i la seva capacitat d'absorció i d'aplicació de les noves

Gràfic 7.6

INVERSIONS DIRECTES I DE CARTERA A LA ZONA DE L'EURO

Nota: (*) Milers de milions d'ecu fins al final de 1998; fluxos nets.
Font: Banc Central Europeu.

tecnologies expliquen aquesta major atracció de capital. Europa, més endarrerida en el procés de la denominada nova economia i amb unes reformes estructurals més lentes, va patir una situació de desavantatge en aquest sentit.

A més, els canvis en la composició de les carteres dels inversors internacionals no van anar en la direcció esperada pels eurooptimistes. El procés de desregulació financera a Europa, juntament amb la creació de l'euro, més aviat va impulsar una diversificació de les carteres en benefici del dòlar. L'euro va ser més usat per al finançament que per a la inversió, amb una important emissió de bons en euros per part de no residents en l'àrea de l'euro. Això va ocasionar una sortida de capitals igualment notable. Pel costat de la inversió sembla com si els mercats haguessin assignat una prima de risc als actius en euros, amb la conseqüent penalització. Addicionalment, les expectatives d'alguns agents d'una ràpida recomposició de les reserves dels bancs centrals

en favor de l'euro es van mostrar incorrectes, i es va revelar que els instituts monetaris mantenen en aquest aspecte postures conservadores que tampoc no han estat favorables a l'euro.

En total, els moviments de capitals associats a inversions directes i de cartera van implicar sortides netes de capitals durant la major part del període analitzat. Això, lògicament, va pressionar l'euro a la baixa.

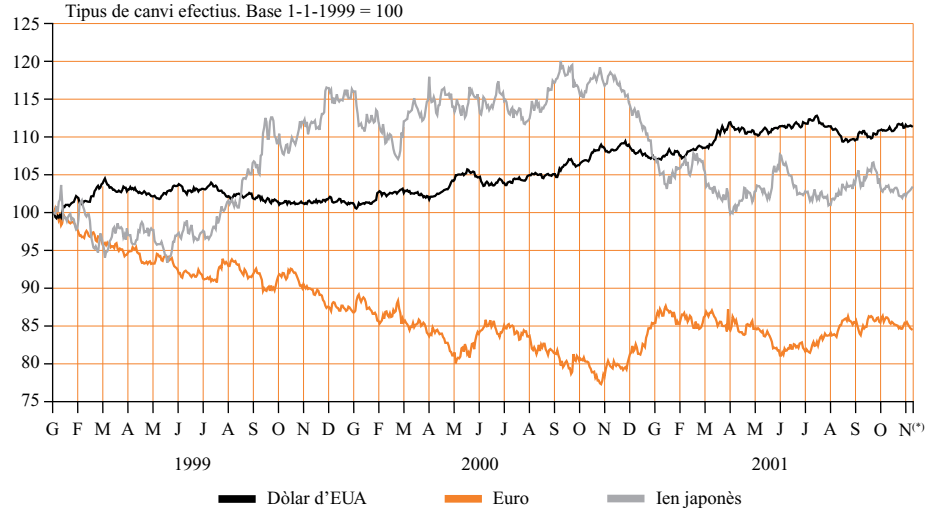
Els problemes de l'euro també s'han atribuït, sobretot per part de la premsa, a una deficient política de comunicació del BCE. A més, s'ha ressaltat que en nombroses ocasions les instàncies comunitàries no han parlat amb una sola veu respecte a l'euro. Ja els primers mesos de vida de la moneda única es van produir dissensions entre el BCE i diversos polítics europeus que van debilitar la confiança en l'euro qüestionant-se el compliment rigorós del Pla d'Estabilitat i Creixement, etc.

Una altra crítica se centra en els elements institucionals i assenyala que el projecte de l'euro està destinat al fracàs perquè no compta amb el suport d'un poder polític fort, a diferència del dòlar o del ien. Aquest plantejament, però, és difícil de justificar empíricament. D'altra banda, també es va raonar que les expectatives de l'euro eren dolentes a causa de la prevista ampliació als països de l'Est d'Europa, molt menys desenvolupats econòmicament, i també del fet que no s'ha avançat suficientment per resoldre els problemes institucionals que es plantegen. En aquest sentit la cimera de Niça del desembre del 2000 va ser una decepció.

Des d'un altre punt de vista, també hi va haver consideracions que en realitat no es tractava de la debilitat de l'euro, sinó més aviat de la fortalesa del dòlar. Observant el gràfic 7.7 de l'evolució dels tipus efectius nominals del dòlar, de l'euro i del ien es pot deduir que la debilitat de l'euro és un reflex de la fortalesa del dòlar només parcialment. En aquesta línia, també es va adduir en diversos moments de turbulències en els mercats financers internacionals que el dòlar pujava perquè en moments d'incertesa en l'escena mundial capitalitzava l'efecte refugi, mentre que el mercat no confiava en el BCE. Això és difícil de verificar, encara que probablement en algun moment concret fos veritat.

Gràfic 7.7

EVOLUCIÓ DE LES PRINCIPALS MONEDES



Fonts: Thomson Financial Datastream, Banc Central Europeu i elaboració pròpia.

Així mateix es va destacar que una causa de la fortalesa del dòlar s'atribueix a l'encariment del cru, ja que les importacions de petroli es facturen en dòlars, amb una major demanda de la moneda nord-americana. Circumstancialment, això va donar suport al dòlar.

Igualment, un altre argument utilitzat el 2001 és que en acostar-se la data de la posada en circulació dels bitllets físics en euros i la conseqüent pèrdua de validesa legal dels bitllets de les monedes participants, una gran quantitat de bitllets en marcs alemanys no declarats a les autoritats a Rússia, països de l'Est i altres regions s'estaven convertint en dòlars, i això explicaria la baixada de l'euro. No obstant això, la importància d'aquest factor ha de ser molt limitada considerant el seu volum relatiu.

Finalment, algunes anàlisis han subratllat que ajornar a l'any 2002 la posada en circulació dels bitllets i monedes en euros va ser un error, ja que deteriora la confiança en la moneda única pel fet que les velles monedes components encara no han desaparegut, almenys psicològicament, de la ment dels operadors. Es tracta d'un altre argument de comprovació difícil.

Les perspectives per a l'euro a mitjà termini continuen sent de recuperació, motiu pel qual hauria de tornar a superar la paritat amb el dòlar si s'aplica una política econòmica adequada. Aquesta predicció es basa en què els indicadors de la paritat d'equilibri, fins i tot el popular Big Mac, assenyalen que la moneda única està infravalorada, i en canvi el valor al qual ha arribat el dèficit corrent dels Estats Units no és sostenible. A més, una major integració dels mercats financers europeus reforçarà l'euro.

Resum

Abans de l'adopció de l'euro, a principis de 1999, la majoria de previsions manejaven un euro fort des del primer moment. La realitat va defraudar aquestes expectatives perquè els supòsits en què es basaven van fallar. Així, el BCE no va fer una política monetària tan estricta com s'esperava, sinó més aviat laxa. L'economia dels Estats Units fins a l'últim trimestre del 2000 es va mostrar més forta que l'europea, en contra del que s'anticipava, i amb això els moviments de capitals es van orientar d'Europa cap als Estats Units, fet que va pressionar l'euro a la baixa. A més, molts altres factors han contribuït en aquest període al debilitament de l'euro. No obstant això, la caiguda de l'euro, si bé és important, està dins del patró normal del règim de tipus de canvi flexibles, i no es pot afirmar que qüestiona el projecte de la Unió Monetària.

Segona part

L'EURO
I L'ECONOMIA EUROPEA

VIII. Els dotze de l'euro

La intenció dels líders polítics que van crear les Comunitats Europees els anys cinquanta era instaurar una gran àrea on circulessin lliurement les mercaderies, els treballadors, els capitals i els serveis. Es tractava, en definitiva, de trencar les fronteres nacionals de la miríade d'estats en què estava dividida Europa i d'aquesta manera organitzar un Mercat Comú on no hi hagués traves als moviments de mercaderies i de factors productius. Hi havia el convenciment que aquesta era la millor manera d'alliberar el gran potencial econòmic que Europa conservava i d'assegurar el progrés econòmic i social, i també la pau, a Europa. En el decurs dels anys, la meta del Mercat Comú es va aconseguir d'acord amb el que va establir al Tractat de Roma, però en la realitat les traves a la lliure circulació eren importants. Jacques Delors, president de la Comissió entre 1985 i 1995, va llançar el projecte d'un gran Mercat Interior per a l'any 1993, que satisfaria definitivament les aspiracions inicials. Un cop aconseguida aquesta meta, es va plantejar la moneda única. La consigna era *un mercat, una moneda*. L'euro és, doncs, la culminació del projecte europeista en l'àmbit econòmic.

En quina mesura la moneda única ha contribuït a perfeccionar el gran Mercat Interior? Aquesta és la pregunta que ens plantegem en aquesta part, tot i que la curta vida de l'euro no permeti més que apuntar algunes línies bàsiques de l'abast d'aquest pas transcendental en la construcció europea. En aquest primer capítol es compara la grandària de l'actual zona de l'euro amb la de les altres dues grans economies mundials, els Estats Units i el Japó,

alhora que es contraposen tres trets característics de l'economia europea amb aquestes potències.

8.1. La zona de l'euro al món

La integració monetària de dotze economies europees petites i mitjanes, que individualment representen entre l'1% i el 4% del producte interior brut (PIB) mundial, ha conduït a la creació d'una zona econòmica de notables dimensions. És, amb caràcter general, una gran economia, que supera en *població* als Estats Units (la zona de l'euro té un 11% més d'habitants) i al Japó (la població de la zona de l'euro és dues vegades i mitja més gran) i que concentra el 16% de la *producció mundial*, cosa que la situa per sota dels Estats Units, que representen el 22% del producte mundial, però molt per sobre del Japó, que no arriba al 8%. No obstant això, la combinació de més població i menys producció condueix a una *renda* relativa netament inferior a la dels Estats Units o del Japó. En termes de paritat de poder adquisitiu, el PIB per capita dels Estats Units el 2000 era un 48% més gran que el de l'eurozona, mentre que el del Japó era un 11% superior.

L'*estructura productiva* és, en termes generals, similar en les tres zones. Com és característic de les economies desenvolupades, totes tres estan fortament terciaritzades, si bé destaca el major avenç dels Estats Units en aquest àmbit. El pes del sector industrial és superior al Japó, mentre que la zona de l'euro i els Estats Units se situen en un ordre de magnitud similar. En canvi, el percentatge de la producció que genera el sector primari és superior en la UEM.

Pel que fa al *comerç exterior*, la zona de l'euro, a pesar de ser la resultant de la suma de multitud d'economies obertes petites i mitjanes, presenta un grau d'obertura comercial conjunta significativament menor, una conseqüència de l'alt nombre d'intercanvis que els socis de la zona mantenen entre si. Amb tot, l'àrea de l'euro té un grau d'obertura comercial notablement superior al dels Estats Units i el Japó. Mesurat per la mitjana de la suma d'exportacions i importacions sobre el PIB, l'eurozona intercanvia l'equivalent al 16% del seu producte, enfront del 12% dels Estats Units i del 10% del Japó. El comerç exterior de la zona de l'euro es concentra principalment en els tres

Quadre 8.1

INDICADORS ECONÒMICS FONAMENTALS DE LA ZONA DE L'EURO, ELS ESTATS UNITS I EL JAPÓ

	Període de referència	Unitat	Zona de l'euro[1]	Estats Units	Japó
Població[2]	2000	Milions	302	292	127
Extensió	2000	Milers km²	2.496	9.373	378
PIB (% del PIB mundial)[3]	2000	%	16,0	22,0	7,3
PIB	2000	Milers de milions d'euros	6.544	10.738	5.153
PIB per capita	2000	Euros	21.688	36.776	40.574
PIB per capita	2000	PPA	100	147,7	111,2
Sectors de producció[4]					
Agricultura, pesca, silvicultura	1999	% del PIB	2,8	1,6	1,8
Indústria (inclosa construcció)	1999	% del PIB	28,5	27,3	36,4
Serveis	1999	% del PIB	68,7	71,1	61,9
Taxa d'atur (% de la població activa)	2000	%	8,9	4,0	4,7
Taxa d'ocupació[5][6]	1999	%	60,5	73,9	68,9
Exportacions de béns[7]	1999	% del PIB	12,9	7,4	9,3
Exportacions de béns i serveis[7]	1999	% del PIB	16,9	10,3	10,7
Importacions de béns[7]	1999	% del PIB	11,8	11,1	6,4
Importacions de béns i serveis[7]	1999	% del PIB	15,9	13,2	9,1
Exportacions (% de las exportacions mundials)[8]	1999	%	18,9	15,2	9,1
Balança per compte corrent[7]	1999	% del PIB	–0,2	–3,6	2,5
Administracions públiques					
Superàvit (+) o dèficit (–)[9]	2000	% del PIB	–0,8	1,7	–7,6
Deute públic[10]	2000	% del PIB	70,2	63,2	125,6
Recursos	2000	% del PIB	47,3	33,8	32,9
Ocupacions	2000	% del PIB	47,1	32,0	40,5

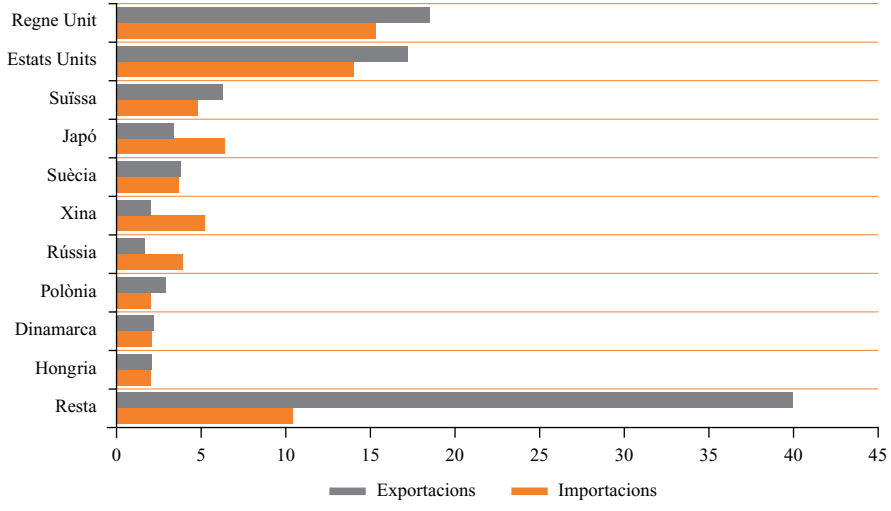
Notes: (1) Inclou Grècia. (2) A u de gener del 2000. (3) Els percentatges del PIB es basen en la paritat de poder adquisitiu dels PIB dels diferents països. (4) Basat en el valor afegit real. Les dades corresponents als Estats Units i al Japó es refereixen a 1997. (5) Les dades corresponents a Grècia es refereixen a 1998. (6) Nombre d'ocupats en percentatge de la població en edat laboral amb edats compreses entre 15 i 64 anys. (7) Les dades de la balança de pagaments només inclouen, per a la zona de l'euro, el comerç fora d'aquesta zona. (8) Les exportacions mundials exclouen el comerç dins de la zona de l'euro. (9) No inclouen els ingressos atípics per llicències de tercera generació. (10) Les dades dels Estats Units i del Japó es refereixen al 1999.
Fonts: Eurostat, Comissió Europea, Banc Central Europeu, OCDE, FMI i elaboració pròpia.

països de la UE que no formen part de la UEM (Regne Unit, Suècia i Dinamarca). Fora de l'àmbit comunitari, els principals socis individuals són els Estats Units i, a llarga distància, Suïssa i el Japó (vegeu el gràfic 8.1). Aquests tres països són representatius, quan es contemplen les grans àrees econòmiques mundials, de la importància comercial que tenen per a la UEM les zones més properes geogràficament –com els països d'Europa Central i Oriental, futurs membres de la UE, i els països mediterranis– i Amèrica i Àsia. La resta del globus és pràcticament marginal per a la zona de l'euro en termes de transaccions exteriors.

Gràfic 8.1

PRINCIPALS SOCIS COMERCIALS DE LA ZONA DE L'EURO EL 2000

Percentatge sobre el total



Fonts: Eurostat i elaboració pròpia.

8.2. Tres àmbits singulars de la zona de l'euro (I): el mercat de treball

A pesar de les importants reformes dutes a terme els últims anys, tres són possiblement els trets estructurals que més caracteritzen la zona de l'euro: el funcionament del mercat de treball de l'eurozona és comparativament menys eficient que el dels seus socis mundials, el pes del sector públic europeu es manté molt per sobre dels seus equivalents nord-americà i nipó i, finalment, els mercats de béns i serveis són comparativament menys eficients i més protegits de la competència que els dels Estats Units.

Així, el *mercat de treball* de la zona de l'euro presenta el 2000 el manteniment d'una diferència notable i poc satisfactòria en les taxes d'atur (8,9% a la UEM davant d'aproximadament la meitat als Estats Units i al Japó) i d'ocupació (60%, 74% i 79% a l'eurozona, als Estats Units i al Japó, respectivament).

Aquest pitjor comportament relatiu és degut, segons el que es dedueix de la majoria dels abundants estudis de la qüestió, a aspectes institucionals propis dels mercats de treball europeus (vegeu els quadres 8.2 i 8.3, per a una selecció d'indicadors), entre els quals es poden destacar els següents:

1. La proporció de costos no salarials sobre el total de costos laborals és superior a Europa. Aquesta situació s'agreuja en determinats col·lectius, com els treballadors de baixa qualificació.

2. A Europa, la bretxa entre el cost salarial per a l'empresa –que inclou els impostos al seu càrrec– i el salari net del treballador, és a dir, un cop deduïts els impostos sobre el treball, és més gran que en els països amb índexs d'atur més reduïts. Encara que l'evidència indica que l'índex d'atur a llarg termini no està estretament vinculat amb aquesta bretxa (coneguda com a *tascó fiscal*), els canvis de magnitud es tradueixen en variacions a curt termini de l'índex d'atur.

3. La quantia i la durada del subsidi d'atur, valorades com a excessivament generoses en la majoria de països europeus, són considerades un incentiu negatiu perquè l'aturat accepti un nou lloc de treball.

Quadre 8.2

INDICADORS D'ASPECTES INSTITUCIONALS I REGLAMENTARIS DEL MERCAT DE TREBALL (I)

	Taxa d'atur	Legislació relativa a la protecció de l'ocupació (1998)[1]					
		Índex global[2]		Contractes indefinits		Contractes temporals	
	Mitjana 1997-99	Índex	Classificació	Índex	Classificació	Índex	Classificació
Espanya	18,4	3,2	4	2,8	4	3,7	2
Itàlia	12,2	3,3	3	3,0	3	3,6	3
França	11,9	3,1	5	2,5	6	3,7	2
Finlàndia	11,6	2,1	8	2,3	7	1,9	9
Grècia	9,5	3,5	2	2,6	5	4,5	1
Alemanya	9,4	2,8	6	3,0	3	2,5	6
Bèlgica	8,8	2,1	8	1,6	9	2,6	5
Suècia	8,5	2,4	7	3,0	3	1,8	10
Irlanda	8,0	1,0	10	1,7	8	0,3	13
Regne Unit	6,2	0,5	11	0,7	10	0,3	13
Portugal	5,5	3,7	1	4,3	1	3,2	4
Dinamarca	5,2	1,5	9	1,7	8	1,2	12
Àustria	4,4	2,4	7	2,8	4	2,0	8
Països Baixos	4,4	2,4	7	3,2	2	1,5	11
Zona de l'euro[3]	11,7	2,9	–	2,8	–	3,0	–
Estats Units	4,6	0,2	12	0,1	11	0,3	14
Japó	4,1	2,6	6	3,0	3	2,3	7

Notes: (1) Els índexs es calculen com la suma ponderada de diferents característiques qualitatives (procediment, cost de l'acomiadament, tipologia de treball que pot ser objecte d'un treball temporal, etc.). Com més gran és l'índex, més baix és el grau de protecció de l'ocupació.
(2) Mitjana dels índexs de contractes indefinits i temporals.
(3) Sense Grècia.
Font: OCDE.

4. Els mecanismes de protecció de l'ocupació, més estrictes a Europa, comporten uns costos d'acomiadament superiors, situació que incentiva la reducció de la contractació del nombre de treballadors i que impulsa la contractació temporal.

5. Els mecanismes de negociació col·lectiva que ofereixen uns resultats millors són els que estan molt centralitzats o totalment descentralitzats. Els models parcialment descentralitzats, per exemple els basats en negociacions col·lectives sectorials, tendeixen a amplificar els efectes negatius dels

Quadre 8.3

INDICADORS D'ASPECTES INSTITUCIONALS I REGLAMENTARIS DEL MERCAT DE TREBALL (II)

	Grau de centralització (1998)[1]	Polítiques actives del mercat de treball (1997)[2]		Salari mínim (1997)[3]	
	Centralització	Índex	Classificació	Índex	Classificació
Espanya	2	0,56	5	32,4	6
Itàlia	3	1,08	7	–	–
França	2	1,37	10	57,4	1
Finlàndia	2	1,57	11	–	–
Grècia	–	0,35	3	51,4	2
Alemanya	3	1,25	8	–	–
Bèlgica	2	1,29	9	50,4	3
Suècia	2	2,09	14	–	–
Irlanda	3	1,66	13	–	–
Regne Unit	1	–	–	–	–
Portugal	2	0,87	6	32,4	6
Dinamarca	2	1,80	13	–	–
Àustria	3	0,45	4	–	–
Països Baixos	3	1,65	12	49,4	4
Zona de l'euro[4]	2-3	1,20	–	–	–
Estats Units	1	0,18	2	38,1	5
Japó	1	0,10	1	30,8	7

Notes: (1) Mesura sintètica del grau de centralització de la negociació col·lectiva, on 3 indica un grau elevat de centralització i 1 un grau baix de centralització.
(2) Suma de la despesa dedicada a les polítiques actives d'ocupació en percentatge del PIB. Les dades d'Itàlia i Irlanda són de 1996.
(3) Índex calculat com a ràtio del salari mínim sobre la remuneració mitjana a temps complet.
(4) Sense Grècia.
Font: OCDE.

mecanismes de protecció de l'ocupació i a incrementar el *tascó fiscal*. En la majoria de països europeus dominen els models parcialment descentralitzats, a diferència dels Estats Units i del Japó, que presenten un grau de descentralització elevat.

No obstant això, més enllà d'aquests aspectes institucionals, recordem que l'evidència empírica disponible també destaca la importància de la falta de competència en els mercats de béns i serveis, ja que limita la iniciativa empresarial, negativament afectada per les barreres d'entrada a determinats

sectors, i incentiva un grau d'innovació menor, dos elements que contribueixen a l'excessiu índex d'atur europeu. De fet, empíricament es constata l'existència d'una intensa relació entre el grau de rigidesa dels mercats de béns i serveis, una qüestió que posteriorment es tractarà, i el del mercat de treball.

8.3. Tres àmbits singulars de la zona de l'euro (II): el sector públic

Per la seva banda, el volum del *sector públic* de la zona de l'euro, mesurat com a percentatge de la despesa pública sobre el PIB, és del 47% l'any 2000, enfront del 32% dels Estats Units i al 40% del Japó. A més de les diferències en dimensió, l'estructura d'ingressos és notablement diferent en les tres zones.

Una primera aproximació als recursos públics es pot fer considerant la càrrega fiscal, definida com la ràtio dels ingressos tributaris sobre el PIB. La zona de l'euro suportava una càrrega fiscal del 43% del PIB l'any 1999, al voltant de 15 punts més que la dels Estats Units i del Japó. Aquesta càrrega fiscal té, així mateix, una composició diferent, ja que, encara que aproximadament la meitat dels ingressos s'obtenen en les tres àrees gràcies als impostos que afecten el factor treball, els ingressos derivats del capital arriben al 25% del total als Estats Units, davant del 15% de l'eurozona i del Japó. La tercera part restant dels ingressos fiscals en la zona de l'euro i del Japó s'obté de la imposició sobre el consum, davant del 25% dels Estats Units.

No obstant això, més enllà d'aquestes diferències de composició, que emanen de l'anàlisi de les càrregues fiscals, s'obté una visió més precisa si s'estudia l'esforç fiscal que recau en els factors capital i treball i sobre el consum. Per això, es relacionen els ingressos de diferents categories de tributs amb les bases que teòricament es corresponen amb el capital (benefici empresarial brut), treball (salari brut) i consum (despesa en consum) i s'obté el que es coneix com a taxa fiscal efectiva (vegeu el quadre 8.4). D'aquest càlcul es deriva que en la zona de l'euro, l'esforç fiscal sobre el treball és notablement superior que als Estats Units i al Japó, un resultat que es pot vincular amb la discussió anterior sobre els majors índexs d'atur europeus. També ho és, encara que en menor grau, l'esforç fiscal del consum. En canvi, la taxa fiscal

efectiva sobre el capital és menys dispar en les tres àrees, una conseqüència lògica de la mobilitat del factor que es grava.

Quan es revisa l'evolució a llarg termini, es fa evident que l'important augment de l'esforç fiscal en la zona de l'euro, de més de deu punts del PIB en el període 1970-1999, ha recaigut fonamentalment en el factor treball (acumula set punts del PIB d'augment) davant del capital (increment de dos punts) i del consum (un punt).

Quadre 8.4

TAXES FISCALS EFECTIVES EL 1999

En percentatge

	Costos laborals no salarials	Taxa fiscal sobre la renda personal	Taxa fiscal sobre el treball	Taxa fiscal sobre el capital	Taxa fiscal sobre el consum
Bèlgica	26,5	24,9	44,8	23,7	20,5
Alemanya	31,8	17,8	44,0	15,9	17,9
Espanya	21,9	10,2	29,9	18,5	17,7
França	32,1	15,2	42,4	22,6	24,5
Irlanda	12,2	13,7	24,2	20,8	24,8
Itàlia	23,1	16,5	35,8	26,2	22,9
Luxemburg	20,9	12,8	31,0	34,0	25,7
Països Baixos	28,3	12,0	36,9	25,1	19,5
Àustria	26,2	19,5	40,6	18,8	23,4
Portugal	19,9	9,8	27,8	24,6	22,7
Finlàndia	23,6	25,9	43,3	24,1	24,5
Euro-11	28,1	16,2	39,8	20,9	20,9
Dinamarca	5,6	1,2	44,5	28,0	30,5
Grècia	22,9	8,3	29,3	19,5	20,0
Suècia	25,4	34,7	51,3	27,9	28,0
Regne Unit	11,9	15,1	25,2	35,1	18,2
Unió Europea	24,8	17,0	37,6	23,6	20,8
Estats Units	11,6	13,9	23,9	22,7	9,3
Japó	16,5	4,6	20,3	18,7	13,6

Fonts: OCDE i Comissió Europea.

Finalment, les finances públiques presenten un grau de sanejament diferent en les tres àrees. Els Estats Units van arribar a un superàvit pressupostari d'un volum molt significatiu, l'1% del PIB l'any 1999, una fita cap a la qual els països de la zona de l'euro també han anat tendint des de principis de la dècada dels noranta, quan es va partir de valors de dèficit públic superiors al 4% del PIB. Tot i que actualment la mitjana de dèficit públic encara està lluny de l'equilibri, concretament arribava a l'1,2% del PIB l'any 1999, hem de destacar que les previsions contingudes en els plans d'estabilitat dels països de la zona de l'euro apunten que se situarà en un equilibri pressupostari l'any 2003. El Japó, en canvi, ha hagut de renunciar a una consolidació fiscal comparable a l'europea o a la nord-americana i, per tal de donar suport a la seva economia, va arribar a un dèficit públic del 7% del PIB l'any 1999. En conseqüència, amb aquests diferents camins de consolidació pressupostària, l'eurozona i els Estats Units arriben a un índex de deute públic similar, mesurat en percentatge del PIB, mentre que el Japó se situa, aproximadament, en el doble de la mitjana de la zona de l'euro.

8.4. Tres àmbits singulars de la zona de l'euro (III): mercats de béns i serveis

En termes comparats, els *mercats de béns i serveis* europeus han estat tradicionalment sotmesos a un conjunt de regulacions i d'intervencions públiques i a una sèrie de pràctiques empresarials que n'han reduït l'eficiència en relació amb altres zones econòmiques integrades, i especialment, al referent en aquesta matèria, els Estats Units.

El menor grau de competència que es deriva d'aquesta situació comporta que els mercats europeus siguin compatibles amb l'existència de costos i marges de beneficis majors, que exigeixen un grau d'innovació tecnològica i organitzativa menor per garantir la competitivitat i, en definitiva, que comparativament assoleixin millores de la productivitat inferiors. En canvi, l'increment en la competència comportarà, en última instància, millores d'eficiència que s'haurien de traduir en augments de la productivitat i, per tant, del creixement potencial.

Encara que és cert que en l'última dècada s'ha avançat notablement en les reformes estructurals destinades a millorar el funcionament dels mercats de béns i serveis, la veritat és que la situació europea encara es veu penalitzada per certs trets específics notablement vinculats entre si: la integració dels mercats no és total; a pesar de la seva reducció, persisteixen certes distorsions a causa dels sistemes d'ajudes públiques; la liberalització dels sectors clau està encara en procés i, finalment, la regulació pública encara es pot considerar excessiva.

En relació amb el primer d'aquests àmbits, hem de reconèixer que la integració dels mercats comunitaris va rebre un notable impuls amb la realització del Mercat Interior l'any 1993. A pesar d'això, certs indicadors parcials assenyalen la necessitat de millorar en aquest camp. Una mesura directa que registra la positiva evolució recent, però també l'exigència d'aprofundir la integració, és l'evolució dels fluxos comercials de mercaderies, que presenten una tendència suau però persistent a augmentar (vegeu el gràfic 8.2).

No obstant això, potser el millor indicador de guanys d'eficiència seria que els mercats registressin una disminució del grau de divergència dels índexs de preus, encara que recordant que certs factors nacionals o locals (imposició, nivell de renda, etc.) motivaran sempre una part de les diferències que els preus registraran en els diferents països de la UE. Les dades disponibles indiquen que, si és veritat que ha tingut lloc una menor dispersió dels índexs de preus, certes categories de béns i serveis encara mostren els resultats d'un grau de competència insuficient, com s'expressa al quadre 8.5.

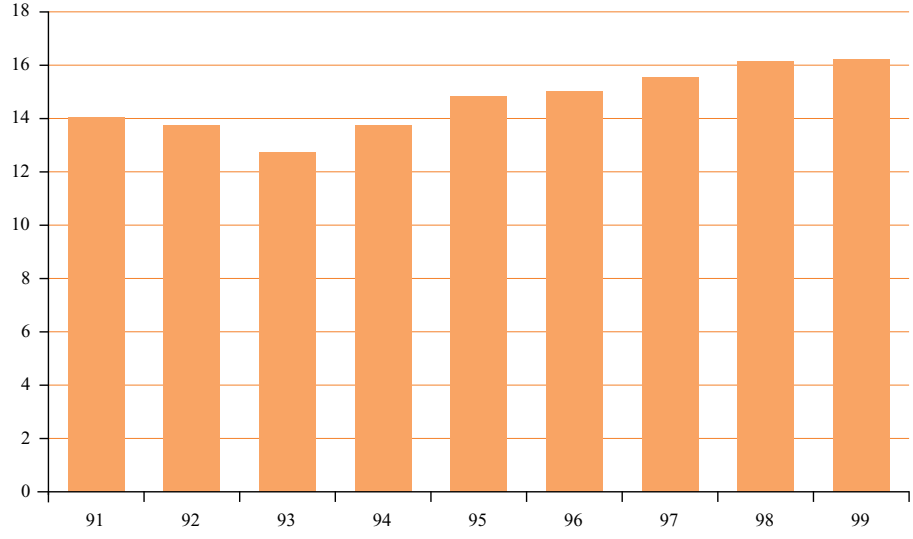
Vinculat al ple funcionament del mercat interior, la UE, mitjançant l'aplicació d'una activa política de competència i de control de les ajudes d'estat, ha tractat d'eliminar les distorsions que provocaven aquests sistemes de suport a determinades empreses o sectors. Consegüentment, l'import global de les ajudes d'estat, mesurat com a percentatge sobre el PIB, va disminuir a la meitat durant el període 1986-1999, fins que es va situar en l'1,3%, una xifra encara elevada. No obstant això, quan s'analitzen les diferents modalitats d'ajudes d'estat, es constata que les destinades a sectors específics, amb un potencial distorsionador més gran que les dirigides a finançar

activitats horitzontals com la investigació, mantenen la seva importància en el total d'ajudes públiques.

Gràfic 8.2

FLUXOS COMERCIALS DE BÉNS. 1991-1999

Suma de les exportacions i les importacions intercomunitàries com a percentatge del doble del PIB



Fonts: Eurostat i elaboració pròpia.

Quadre 8.5

DISPERSIÓ DE PREUS I DE BÉNS I SERVEIS A LA UNIÓ EUROPEA (1995-1999)

Coeficient de variació[1]; IVA inclòs

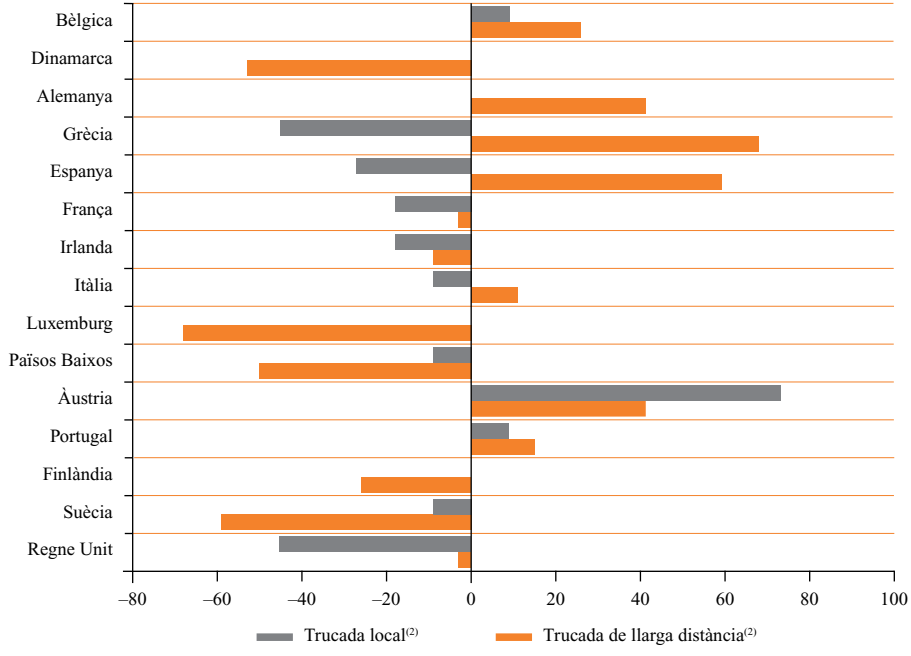
	1995	1996	1997	1998	1999	Variació 1995-1999
Consum privat final	0,18	0,16	0,15	0,14	0,14	–0,04
Béns no duradors	0,15	0,14	0,13	0,12	0,11	–0,04
Béns duradors	0,16	0,13	0,12	0,12	0,11	–0,05
Combustibles i electricitat	0,18	0,17	0,16	0,18	0,20	0,02
Serveis	0,17	0,16	0,16	0,13	0,13	–0,04

Nota: (1) Mesura de dispersió estadística definida com la desviació estàndard dividida per la mitjana aritmètica.
Font: Comissió Europea.

Pel que fa al tercer dels àmbits anteriorment presentats, el de la liberalització de sectors que es consideren clau pel seu efecte sobre l'eficiència conjunta de l'economia, l'esforç comunitari s'ha centrat els últims anys en els *sectors de xarxa* (energia, transport aeri i ferroviari, serveis de correu i telecomunicacions). Els progressos realitzats, més apreciables en el sector de telecomunicacions i menys en els restants, han tingut, de moment, un impacte sobre els preus al consum que el mateix BCE valora de moderat. Una mostra del camp que encara es pot recórrer en aquesta matèria és el manteniment d'un grau de dispersió notable en els preus d'aquests serveis (vegeu, per exemple, el cas de les telecomunicacions en el gràfic 8.3).

Gràfic 8.3

DISPERSIÓ DELS PREUS DE SERVEIS TELEFÒNICS EL 2000 (1)



Notes: (1) Diferència en relació amb la mitjana de la UE (UE = 100). Dades de gener del 2000.
(2) Les trucades locals i de llarga distància són trucades de 3 minuts a les 11 h d'un dia laborable.
Fonts: Comissió Europea i elaboració pròpia.

Finalment, en relació amb l'àmbit de la regulació pública, podem reconèixer que la situació europea encara té un marge per millorar en aquest camp, especialment si es compara amb la dels Estats Units. Segons els estudis comparats de l'OCDE, els més amplis sobre la qüestió de la regulació pública, els països de la Unió, amb la notable excepció del Regne Unit, presenten una major proporció d'empreses públiques, de barreres a l'activitat empresarial, al comerç i a la inversió, i de normativa i reglamentació econòmica i administrativa que els Estats Units. Com a visió de conjunt, recordarem que l'indicador sintètic de regulació del mercat de béns i serveis de l'OCDE estima un *excés de regulació* d'entre el 50% i el 100% en la majoria d'estats de la UE en relació amb el dels Estats Units.

Resum

La zona de l'euro es configura com una àrea econòmica que rivalitza amb els Estats Units i que supera el Japó, si bé el seu potencial no pot ser totalment desenvolupat perquè no té l'homogeneïtat que confereix el fet de ser un estat nacional. En termes qualitatius, la comparació amb els Estats Units llança tres trets estructurals característics: un mercat de treball més protegit i per tant menys eficient, uns mercats productius més regulats i per tant menys competitius, i un sector públic més pesant, que requereix més recursos per satisfer una determinada concepció de la cohesió social.

IX. La conjuntura de l'eurozona durant el període transitori

Durant els anys previs al llançament de la Unió Econòmica i Monetària es va desenvolupar un debat sobre què hauria de ser primer. ¿S'havia de crear una moneda comuna i després la mateixa situació monetària provocaria la convergència de les economies? ¿O bé calia convergir prèviament de manera que l'adveniment de la moneda única fos la culminació lògica del procés? El disseny final de la UEM és un híbrid d'aquestes dues postures, ja que s'exigeix un cert grau de convergència nominal (els *criteris de convergència* de Maastricht), però s'espera que la moneda única completi la feina de convergència. Aquest capítol es dedica a analitzar la conjuntura de l'economia de la zona de l'euro durant el període transitori posant èmfasi en el grau de convergència que s'hi pot detectar en matèria d'inflació i creixement.

9.1. Les fosques perspectives de la tardor de 1998 obren pas a la recuperació de 1999

Pocs mesos abans de l'inici del període transitori, la tardor de 1998, les perspectives econòmiques de la zona de l'euro s'estaven deteriorant amb celeritat. L'any 1998 s'hauria de tancar amb un creixement mitjà del 2,9% anual, però més enllà de la mateixa xifra, despertava inquietud la intensitat de la desacceleració. La inquietud deslligada pels efectes de la crisi en els països emergents asiàtics el 1997 i per la de Rússia, l'agost de 1998, va incidir

en el creixement, que va passar del 3,8% el primer trimestre de 1998 al 2,1% interanual el quart trimestre del mateix any. Així mateix, preocupava que la crisi internacional estigués obstruint la demanda exterior en un moment en què la recuperació de la demanda interna encara no s'havia consolidat suficientment.

Quadre 9.1

CREIXEMENT ECONÒMIC EN LA ZONA DE L'EURO[1]

Percentatge de variació real anual

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Despesa en consum privat final	1,8	1,6	1,6	3,0	3,2	2,6
Despesa en consum públic final	0,7	1,7	1,3	1,2	2,1	1,9
Formació bruta de capital fix	2,5	1,4	2,5	5,2	5,4	4,4
Variació d'existències[2]	0,4	–0,5	0,0	0,5	–0,2	0,0
Demanda interna	2,1	1,0	1,8	3,6	3,2	2,8
Exportació de béns i serveis	7,8	4,5	10,5	7,3	5,2	11,9
Importació de béns i serveis	7,7	3,3	9,1	10,0	7,2	10,6
Demanda externa[2]	0,2	0,4	0,6	–0,6	–0,5	0,6
Producte interior brut	**2,2**	**1,4**	**2,3**	**2,9**	**2,6**	**3,4**

Notes: (1) Inclou Grècia.
(2) Aportació al PIB.
Fonts: Eurostat i elaboració pròpia.

No obstant això, l'any 1999 acabaria oferint un entorn nacional i internacional molt més favorable que l'esperat. Certament, el quart trimestre de 1998 i el primer de 1999 van assolir xifres contingudes de creixement econòmic, prop del 2% interanual. Però la segona meitat de l'any es mostraria clarament expansiva. L'any 1999 es tancaria, finalment, amb un creixement anual del producte interior brut del 2,6% que, encara que inferior al registre de 1998, emmascarava una forta acceleració de l'activitat durant el tercer i el quart trimestres. La recuperació s'havia basat en la major aportació del sector exterior, molt beneficiat per la ràpida tornada d'Àsia al creixement i per la continuïtat de l'exuberant moment econòmic nord-americà, però també en la millora de la demanda interna gràcies a la important acceleració de la inversió i, en menor grau, del consum privat.

9.2. Camí d'anada i tornada durant l'any 2000-2001

L'expansió econòmica de l'eurozona va prosseguir amb notable solidesa durant els dos primers trimestres del 2000 gràcies a la continuïtat de les tendències de 1999. El consum i la inversió van registrar avenços notables durant el primer semestre de l'any, alhora que la demanda externa es veia molt afavorida per la continuada debilitat de l'euro i pel dinamisme internacional. Tot això va permetre aconseguir, l'any 2000, el millor creixement econòmic dels últims deu anys, un 3,4%.

Els factors fonamentals que explicaven aquesta recuperació de la demanda interna van ser, pel que fa al consum privat, l'impuls de la creació d'ocupació i la reactivació del creixement de les rendes salarials reals, afavorits per l'estabilitat de preus. La inversió, per la seva banda, es va beneficiar del fet que l'ajustament de la demanda a causa de la crisi asiàtica fos relativament breu i del manteniment dels tipus d'interès en valors històricament reduïts, a pesar del repunt iniciat el 1999.

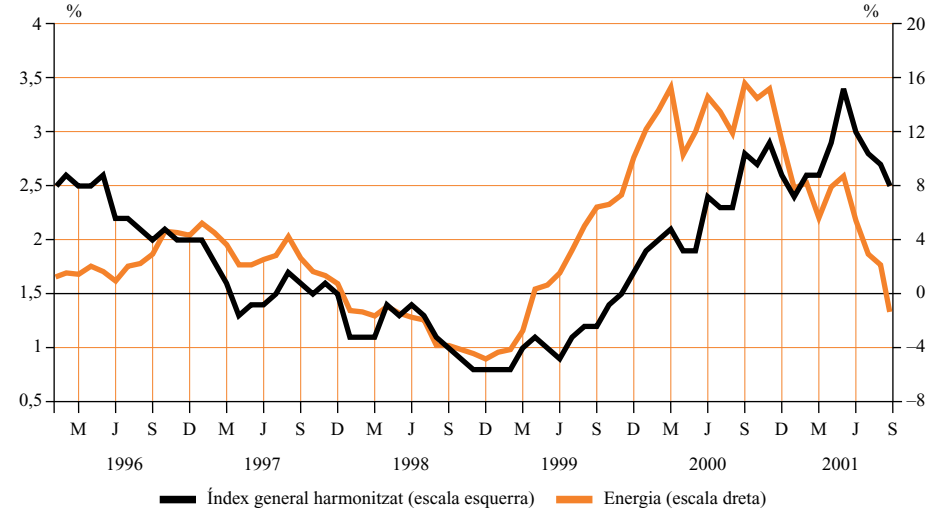
El bon moment econòmic que es va ampliar a l'estiu de 1999 i al del 2000 va permetre, fins i tot, absorbir amb certa tranquil·litat el xoc d'oferta que va representar l'alça del preu del petroli, la cotització del qual va passar dels 11 dòlars per barril del primer trimestre de 1999 als 30 del quart trimestre del 2000. La inflació, tot i acusar l'augment dels preus de l'energia, es va mantenir l'any 1999 en valors pròxims a l'1%, en línia amb els registres de 1998. Fins i tot l'increment del 2000, que va dur l'índex de preus de consum harmonitzats al 2,3% de mitjana anual, es pot valorar d'acceptable si es considera la quantia de l'alça del petroli (vegeu el gràfic 9.1). No obstant això, el persistent manteniment del cru en preus superiors als 25 dòlars per barril i l'aparició de les crisis alimentàries (*vaques boges*, primer, i febre aftosa, després) han impedit que la taxa de variació dels preus de consum s'hagi mantingut durant l'any 2001 en els valors d'exercicis precedents.

A partir del tercer trimestre del 2000 l'escenari econòmic va començar a empitjorar. El procés de desacceleració de l'economia nord-americana, més pronunciat del que es preveia, es va intensificar durant l'última part del 2000 i el 2001, i va contagiar les expectatives dels principals països exteriors

Gràfic 9.1

INFLACIÓ EN LA ZONA DE L'EURO [1]

Taxa de variació interanual



Nota: (1) Sense Grècia fins a gener del 2001.
Font: Eurostat.

a la UE, amb especial incidència a Àsia. En aquest continent, la complicada situació internacional va afectar un Japó ranquejant que, sense haver aconseguit superar la persistent atonia del consum privat, va començar a veure com les seves empreses revisaven a la baixa els plans d'inversió. Tot això va conduir les empreses europees a moderar les seves expectatives i a acomodar la inversió a un ritme inferior al d'anys anteriors. Així, encara que els fonaments de la zona de l'euro continuaven sent sòlids, l'activitat enfilava una via d'una moderació lenta però continuada que es va veure incrementada amb els desgraciats esdeveniments de l'11 de setembre del 2001.

9.3. D'Alemanya a França passant per Irlanda: fortes diferències en els models de creixement

L'evolució anterior del conjunt de l'eurozona amaga unes trajectòries individuals notablement dispars, que abasten des del decebedor comporta-

ment de l'eix econòmic europeu (Alemanya i Itàlia, especialment, però també França) fins a la exuberància d'Irlanda (vegeu els quadres 9.2 i 9.3).

Quadre 9.2

PRODUCTE INTERIOR BRUT EN LA ZONA DE L'EURO (I)

Percentatge de variació real; mitjana del període 1995-2000

	Bèlgica	Alemanya	Grècia	Espanya	França	Irlanda	Itàlia
Creixement real del PIB i dels seus components							
Consum privat	1,9	1,7	2,8	3,4	1,8	7,3	2,0
Consum públic	1,6	0,7	2,0	2,3	1,4	4,5	0,3
Formació bruta de capital fix	4,4	1,5	8,0	6,8	3,6	14,0	4,4
Béns d'equip	5,7	5,3	12,5	9,4	6,3	16,1	7,3
Construcció	1,8	–1,3	5,9	5,5	1,2	12,9	1,5
Exportacions	5,4	7,8	7,0	10,1	7,9	16,3	5,4
Importacions	5,2	7,3	8,7	11,3	7,4	15,8	6,8
Producte interior brut	2,7	1,8	3,1	3,6	2,3	9,5	1,9
Aportació al creixement del PIB							
Demanda interna	2,3	1,6	4,2	4,0	2,0	7,2	2,1
Consum	1,4	1,1	2,4	2,4	1,3	4,6	1,2
Inversió	0,9	0,3	1,7	1,6	0,7	2,6	0,8
Existències	0,0	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1
Demanda externa	0,4	0,2	–1,1	–0,5	0,3	2,3	–0,2

Fonts: Comissió Europea, Eurostat i elaboració pròpia.

Alemanya, França i Itàlia, tres economies que representen aproximadament dos terços del PIB de l'àrea de l'euro, es van situar al llarg dels sis anys del període de referència 1995-2000 per sota de la mitjana de la zona.

El mal comportament d'*Alemanya* s'explica, fonamentalment, per la debilitat de la seva demanda interna. Després del *boom* de la reunificació, el consum, públic i privat, es va mostrar durant gran part de la segona meitat dels noranta poc dinàmic, mentre que la inversió es va veure frenada per la caiguda de la construcció. La demanda externa, en canvi, va combinar exercicis d'important drenatge del creixement, especialment els de la crisi dels països emergents, amb uns altres de bon comportament exterior, i així va arribar a uns índexs mitjans dins de la línia dels millors anys vuitanta.

Quadre 9.3

PRODUCTE INTERIOR BRUT EN LA ZONA DE L'EURO (II)

Percentatge de variació real; mitjana del període 1995-2000

	Luxemburg	Països Baixos	Àustria	Portugal	Finlàndia	Zona de l'euro[1]
Creixement real del PIB i dels seus components						
Consum privat	3,4	3,7	2,6	3,7	4,1	2,3
Consum públic	4,7	2,1	1,1	2,3	2,2	1,2
Formació bruta de capital fix	6,2	5,8	2,6	7,0	8,2	3,9
Béns d'equip	–	7,7	4,7	9,3	10,4	6,8
Construcció	–	3,7	0,8	6,5	7,6	1,5
Exportacions	8,2	6,9	7,6	7,1	9,0	7,5
Importacions	7,4	7,5	7,0	8,8	7,4	7,7
Producte interior brut	5,7	3,6	2,4	3,3	4,7	2,5
Aportació al creixement del PIB						
Demanda interna	3,9	3,5	2,2	4,5	3,4	2,4
Consum	2,4	2,3	1,7	2,8	2,5	1,6
Inversió	1,3	1,2	0,6	1,7	1,4	0,8
Existències	0,2	–0,1	–0,1	0,0	–0,1	0,1
Demanda externa	1,8	0,1	0,2	–1,2	1,3	0,1

Nota: (1) Inclou Grècia.
Fonts: Comissió Europea, Eurostat i elaboració pròpia.

L'altra gran decepció econòmica, *Itàlia*, ofereix un perfil de creixement diferent. Aquí, l'aportació de la demanda interna va ser més gran que en el cas alemany però, en canvi, la demanda exterior va frenar el creixement, cosa que contrasta amb la notable aportació positiva de la primera meitat dels noranta, a causa del peatge que la crisi internacional es va cobrar durant els anys 1997-1999.

Millor que les dues economies anteriors, però sempre per sota de la mitjana de creixement de l'àrea de la moneda única, *França* va combinar una equilibrada aportació de la demanda interna, on va destacar l'elevat impuls del consum públic i del sector exterior. L'economia gal·la es va beneficiar d'una dependència exterior a la zona de l'euro menys acusada que la d'Alemanya i Itàlia.

No gaire lluny dels tres països anteriors van estar *Àustria* i *Bèlgica*, dues economies molt vinculades a l'alemanya i a la francesa. Tots dos països van experimentar un creixement modest de la demanda interna, si bé la seva evolució per components va ser diferent. Així, Àustria es va beneficiar d'un dinamisme més gran del consum privat, mentre que a Bèlgica el paper del motor de creixement va recaure en la inversió. L'aportació al creixement del sector exterior va ser, en totes dues economies, positiva.

La resta de països va registrar, en canvi, creixements superiors a la mitjana. És possible distingir entre l'evolució dels tres països meridionals de la zona de l'euro –*Espanya, Grècia* i *Portugal*–, que comparteixen certes característiques comunes, del comportament de la resta de països –els *Països Baixos, Irlanda, Finlàndia* i *Luxemburg*–, tots ells amb especificitats pròpies molt acusades. Els tres països mediterranis s'han beneficiat d'un notable dinamisme de la demanda interna en tots els seus components (consums privat i públic i inversió). En comparació, el sector exterior va drenar el creixement del PIB, encara que a Portugal i Grècia en major mesura que a Espanya.

Finlàndia ha estat capaç de reconvertir una economia estretament vinculada a l'antiga Unió Soviètica dedicant-se a nous sectors d'activitat (tecnològics, especialment) i als seus socis de l'eurozona. Després d'una forta crisi durant la primera meitat dels anys noranta, el període 1995-2000 s'ha caracteritzat per l'equilibri de les aportacions de la demanda interna i externa. Els components de la demanda interna van arribar a taxes d'avenç interanual molt significatives i amb escassos vaivens, mentre que el sector exterior va mantenir la seva aportació positiva, fins i tot els anys crítics de 1997 i 1998.

Pel que fa als Països Baixos, la seva satisfactòria trajectòria s'explica pel manteniment d'un ritme elevat en tots els components de la demanda interna i per la pràcticament continuada contribució positiva del sector exterior. Podem destacar, però, que a mesura que ha avançat la dècada, la demanda interna ha anat perdent ritme i, com a mitjana, s'ha situat per sota de la situació del període 1990-1995.

Per la seva banda, la petita economia de Luxemburg ha alternat exercicis econòmics molt brillants, sempre de la mà d'una sòlida demanda interna, amb d'altres que, sense ser negatius, sí que s'han mostrat menys expansius.

Part d'aquesta variabilitat s'ha vist induïda per les fluctuacions de la demanda externa.

Una menció a part mereix el cas d'*Irlanda*. Després d'un període de nou anys (1986-1994) amb un creixement mitjà anual de prop del 4,5%, en el sexenni 1995-2000 l'augment mitjà del PIB es va accelerar fins a taxes pròximes al 10%, més habituals en economies en desenvolupament que en països industrialitzats. Encara que el creixement de tots els components del PIB ha estat remarcable, destaca l'extraordinària trajectòria de la inversió en béns d'equip i la de les exportacions.

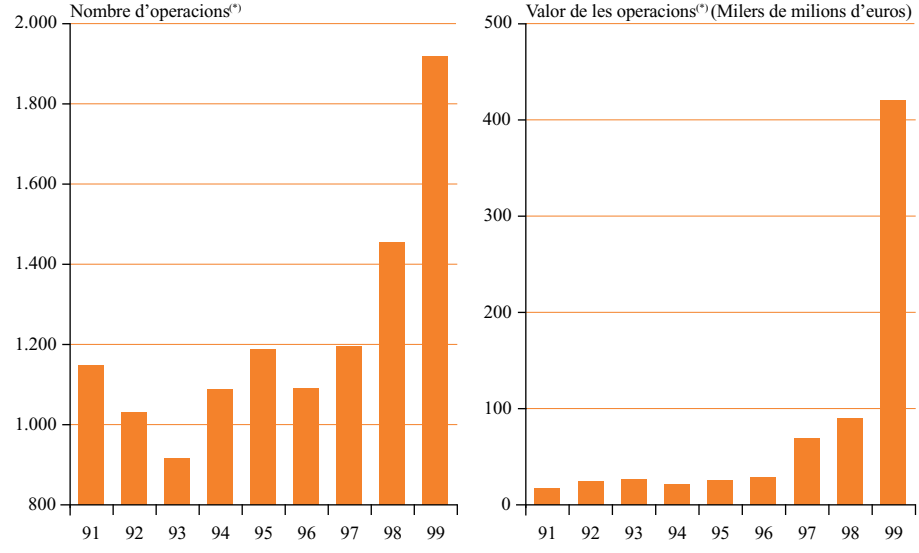
9.4. La tendència a la concentració empresarial en la zona de l'euro

En l'àmbit estrictament empresarial, un efecte esperat de la major integració econòmica i monetària que comporta l'euro és l'augment de la concentració empresarial europea. Els primers anys de la dècada dels noranta, l'impuls donat al mercat interior es va traduir en un increment significatiu de les fusions i adquisicions entre empreses de la Unió. Si bé les dades disponibles encara no cobreixen un període suficientment ampli per afirmar que la tendència s'ha intensificat durant el període transitori, la veritat és que la informació publicada mostra una acceleració molt acusada durant l'any 1999, primer exercici sota el marc de la tercera fase de la UEM. El nombre d'operacions de fusió o adquisició amb participació realitzades el 1999 va ser aproximadament un 30% superior al de 1998. La magnitud d'aquest avenç, amb diferència el més gran de l'última dècada, és difícilment explicable sense tenir en compte la instauració de l'euro com a moneda comuna en l'àmbit financer.

Quan es considera la distribució geogràfica de les operacions es constata el manteniment d'una sèrie de tendències durant el període 1991-99. Les operacions entre empreses del mateix estat de la Unió Europea han anat reduint el seu pes sobre el total, de manera que, tot i representar el 56,5% de les concentracions l'any 1999, aquesta xifra representa una disminució de 10 punts des dels primers anys noranta. En canvi, les operacions entre empreses de la UE en les quals tant l'adquirent com l'adquirida són comunitàries, o

Gràfic 9.2

FUSIONS I ADQUISICIONS EN LA UNIÓ EUROPEA



Nota: (*) Fusions i adquisicions entre empreses de la Unió Europea. No es computen, per tant, les operacions entre empreses del mateix estat ni aquelles en què participen empreses no comunitàries.
Font: Comissió Europea.

aquelles en les quals es produeix una fusió o adquisició entre una empresa de la UE i una altra de no comunitària, han incrementat sensiblement el seu pes en relació amb el total.

Les primeres, les operacions intracomunitàries, van decréixer durant els anys centrals del període per mantenir, a partir de 1996, un increment continuat. Malgrat tot, són les operacions entre empreses de la Unió i les extracomunitàries les que han modificat de forma més clara el seu patró de comportament. La seva participació en el total d'operacions s'incrementa en prop de set punts, encara que la veritat és que en aquest grup d'operacions la distinció entre operacions amb empresa comunitària adquirent o adquirida és molt rellevant. Així, mentre que la compra d'empreses europees es mostra molt irregular, l'adquisició d'empreses extracomunitàries per part de les europees s'ha accelerat de manera molt accentuada i ha passat de ser el 8% de les operacions l'any 1991 al 17% el 1999.

En relació amb la distribució sectorial, predominen les operacions en el sector serveis davant de les industrials. El fet que la liberalització dels serveis s'estigui desenvolupant a partir de mitjan dècada dels noranta, mentre que el gruix de la integració industrial tenia una implantació anterior, explica aquestes diferències. Els serveis empresarials, serveis immobiliaris i el comerç majorista de béns duradors concentren aproximadament una quarta part de les operacions del bienni 1998-99. El primer sector industrial és la fabricació de béns d'inversió (que inclou ordinadors), amb el 4% del total de fusions i adquisicions. El sector bancari, a pesar del ressò mediàtic que acusa, només participa en un 2% de les operacions.

9.5. Convergència de preus: realitat o desig?

L'existència de patrons de comportament cíclic amb diferències notables entre països de la zona de l'euro porta a plantejar-se si es tracta d'una situació temporal o si, al contrari, la UEM es pot veure acompanyada d'aquestes desviacions de forma persistent al llarg del temps, una alternativa que implica conseqüències importants per a la política econòmica en una zona integrada econòmicament i monetàriament.

Així, és important, per les seves implicacions en la gestió de la política econòmica i pels possibles efectes dispars dels *xocs* econòmics, verificar si la posada en marxa de la UEM ha comportat una convergència més gran en matèria de preus i de sincronització dels cicles econòmics, dues qüestions que, com veurem, estan relacionades.

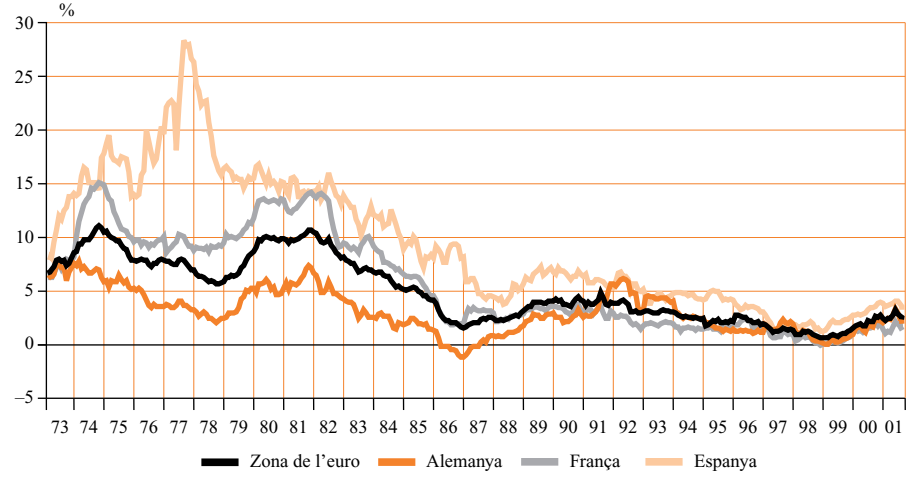
Quan s'estudia l'evolució de la *inflació* en la zona de l'euro a llarg termini (vegeu el gràfic 9.3), es pot observar la coexistència de dos processos diferents: la *desinflació* després dels *xocs* petroliers dels setanta i la *reducció de les disparitats* de la inflació entre els diferents països.

Pel que fa a la reducció del grau d'inflació, recordem que després dels dos episodis d'augment del preu del cru, iniciats el 1973 i el 1979, al llarg dels vuitanta es va produir una notable reconducció de la inflació. Es va passar de valors superiors al 10% interanual a principis de 1982 a valors del 2% a començaments de 1987. Aquesta trajectòria es va truncar els quatre anys següents (1987-1991) en què la taxa d'augment es va duplicar, però en el que

Gràfic 9.3

INFLACIÓ EN LA ZONA DE L'EURO[1] I PAÏSOS SELECCIONATS.[2] 1973-2001

Taxa de variació interanual



Notes: (1) Índex harmonitzat, elaboració de Thomson Financial Datastream fins a 1990, índex oficial a partir d'aquesta data. Sense Grècia fins a gener del 2001.
(2) Índexs nacionals.
Fonts: Eurostat, Thomson Financial Datastream i elaboració pròpia.

quedava de la dècada dels noranta es va tornar a seguir un camí de forta reconducció dels preus, fins al 2% aproximadament. Com s'ha vist anteriorment, l'any 2000 una nova crisi de l'or negre va tornar a impulsar els preus a l'alça, si bé sembla que el context econòmic actual, amb importants reformes estructurals en marxa des dels primers noranta i en una conjuntura de debilitament econòmic, restringirà la possibilitat de tensions excessives.

Aquesta tasca de reducció de la inflació ha estat acompanyada per la disminució dels *diferencials d'inflació* entre els països de l'eurozona. Encara que es constata que els moments àlgids del procés de desinflació van coincidir amb la reducció de les disparitats de preus entre països, la veritat és que aquestes disparitats han estat més intenses en el segon dels períodes de desinflació que hem presentat anteriorment (anys 1991-1999). Aquest resultat de més convergència en la inflació s'ha de relacionar lògicament amb l'esforç de

convergència nominal endegat en la zona de la moneda única des del Tractat de Maastricht, que l'ha dotat d'un marc d'estabilitat macroeconòmica notable, i amb la intensificació de la integració econòmica que es va derivar de la culminació del mercat interior europeu l'any 1993.

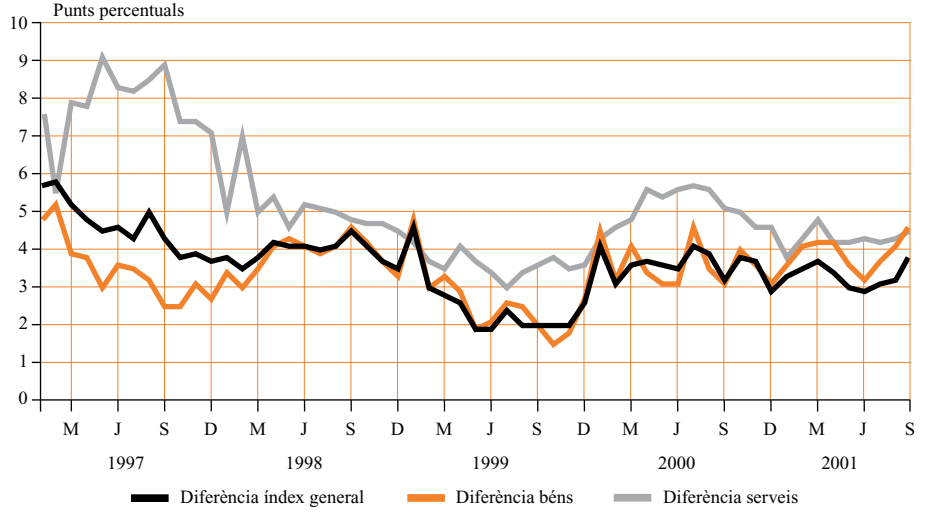
Més enllà de la perspectiva a llarg termini, és útil centrar-se en les tendències més recents per valorar el funcionament del període transitori. Si es consideren els dos anys immediatament precedents a l'inici de la tercera fase de la UEM i els dos primers exercicis del període transitori, és a dir el període 1997-2000, es constata una convergència en inflació fins a l'estiu de 1999, tendència que més tard s'inverteix parcialment (vegeu el gràfic 9.4).

¿És aquesta evolució, aparentment negativa, coherent amb les expectatives creades sobre la inflació en una àrea monetària integrada? Per contestar aquesta pregunta s'han de diferenciar dos aspectes. En primer lloc, ens podem preguntar per què hi ha divergències d'inflació en una zona monetàriament integrada. I en segon lloc, si aquestes divergències seran temporals o permanents.

Gràfic 9.4

CONVERGÈNCIA D'INFLACIÓ EN LA ZONA DE L'EURO

Diferència entre les taxes de variació interanual màxima i mínima per a inflació



Fonts: Eurostat i elaboració pròpia.

La primera qüestió, els motius de l'existència de disparitats d'inflació en la zona de l'euro, s'explica, al seu torn, per dues raons principals. La primera, perquè les economies nacionals poden presentar índexs de preus diferents en el moment d'integrar-se en la UEM. La segona, per la situació de cada economia en les diferents fases del cicle econòmic.

Així, si els índexs de preus de partida són diferents en els diferents països de l'eurozona, la tendència a una major equiparació d'aquests preus implicarà disparitats en les taxes d'inflació fins al moment en què s'aconsegueixi aquesta major convergència.

Però, fins i tot més enllà d'aquest procés, s'ha de tenir en compte que en tota economia el grau d'exposició a la competència de béns i serveis no és homogeni. En els sectors més oberts a la competència es pot esperar que el creixement de la productivitat sigui superior al d'aquells que tenen un mercat més protegit. Al seu torn, el major creixement de la productivitat en els béns comercialitzables provocarà uns increments de salaris nominals més grans en aquests sectors que, probablement, seran imitats per la resta de sectors de l'economia. L'efecte final serà un increment de preus en el conjunt de l'economia. En principi, els països amb menor nivell de renda tenen un marge més gran per millorar la seva productivitat i, si ho fan, acabaran patint períodes amb taxes d'inflació transitòriament més grans que les dels seus socis de la zona de l'euro.

Tot i que la verificació de l'anterior efecte, batejat com a efecte *Balassa* i *Samuelson*, en honor als acadèmics que el van presentar per primera vegada, no està lliure de controvèrsia, allò que queda fora de qualsevol dubte és que els índexs de preus dels béns més subjectes a la competència seran menys divergents en les diferents regions econòmiques d'una unió econòmica i monetària que aquells que estiguin menys sotmesos a la disciplina del mercat. Les dades disponibles (vegeu al gràfic 9.4 l'evolució de les diferències entre inflació màxima i mínima en les categories de béns i de serveis) per a la zona de l'euro reforcen aquesta presumpció, ja que sistemàticament la divergència en els preus dels serveis, més protegits de la competència, ha estat superior a la dels béns.

El segon motiu que explica l'existència de diferencials d'inflació en una zona monetària integrada deriva de la major o menor *sincronització cíclica* entre les economies de la zona de l'euro. L'existència d'economies en diferent posició del cicle econòmic pot explicar divergències en el comportament de la inflació, ja que si la demanda interna evoluciona de forma diversa en els diferents països de l'eurozona, la pressió que s'exerceix sobre els preus de consum tampoc serà la mateixa. El Banc Central Europeu ha estimat que aquest factor cíclic explica, aproximadament, el 40% de la variació dels preus i certament si es relacionen els indicadors d'activitat cíclica i la divergència de la inflació es constata aquest resultat. Si s'hi afegeix l'efecte anteriorment ressenyat de partir de diferents índexs de preus, aproximadament el 80% de la variació d'inflació queda explicada.

Assumint, doncs, que en una zona monetària integrada es podran produir diferencials d'inflació durant períodes relativament prolongats, és rellevant plantejar-se si els graus de divergència que actualment es produeixen en la UEM es poden considerar massa elevats. Des d'una òptica empírica i comparada, el Banc Central Europeu ha recordat que els actuals graus de divergència de la zona de l'euro, mesurats pels diferencials d'inflació, no són excessius comparats amb els d'altres unions monetàries completament desenvolupades. Per exemple, mesurades per la diferència entre l'índex de preus màxim i mínim, als Estats Units s'ha passat de distàncies pròximes als set punts fins als dos punts actuals, aquestes últimes similars a les diferències que actualment es registren en l'eurozona.

9.6. L'evolució de la convergència cíclica

La discussió anterior sobre la importància de la convergència o divergència cíclica en la determinació de l'índex de preus indica, de fet, el paper central que té la sincronització dels cicles de les economies participants en una zona monetàriament i econòmicament integrada. En termes generals, es considera que un cert grau de sincronització en els cicles nacionals és un requisit necessari per a un funcionament correcte de la UEM. És difícil establir una política monetària comuna adequada a una situació en què coexisteixen economies molt avançades en el cicle, que previsiblement presentaran

tensions en els preus, amb unes altres en fases baixes i, per tant, sense excessives pressions sobre els preus. Una política monetària rigorosa podria avortar la possible expansió del segon grup d'economies o, al contrari, una política monetària excessivament laxa, podria exacerbar els desequilibris dels països més avançats cíclicament.

La mesura correcta del moment cíclic d'una economia no està exempta d'importants dificultats metodològiques. Així, a pesar que el creixement del PIB en els diferents trimestres hauria de permetre valorar la qüestió de la convergència o divergència de l'activitat, la veritat és que en aquesta evolució se superposen diferents moviments que emmascaren les conclusions. El punt de partida acostuma a ser el recorregut a llarg termini o tendència del PIB a partir de la qual es pot derivar la posició cíclica d'aquesta variable com a desviacions respecte a la tendència. Encara que és possible estimar els components tendencial i cíclic de l'evolució del PIB, una aproximació alternativa a aquesta posició cíclica de l'activitat, que elimina la inevitable discrecionalitat que tots els mètodes d'ajustament presenten, és analitzar l'evolució d'altres variables que se sap que estan més vinculades al cicle, com és la producció industrial.

Partint del comportament de la producció industrial nacional i conjunta de la zona de l'euro durant el període de referència 1995-2000 i comparant-la amb la dels sis anys anteriors (1989-1994), és possible treure algunes conclusions d'interès sobre l'evolució de la convergència cíclica en la UEM, equivalents en termes generals a les obtingudes amb mètodes més complexos per part del BCE i altres institucions.

En primer lloc, el grau de *sincronització* cíclica en l'eurozona és elevat. Encara que els resultats varien lleugerament segons la metodologia seleccionada, és indubtable que el grau de sincronització aconseguida reflecteix el fet previsible que en el si de les zones integrades en els àmbits monetari i econòmic els cicles tendeixen a ser similars.

El segon resultat que s'obté es refereix a l'evolució de la sincronització a mesura que s'avança en el procés d'integració monetària. En la majoria de països, la convergència cíclica és superior en el període de referència 1995-2000 que en el període 1989-1994.

A pesar d'aquest elevat grau de sincronització cíclica –que a més, com s'ha vist, tendeix a accentuar-se–, una última conseqüència que es desprèn de diferenciar en l'etapa de referència 1995-2000 dos subperíodes de tres anys (1995-1997 i 1998-2000), és que en els exercicis econòmics més recents es produeix una certa reculada d'aquest procés de sincronització cíclica.

Resum

La moneda única s'implanta en una àrea molt diversa, i en la qual sovint els resultats econòmics són dispars. Aleshores ens podem preguntar fins a quin punt és possible o eficaç aplicar una política econòmica similar per a tota la zona de l'euro. Les tendències aquí presentades permeten valorar positivament les possibilitats de convergència en política econòmica sense generar excessius esforços d'ajustament en els països de la zona. L'únic senyal d'alerta en aquesta valoració seria la lleugera divergència cíclica observada aquests últims anys, que de totes maneres no desvirtua les conclusions anteriors.

X. La coordinació de les polítiques econòmiques

Quan ens referim al projecte que culmina amb la plena circulació de l'euro, parlem normalment de la Unió Econòmica i Monetària. La moneda única va més enllà d'una simple Unió Monetària perquè inclou un element fonamental per a l'èxit del procés: la coordinació de les polítiques econòmiques. Quan els estats van cedir la sobirania sobre les seves monedes nacionals al SEBC van perdre les competències de política monetària i política canviària. No obstant això, conserven l'autonomia en la resta d'instruments de política econòmica. Però si els estats actuessin en direccions diferents, la moneda única es veuria seriosament perjudicada. Per això el Tractat, a més de recalcar que els estats han de respectar el principi d'una economia de mercat oberta i de lliure competència, estableix que els estats han de considerar les seves polítiques econòmiques com una qüestió d'interès comú i les han de coordinar en el si del Consell. En aquest capítol s'examina aquest procés de coordinació i es ressalten les exigències més rellevants que fixa el Tractat i les normes que l'han desenvolupat.

10.1. Les Orientacions Generals de Política Econòmica

El punt de referència de la coordinació macroeconòmica en la Unió Europea són les anomenades *Orientacions Generals de Política Econòmica* (OGPE). Les Orientacions són un document general que estableix les princi-

pals prioritats de política econòmica en el conjunt de la UE i també individualment per als estats membres. En els últims anys han estat objectius habituals combatre l'atur, impulsar el creixement i garantir l'èxit de la UEM.

Concretament, les Orientacions de l'any 2001 se centren en la millora en tres àmbits, de curt, mitjà i llarg termini, respectivament. En primer lloc, a curt termini, s'estableix l'objectiu de garantir el manteniment del creixement econòmic i la creació d'ocupació. A mitjà termini, actuar sobre l'oferta (funcionament dels mercats, millora del capital humà, etc.). Finalment, a llarg termini, preparar-se per als efectes de l'envelliment de la població.

Per aconseguir aquests objectius, es postulen una sèrie de *recomanacions de política econòmica* de caràcter general i que s'entenen aplicables al conjunt de la Unió, entre les quals es poden destacar, a tall d'exemple, les següents:

1. Aconseguir posicions pròximes o superiors a l'equilibri pressupostari cíclicament ajustat. Concretament, es recomana que els pressupostos del 2002 contemplin la possibilitat de fer retallades fiscals que compensin possibles tensions inflacionistes.

2. Orientar la fixació dels salaris de forma compatible amb els objectius d'inflació del BCE i amb l'evolució de la productivitat.

3. Millorar les finances públiques mitjançant la combinació, entre d'altres mesures, de millores en el control de la despesa, de reduccions tributàries en favor de l'activitat empresarial i l'orientació de la despesa cap al desenvolupament del capital físic i humà.

4. Avançar en la plena realització del mercat interior europeu, per exemple mitjançant la reducció del 15% de les mesures legals pendents de transposició per part dels estats membres.

5. Accelerar els processos de liberalització pendents en els sectors d'energia, ferroviari, postal, transport aeri, etc.

6. Intensificar els treballs d'integració dels mercats financers en la línia de les propostes del Comitè de Savis sobre la regulació dels mercats europeus de valors mobiliaris i del Pla d'Acció per als Serveis Financers.

A diferència de les recomanacions anteriors, de caràcter genèric, les que es dirigeixen individualment als països contenen referències i objectius quantificats, habitualment referits a la política fiscal, que es combinen amb altres de tipus general. Aquestes directrius pressupostàries emanen majoritàriament de les contingudes en els *programes d'estabilitat* nacionals. A tall d'exemple, a Espanya se li recomana, en les Orientacions del 2001, una combinació de mesures ja contemplades en el Programa d'Estabilitat del govern espanyol, com ara que el fons de reserva de pensions arribi a un import equivalent a l'1% del PIB l'any 2004, amb una àmplia varietat de mesures més generals que van des del desenvolupament dels instruments de capital risc fins a facilitar la mobilitat de la mà d'obra mitjançant sistemes d'ajudes regionals.

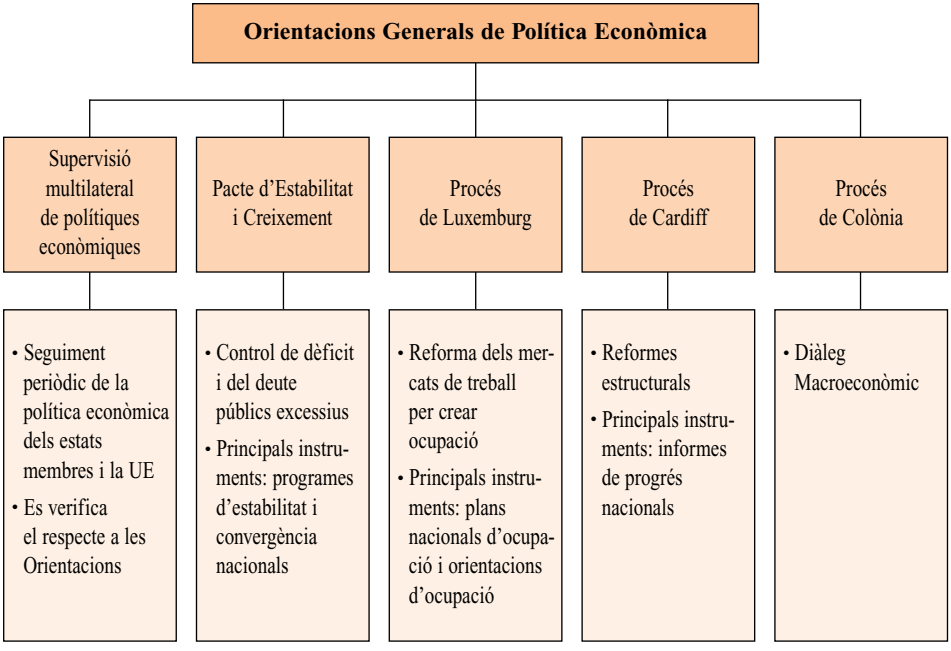
Actualment, l'elaboració de les Orientacions s'inicia a partir de la celebració d'un Consell Europeu (és a dir, una reunió dels caps d'estat i de govern de la UE, responsable de l'impuls polític al màxim nivell) durant la primavera. Prèviament s'elaboren certs informes preparatoris per part de la Comissió. Aquest Consell Europeu de primavera se centra en el debat de les qüestions econòmiques i, entre altres decisions, es fixen les directrius estratègiques de les Orientacions de l'any en curs. Aquesta reunió va ser instaurada en el Consell Europeu de Lisboa de març del 2000 per reforçar la funció de guia del mateix Consell Europeu. El primer Consell Europeu sobre qüestions econòmiques es va celebrar a Estocolm els dies 23 i 24 de març del 2001.

A partir d'aquestes directrius, la Comissió Europea elabora una proposta d'Orientacions que adopta la forma de *recomanació* (acte jurídic no vinculant que defineix la postura comunitària i constitueix una invitació a adoptar una pauta de conducta). Amb aquesta recomanació, el Consell ECOFIN, que reuneix els ministres d'economia i finances dels quinze estats de la UE, confecciona un projecte d'Orientacions, que serà presentat al Consell Europeu. El Consell Europeu del mes de juny fa pública una recomanació que estableix definitivament les Orientacions. Finalment, l'ECOFIN adopta formalment les Orientacions. Com a resultat més immediat de l'adopció de les Orientacions, els estats membres de la UE hauran de tenir-les en compte en els pressupostos que aprovaran durant la segona meitat de l'any i que executaran al llarg de l'exercici següent.

Sobre aquest document basculen una sèrie de procediments (vegeu el gràfic 10.1) que tracten àmbits específics de coordinació de política econòmica: el més general, la supervisió multilateral de polítiques econòmiques; el relatiu al control del dèficit i del deute públics excessius (*Pacte d'Estabilitat i Creixement*); el que se centra en la promoció de l'ocupació (*Procés de Luxemburg*); el d'impuls de les mesures estructurals (*Procés de Cardiff*) i, finalment, el de l'anomenat *Diàleg Macroeconòmic* (*Procés de Colònia*).

Gràfic 10.1

PROCEDIMENTS DE COORDINACIÓ MACROECONÒMICA EN LA UNIÓ EUROPEA



Font: Elaboració pròpia.

10.2. La supervisió multilateral de les polítiques econòmiques

Es tracta d'un procés d'avaluació dels desenvolupaments de política econòmica dels estats membres i de la UE per establir si s'ajusten a les Orientacions o si poden posar en perill l'adequat funcionament de la UEM. Aquest procés s'estructura mitjançant una sèrie d'informes periòdics de la Comissió que l'ECOFIN estudia. En cas que les accions de política econòmica d'un estat s'allunyin sensiblement de les Orientacions, l'ECOFIN pot recomanar a l'estat en qüestió l'adopció de mesures correctores que, si es considera necessari, es podran fer públiques. Tant la decisió d'efectuar recomanacions als estats com de fer-les públiques, la pren l'ECOFIN a proposta de la Comissió.

Un exemple del funcionament pràctic de la supervisió multilateral va ser la decisió del Consell ECOFIN, del 12 de febrer del 2001, sobre Irlanda, que va considerar necessari fer pública una recomanació per ajustar la seva política pressupostària a les Orientacions de l'any 2000. Irlanda, que té un superàvit pressupostari notable, va adoptar un pressupost per a l'exercici 2001 que contenia una moderada rebaixa fiscal i un sensible augment de la inversió pública. L'ECOFIN, a partir de l'informe de la Comissió, va valorar aquest pressupost d'excessivament expansiu i procíclic per a una economia que l'any 2000 va arribar a un creixement del PIB superior al 10%, però amb una inflació que era més del doble de la mitjana de l'eurozona. La recomanació feta pública instava a introduir millores correctores en el pressupost, però recordava que aquestes millores no haurien de generar cap reducció del superàvit públic previst.

Addicionalment, i encara que no formen part del procés de supervisió multilateral pròpiament dit, hi ha dues restriccions que tracten d'evitar efectes no desitjats sobre el correcte funcionament de la UEM. En primer lloc, es prohibeix que el sector públic accedeixi a un finançament privilegiat, ja sigui via el BCE, els bancs centrals nacionals o les entitats de crèdit. En segon lloc, ni la UE ni els estats que la formen responen dels compromisos financers adquirits per la resta d'estats.

10.3. El Pacte d'Estabilitat i Creixement

La certesa que un dèficit públic elevat i sense tendència a decréixer perjudicaria el funcionament de la UEM i generaria tensions inflacionistes que comprometrien l'eficàcia de la política monetària única, explica que el Tractat de Maastricht incorpori el denominat *procediment de dèficit excessiu* al paquet de mesures de coordinació macroeconòmica.

El procediment de dèficit excessiu s'estructura en les etapes següents. En primer lloc, la Comissió Europea fa un seguiment de la situació pressupostària dels estats de la UE valorant especialment que no se superin dos valors de referència (un dèficit públic del 3% del PIB i un deute públic del 60% del PIB) o que si s'ultrapassen sigui de manera excepcional i temporal, tret que l'estat en qüestió presenti una significativa trajectòria d'acostament a aquests valors. Si, segons el parer de la Comissió, no es donen aquestes circumstàncies, n'informarà l'ECOFIN, el qual decidirà si efectivament l'estat en qüestió incorre en una situació de dèficit excessiu. En aquest cas, l'ECOFIN recomanarà les mesures que s'han d'adoptar que, si no són realitzades en el termini establert, es faran públiques. Si l'estat persisteix en la no correcció del dèficit excessiu, l'ECOFIN disposa d'un ampli ventall de mesures que fins i tot inclouen l'aplicació de sancions.

A fi de reforçar i agilitar el procediment de dèficit excessiu, l'any 1997 es va establir l'anomenat *Pacte d'Estabilitat i Creixement*. El Pacte s'estructura al voltant de dos elements centrals. D'una banda, es reforça el procés de supervisió multilateral mitjançant l'establiment d'uns *programes d'estabilitat* (per als països de la UEM) i d'uns *programes de convergència* (per als països de la UE que no participen en la UEM) que contenen els objectius pressupostaris a mitjà termini i la trajectòria que se seguirà per aconseguir-los, incloent els supòsits macroeconòmics considerats i les mesures previstes. Aquests programes es presentaran o s'actualitzaran anualment. De l'altra, s'acceleren els terminis de les diferents etapes del procediment de dèficit excessiu i es concreta el mecanisme d'aplicació de sancions (vegeu el quadre 10.1).

Quadre 10.1

EL MECANISME DE SANCIONS DEL PACTE D'ESTABILITAT I CREIXEMENT

Situació	Mesura	Sanció
Si el dèficit públic és superior al 3% del PIB i es produeix el següent:		
Una caiguda del PIB inferior a 0,75%.	Dipòsit o multa automàtica.	Primer any: dipòsit consistent en un element fix equivalent al 0,2% del PIB més un element variable que serà la desena part de la quantitat en què el dèficit públic superi el valor de referència del 3% del PIB (amb un màxim global del 0,5% del PIB). Segon any: el dipòsit s'incrementarà en la part variable (i es mantindrà en el límit màxim del 0,5% del PIB). A partir de dos anys consecutius de dèficit excessiu el dipòsit es convertirà en multa pel valor corresponent al primer any.
Una caiguda del PIB entre un 0,75% i un 2%.	El Consell ECOFIN decideix si l'Estat es troba en una situació econòmica excepcional. En cas negatiu s'apliquen les mesures anteriors.	
Una caiguda del PIB superior al 2%.	Exempció del dipòsit o multa.	

Fonts: Elaboració pròpia a partir del Reglament (CE) núm. 1467/1997 del Consell, de 7 de juliol de 1997, i la Resolució del Consell Europeu d'Amsterdam sobre el Pacte d'Estabilitat i Creixement.

En definitiva, el Pacte concreta el compromís públic i ferm dels països comunitaris d'arribar, a mitjà termini, a unes situacions pressupostàries properes a l'equilibri i els mitjans que es posen en joc per aconseguir-les. Si aquest objectiu de fermesa s'ha concretat en resultats positius o no, serà objecte del capítol XI.

10.4. El Procés de Luxemburg: l'estratègia coordinada per a l'ocupació

El creixent interès a promocionar la creació d'ocupació en la UE va dur a impulsar l'anomenat *Procés de Luxemburg* –pel seu origen en el Consell Europeu de Luxemburg, sobre ocupació, de novembre de 1997– que, incorporat en el Tractat d'Amsterdam (en vigor des de 1999), estableix la coordinació de les mesures de suport a l'ocupació.

El Procés de Luxemburg parteix d'una valoració anual que fa el Consell Europeu i que pren en consideració un informe elaborat conjuntament pel Consell i la Comissió. Aquestes conclusions del Consell Europeu serveixen de base perquè el Consell estableixi unes directrius o orientacions anuals en matèria d'ocupació que els estats han de tenir en compte en les seves polítiques nacionals d'ocupació. Les orientacions en matèria d'ocupació han de ser compatibles amb les Orientacions i tindran en compte l'opinió de diverses institucions comunitàries, entre elles el Parlament Europeu.

Més enllà d'aquest plantejament general, recollit en els textos legals de la Unió, les directrius d'ocupació adoptades fins al moment semblen erigir-se com un instrument de vinculació entre les grans estratègies econòmiques en favor de l'ocupació establertes per les institucions comunitàries i, en particular, l'estratègia socioeconòmica a llarg termini establerta pel Consell Europeu de Lisboa de març del 2000. Així, per exemple, les directrius d'ocupació del 2001 s'estructuren al voltant de quatre eixos o pilars principals que concreten, sempre en termes d'orientacions genèriques, aquesta estratègia:

• Millorar la capacitat d'inserció professional.

• Desenvolupar l'esperit d'empresa i la creació d'ocupació.

• Fomentar la capacitat d'adaptació de les empreses i dels seus treballadors.

• Reforçar les polítiques d'igualtat d'oportunitats entre homes i dones.

Recordem que en el Consell Europeu de Lisboa es van establir uns objectius quantificats molt exigents que s'haurien d'aconseguir l'any 2010:

situar-se tan a prop com fos possible del valor del 70% en termes de taxa d'ocupació en la UE enfront del valor pròxim al 60% de l'any 2000, i augmentar el nombre de dones empleades per sobre del 60%, partint del 51% del 2000.

Per valorar l'adequació de les mesures nacionals a les directrius o orientacions d'ocupació, el Consell estudia un informe anual que elabora cada estat sobre les seves actuacions en matèria d'impuls a l'ocupació (denominats *plans nacionals d'ocupació*) i pot establir recomanacions als estats si es considera pertinent. Aquestes recomanacions tindran en compte l'opinió del *Comitè d'Ocupació*, un òrgan de caràcter consultiu creat per afavorir la coordinació de les polítiques d'ocupació nacionals. Finalment, el procés de Luxemburg es tanca amb un nou informe anual elaborat conjuntament pel Consell i la Comissió per al Consell Europeu.

10.5. El Procés de Cardiff: impuls de les reformes estructurals

El Consell Europeu de Cardiff, de juny de 1998, va ampliar la coordinació macroeconòmica a l'àmbit de les reformes estructurals, concretament mitjançant la recerca de les millores de la competitivitat i del funcionament dels mercats de béns i serveis, incloent el de capitals. Encara que els beneficis de les millores pel costat de l'oferta d'una economia són diverses, i entre elles destaca la millora del creixement potencial, pel que fa a la integració monetària destacarem que la major flexibilitat permet reduir els costos i la durada de l'ajustament econòmic en presència de *xocs asimètrics* (crisis que afecten de forma desigual els diferents països o regions), cosa que, com a mínim, facilita les accions coordinades o comunes de política econòmica. Així, les millores pel costat de l'oferta permeten augmentar la flexibilitat de les regions econòmiques europees de manera que, en presència d'un *xoc* concentrat territorialment o sectorialment, els ajustaments es tendiran a fer mitjançant els preus i de forma més ràpida en comptes de concentrar-se en ajustaments de producció i d'ocupació, més costosos socialment i de més llarg període de maduració. Si no és possible eliminar completament el risc de cri-

sis asimètriques, almenys es tracta de reduir la seva durada i el cost social tenint en compte la rigidesa que imposen la política monetària comuna i la política fiscal nacional sota les restriccions del Pacte d'Estabilitat i Creixement.

L'anomenat *Procés de Cardiff* s'inicia anualment amb la inclusió d'una sèrie de recomanacions en matèria d'actuacions estructurals en les Orientacions. Cada estat, tenint en compte aquests orientacions en matèria estructural contingudes en les Orientacions, decideix les mesures nacionals i en presenta un resum, els anomenats *Informes de Progrés sobre les Reformes en els Mercats de Béns, Serveis i Capitals*.

Examinats els *Informes de Progrés* nacionals, intervé el *Comitè de Política Econòmica*, un òrgan que fa tasques de preparació i de consulta en matèria econòmica per al Consell de la UE, especialment en les qüestions vinculades amb la coordinació macroeconòmica. Així, el Comitè de Política Econòmica avalua el grau de compliment de les Orientacions i, basant-se en les conclusions, prepara un informe anual. Aquest informe, més un altre elaborat per la Comissió que conté les propostes per millorar el funcionament del mercat interior i les propostes de mesures estructurals per a les Orientacions, es presenta a l'ECOFIN, el qual, després d'examinar-los, elevarà la seva proposta d'Orientacions al Consell Europeu. Amb aquesta etapa es completa el procés, que es tornarà a iniciar amb l'adopció de les Orientacions per part del Consell Europeu.

A diferència d'altres processos de coordinació macroeconòmica, i especialment del Pacte d'Estabilitat i Creixement, el Procés de Cardiff es basa en la premissa que l'existència del mateix procés conduirà els estats a pressionar-se entre si per posar en pràctica les orientacions proposades (el que en anglès es coneix com a *peer pressure* o pressió entre pars) i farà que la posada en comú de les *millors pràctiques* (*best practices*) de certs països o àmbits condueixi a la seva difusió entre la resta de socis comunitaris.

No obstant això, l'adopció de l'estratègia socioeconòmica de llarg termini del Consell de Lisboa de març del 2000 va comportar la constatació que les reformes estructurals requereixen majors incentius que els anteriors. En aquest sentit es va decidir, en primer lloc, que en el Consell Europeu, que

Quadre 10.2

2000: UN ANY DE COORDINACIÓ MACROECONÒMICA

26 de gener	La Comissió present presenta el seu informe sobre el funcionament dels mercats comunitaris de productes, serveis i capitals (segon informe des de Cardiff).
31 de gener	El Consell de la UE aprova la versió actualitzada dels programes d'estabilitat d'Irlanda, els Països Baixos i Finlàndia i dels programes de convergència de Grècia i Suècia.
28 de febrer	El Consell de la UE aprova la versió actualitzada dels programes d'estabilitat de Bèlgica, Alemanya, Espanya i Itàlia i dels programes de convergència de Dinamarca i el Regne Unit.
13 de març	El Consell de la UE aprova la versió actualitzada dels programes d'estabilitat de França, Luxemburg i Portugal.
	El Consell de la UE adopta les directrius d'ocupació per als estats membres per a l'any 2000.
16 de març	El Consell, partint de la base de l'anterior informe de la Comissió, de l'informe del Consell de Política Econòmica i dels informes de progrés elaborats pels estats de la UE, adopta unes conclusions sobre la reforma estructural que proposa que es tinguin en compte en les OGPE del 2000.(1)
11 d'abril	Proposta de la Comissió Europea sobre les OGPE per a l'any 2000 (Recomanació).(2)
8 de maig	El Consell de la UE aprova la versió actualitzada del programa d'estabilitat d'Àustria.
18 de maig	El Parlament Europeu adopta una resolució en la qual valora positivament l'execució dels programes d'estabilitat i creixement anteriors.
	Resolució favorable del Parlament Europeu sobre les OGPE del 2000.
5 de juny	El Consell de la UE adopta el seu projecte d'OGPE per a l'any 2000 (Recomanació basada en la Recomanació de la Comissió i en la Resolució del Parlament Europeu).
19 de juny	El Consell Europeu recomana en les seves conclusions l'adopció de les OGPE. El Consell de la UE adopta les OGPE per a l'any 2000.
6 de setembre	Un cop presentats els plans nacionals d'ocupació i examinats per la Comissió, aquesta última prepara la seva proposta de directrius d'ocupació per als estats de la UE corresponent al 2001 i publica un informe conjunt sobre l'ocupació en la UE el 2000.
27 de novembre	El Consell de la UE aprova la versió novament actualitzada dels programes d'estabilitat d'Alemanya, Països Baixos i Finlàndia.
28 de novembre	El Consell de la UE dóna el vist-i-plau a la proposta de directrius d'ocupació per als estats de la UE corresponent al 2001.
29 de novembre	La Comissió Europea comença a preparar les OGPE del 2001 mitjançant la publicació d'un informe preliminar sobre l'estat de l'economia de la Unió.
7 a l'11 de desembre	El Consell Europeu aprova a Niça les directrius d'ocupació del 2001.
27 de desembre	La Comissió presenta un nou informe sobre el funcionament dels mercats comunitaris de productes, serveis i capitals (tercer informe des de Cardiff).

Procediment: Orientacions Generals de Política Econòmica. Procés de Luxemburg. Pacte d'Estabilitat i Creixement. Procés de Cardiff.

Notes: (1) A partir d'aquest punt, aquestes propostes s'incorporen al procés d'adopció de les OGPE.
(2) El procés d'adopció inclou, des del 2001, la realització d'un Consell Europeu previ a l'adopció de la Recomanació de la Comissió Europea.
Fonts: Comissió Europea, Consell de la UE, Consell Europeu i elaboració pròpia.

cada primavera discuteix les qüestions econòmiques, s'establirien també directrius en matèria de reforma estructural que passarien a orientar les Orientacions. En segon lloc, es va tornar a insistir en la importància de tot el Procés de Cardiff i es va emfatitzar la necessitat que els informes essencials del procés continguessin referències explícites a indicadors quantitatius que registressin els progressos realitzats. En general, aquests indicadors es refereixen a l'evolució de preus, a l'ús i a la demanda, i a la competència en sectors i productes claus.

10.6. El Procés de Colònia: el Diàleg Macroeconòmic

Els diferents processos de coordinació de les polítiques econòmiques es completen amb l'anomenat *Diàleg Macroeconòmic*, que consisteix en una sèrie de reunions de caràcter tècnic i polític que integren representants del Consell, de la Comissió, del Banc Central Europeu i agents socials, per intercanviar informació sobre l'evolució salarial en la UE i els seus efectes sobre les polítiques monetària, fiscal i pressupostària. L'objectiu és, en última instància, afavorir una evolució salarial coherent amb una pauta de creixement econòmic no inflacionista mitjançant l'intercanvi d'opinions.

Resum

El punt de referència de la coordinació de les polítiques econòmiques dels estats membres són les Orientacions Generals de Política Econòmica*, un document general que estableix les principals prioritats del conjunt de la Unió Europea i les pautes d'actuació de les autoritats econòmiques nacionals. Aquestes polítiques econòmiques nacionals són objecte de vigilància mútua a través de la* supervisió multilateral*, un procés en què el Consell de Ministres d'Economia i Finances, o ECOFIN, té un paper central. Inscrits dins d'aquest marc de coordinació trobem una sèrie de procediments específics que han estat establerts en diferents moments d'acord amb diversos motius: 1) El Pacte d'Estabilitat i Creixement, un compromís per equilibrar els pressupostos públics. 2) El Procés de Luxemburg, per estimular la creació d'ocupació. 3) El Procés de Cardiff, per encoratjar les reformes estructurals. I 4) el Procés de Colònia, per millorar la comunicació entre els agents econòmics i les institucions comunitàries.*

XI. La correcció dels dèficits públics excessius

La coordinació de les polítiques econòmiques presentada en el capítol precedent es troba en els primers anys d'aplicació en la majoria de fronts, amb la notable excepció del control del dèficit i del deute públic. Des de principis de la dècada dels noranta, l'ortodòxia en els comptes públics es va erigir com el puntal del procés de convergència nominal en convertir-se en una exigència per accedir a la moneda única. Com s'ha comentat anteriorment, el Tractat de Maastricht va establir el procediment de dèficit excessiu, que va ser reforçat amb l'adopció del Pacte d'Estabilitat i Creixement l'any 1997. Per tant, es disposa de gairebé una dècada d'experiència en el control comunitari de les finances públiques, un aspecte determinant de la UEM que és objecte de revisió en aquest capítol.

11.1. L'evolució del dèficit públic durant la dècada dels noranta

Després d'un augment important a partir dels primers anys setanta, el dèficit públic de la zona de l'euro va arribar als seus màxims l'any 1993: s'havia passat d'una situació gairebé d'equilibri pressupostari a un dèficit del 5,5% del producte interior brut (PIB). Aquesta evolució va ser deguda al fort creixement de les despeses públiques (del 36% del PIB l'any 1970 van passar al 52% el 1993), que va superar de llarg l'augment dels ingressos, els

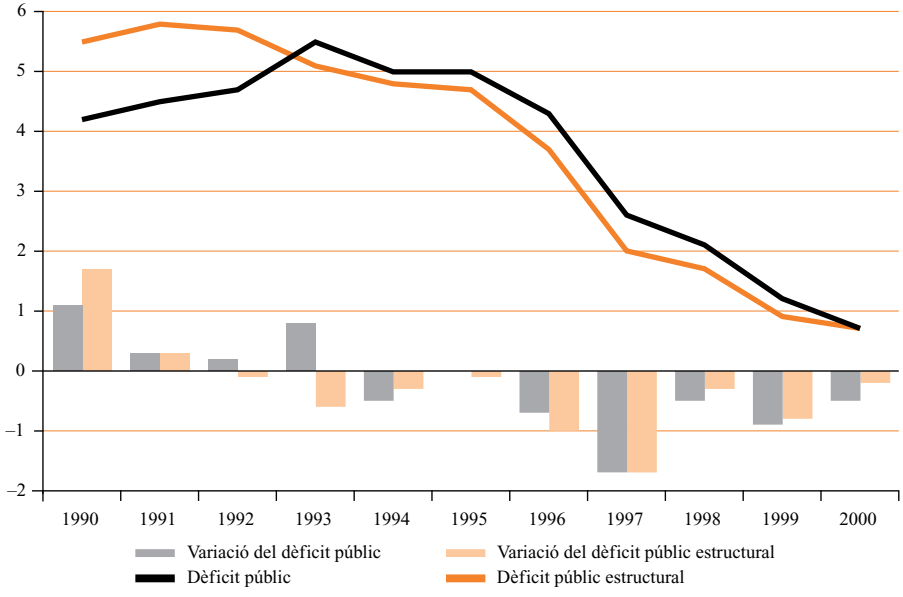
quals, partint d'un percentatge idèntic a les despeses (36% del PIB el 1970), només van augmentar 10 punts fins al 1993 (46% del PIB).

A principis de la dècada dels noranta, el consens econòmic i polític acceptava que el ritme d'augment del dèficit públic amenaçava que es faria insostenible i, a l'empara dels canvis en el marc macroeconòmic de la UE introduïts en el Tractat de Maastricht, es va iniciar, a partir de 1993, un procés de reconducció dels desequilibris públics que va permetre situar el dèficit públic de l'eurozona, un cop deduït l'efecte dels ingressos atípics per subhastes de llicències de telefonia de tercera generació, en el 0,7% del PIB l'any 2000 (vegeu el gràfic 11.1). Per tant, aparentment, les polítiques d'estabilitat impulsades a partir de Maastricht i reforçades pel Pacte d'Estabilitat i Creixement han resultat notablement reeixides, especialment si es considera la conjuntura econòmi-

Gràfic 11.1

EL CAMÍ DE CONSOLIDACIÓ PRESSUPOSTÀRIA EN LA ZONA DE L'EURO. 1990-2000

Percentatge sobre el PIB



Nota: Una variació positiva (negativa) indica un augment (disminució) del dèficit públic.
Fonts: Comissió Europea i elaboració pròpia.

ca poc favorable experimentada en diversos exercicis de la dècada dels noranta, set anys de la qual es va créixer per sota del potencial. No obstant això, una anàlisi més detallada introdueix sensibles matisacions a aquesta valoració.

En primer lloc, una millor aproximació al veritable esforç de consolidació fiscal ha de tenir en compte les fluctuacions econòmiques ja que, en el pressupost públic, determinades partides fluctuen estretament vinculades a la posició cíclica de l'economia. Així, en una situació d'estancament o de recessió, determinades despeses creixen molt ràpidament, com passa en el cas de les despeses associades a l'atur, mentre que determinats ingressos s'alenteixen o disminueixen. En cas d'expansió econòmica passa el contrari. A través d'una sèrie de correccions és possible estimar el *saldo pressupostari ajustat cíclicament* (saldo estructural o ajustat), que dóna una idea més precisa de la situació pressupostària del país en qüestió.

Així, encara que aparentment el gruix de l'esforç de consolidació es va fer entre els anys 1994 i 1997 i es va moderar posteriorment, la veritat és que, un cop purgat dels efectes cíclics, el període d'ajustament s'inicia realment dos anys abans, l'any 1992. Si es considera que la conjuntura econòmica era, en els exercicis de 1992 i 1993, extremament feble, es valora amb major justícia la magnitud de l'esforç fiscal fet. En contraposició, de 1998 en endavant, la reducció del dèficit estructural s'ha situat per sota de la disminució del dèficit públic nominal, fet que indica que, encara que no s'arribi a aturar, s'està limitant el grau d'ajustament i s'aprofita més l'efecte cíclic.

Una segona correcció que també és útil per valorar l'autèntic grau i, especialment, la composició de l'ajustament de les finances públiques és deduir del saldo pressupostari el servei del deute públic, ja que el grau de discrecionalitat per part de les autoritats en la gestió del deute, i per tant de la càrrega d'interessos que genera, és relativament limitat en el curt termini. El resultat, l'anomenat *saldo primari*, es pot purgar dels efectes cíclics, i s'obté el *saldo primari estructural o ajustat*. De l'anàlisi detallada de la reducció del dèficit estructural es poden extreure conclusions més fiables sobre el tipus d'ajustament fet (vegeu el quadre 11.1).

D'entrada, és possible diferenciar tres tipus d'estratègies d'ajustament estructural diferents. Alguns països (Grècia, França, Irlanda, Itàlia i Portugal)

van seguir, al llarg dels noranta, una estratègia basada fonamentalment en l'increment dels ingressos. Finlàndia va optar per concentrar-se en la disminució de la despesa. La resta de països de l'eurozona (Àustria, Bèlgica, Països Baixos, Alemanya i Espanya) van aplicar una estratègia combinada que va passar de centrar-se en els ingressos a fer-ho en les despeses. Aquesta mateixa estratègia combinada va ser la que va seguir la zona de l'euro considerada globalment.

Per països, Itàlia i Grècia van centrar el seu procés d'ajustament en l'increment dels impostos, encara que el primer també va actuar en el control de la despesa estructural, objecte d'un terç de l'ajustament pressupostari aproximadament. Convé destacar que l'ajustament de la despesa no es va beneficiar del menor servei del deute. França, per la seva banda, es va situar en una situació intermèdia entre Grècia i Itàlia, ja que l'augment de la pressió fiscal va anar acompanyat d'un cert control de la despesa estructural, si bé inferior al del país transalpí. Irlanda i Portugal ofereixen una composició del reajustament pressupostari singular, ja que al costat d'un important esforç recaptador mostren un augment, i no una disminució com en els anteriors països, de la despesa estructural (que no és més gran a causa de l'efecte beneficiós del menor servei del deute). Finlàndia va ser capaç de seguir un camí virtuós de reducció dels impostos i de forta reducció de la despesa primària estructural, una estratègia atípica entre els països de l'euro.

La resta de països (Àustria, Bèlgica, Països Baixos, Alemanya i Espanya) i el conjunt de la zona de l'euro ofereixen, amb algunes excepcions, una primera etapa d'ajustament pressupostari moderat que en la majoria de casos arriba fins a l'any 1993. Aquest ajustament suau es va fer mitjançant un cert esforç pel costat dels ingressos fiscals. Paradoxalment, en tots els països es va produir simultàniament un augment de la despesa estructural, tant de la primària com de la derivada del major servei del deute. A partir de 1994, el grau d'ajustament pressupostari s'intensifica, amb l'excepció dels Països Baixos. La via per aconseguir aquesta correcció és la millora en el control de la despesa (reducció de la despesa estructural primària i del servei del deute).

Pel que fa al deute públic, el segon dels criteris de convergència recollits en el Tractat de Maastricht, la seva evolució durant els noranta, expressada com a percentatge del PIB, no es va estabilitzar fins al 1996, i va començar a disminuir a partir de 1997. S'aprecia, per tant, un alentiment entre el

Quadre 11.1

COMPOSICIÓ DE LA CONSOLIDACIÓ FISCAL ELS ANYS NORANTA A LA ZONA DE L'EURO

		Període[1]	Reducció del dèficit estructural[2]
Estratègia basada en els ingressos			
Grècia		1990-1998	11,8
França		1995-1997	3,3
Irlanda		1990-1994	2,3
Itàlia		1991-1997	9,4
Portugal		1992-1996	3,6
Estratègia basada en les despeses			
Finlàndia		1993-1999	4,0
Estratègia combinada			
Àustria	1a Fase: augment dels ingressos	1995-1996	1,3
	2a Fase: control de la despesa	1997	2,2
Bèlgica	1a Fase: augment dels ingressos	1992-1993	1,7
	2a Fase: control de la despesa	1994-1996	3,6
Països Baixos	1a Fase: augment dels ingressos	1991-1993	4,3
	2a Fase: control de la despesa	1994-1997	1,7
Alemanya	1a Fase: augment dels ingressos	1992-1993	1,4
	2a Fase: control de la despesa	1994-1997	1,7
Espanya	1a Fase: augment dels ingressos	1992-1993	–0,3
	2a Fase: control de la despesa	1994-1997	3,5
Zona de l'euro	1a Fase: augment dels ingressos	1992-1993	0,7
	2a Fase: control de la despesa	1994-1997	3,1

Notes: (1) El període d'anàlisi s'ha seleccionat de manera que es produeixi una millora continuada del saldo primari estructural.
(2) Les quantitats positives indiquen reducció del dèficit, mentre que les negatives indiquen augment.
Font: Comissió Europea.

descens del dèficit i la disminució del deute. Aquest efecte és degut al fet que si el tipus d'interès és més gran que el creixement del PIB, la ràtio del deute sobre el PIB tendirà a augmentar, tret que el superàvit primari sigui suficientment alt, unes condicions que es van donar a partir de 1996.

Reducció deguda a la millora d'ingressos estructurals[2]	Reducció deguda al control de despeses estructurals[2]	De la qual:	
		Reducció deguda al control de despeses estructurals primàries[2]	Reducció deguda al menor servei del deute[2]
11,1	0,7	1,0	–0,3
2,6	0,7	0,9	–0,2
3,0	–0,7	–2,5	1,8
6,4	3,1	3,1	0,0
7,4	–3,8	–6,1	2,3
–4,6	8,5	9,5	–1,0
2,3	–1,0	–0,8	–0,2
–0,4	2,7	2,3	0,4
2,9	–1,2	–0,5	–0,7
1,4	2,1	0,2	1,9
4,2	0,2	0,4	–0,2
–4,5	6,2	5,4	0,8
3,3	–1,9	–1,3	–0,6
1,5	0,3	0,7	–0,4
3,9	–4,1	–2,8	–1,3
–1,4	4,8	4,6	0,2
3,1	–2,4	–1,8	–0,6
0,7	2,4	2,0	0,4

11.2. Les finances públiques sota el Pacte d'Estabilitat i Creixement

Els anys 1999 i 2000 han estat els dos primers que han funcionat sota l'esquema del Pacte d'Estabilitat i Creixement. Aparentment, l'evolució del dèficit públic ha estat clarament compatible amb les disposicions del Pacte i es pot valorar positivament. El dèficit públic del conjunt de la zona s'ha reduït

en 1,4 punts del PIB des de 1998, tot i que encara no s'ha assolit l'equilibri (l'any 2000 el dèficit públic va ser de set dècimes).

No obstant això, les dades detallades (vegeu el quadre 11.2) mostren que la reducció del dèficit s'ha aprofitat notablement de la positiva conjuntura econòmica. Gairebé tots els països de la UEM s'han beneficiat de la reducció del servei del deute, fins al punt que en cinc d'ells (Bèlgica, Espanya, Irlanda, Itàlia i Portugal) la meitat o més de la reducció del dèficit s'explica per aquest concepte. Per al conjunt de la zona, exactament la meitat de la disminució del dèficit és deguda a la caiguda del servei del deute. Els majors ingressos fiscals (tret d'Àustria i Itàlia, on aquests ingressos han reduït la seva aportació) i una certa minoració de la despesa primària (menys a Portugal i Grècia), permeten prolongar el camí de reducció del dèficit. Finlàndia, que ja

Quadre 11.2

FINANCES PÚBLIQUES DE LA ZONA DE L'EURO ELS ANYS 2000 I 1999

Percentatge sobre el PIB

			De la qual degut a:				
	Saldo pressupostari 2000[1]	Reducció dèficit públic des de 1998[2]	Majors ingressos[2]	Reducció de la despesa primària[2]	Reducció del servei del deute[2]	Saldo pressupostari estructural 2000[1]	Deute públic 2000
Bèlgica	0,0	0,9	0,0	0,2	0,7	–0,2	110,8
Alemanya	–1,0	1,1	0,4	0,4	0,3	–0,8	60,3
Espanya	–0,4	2,2	0,4	0,7	1,0	–0,8	60,7
França	–1,4	1,3	0,6	0,5	0,3	–1,4	58,0
Irlanda	4,5	2,4	0,4	0,8	1,3	3,1	38,9
Itàlia	–1,5	1,3	–0,7	0,5	1,5	–1,3	110,3
Luxemburg	5,3	2,1	0,1	1,9	0,1	4,3	5,3
Països Baixos	1,3	2,0	1,0	0,4	0,8	0,7	56,2
Àustria	–1,5	0,7	–1,5	2,0	0,2	–1,5	62,9
Portugal	–1,7	0,6	1,4	–1,2	0,4	–2,1	54,1
Finlàndia	6,7	5,4	0,6	4,0	0,8	5,1	44,0
Grècia	–0,9	2,2	2,4	–0,7	0,6	–0,8	103,9
Zona de l'euro	**–0,7**	**1,4**	**0,2**	**0,6**	**0,7**	**–0,7**	**69,9**

Notes: Per assegurar la comparabilitat amb les xifres de 1998, els ingressos per subhastes de llicències UMTS han estat exclosos.
(1) Un signe positiu (negatiu) indica superàvit (dèficit) pressupostari.
(2) Un signe positiu (negatiu) indica millora (empitjorament) de la situació pressupostària respecte al 1998.
Fonts: Comissió Europea i elaboració pròpia.

havia exhibit l'estratègia més virtuosa de reducció dels desequilibris públics durant els anys de l'ajustament, ha estat capaç de reduir en quatre punts del PIB la despesa primària, més de sis vegades la mitjana de l'eurozona.

Quan s'elimina l'efecte cíclic es posa en evidència que únicament Irlanda, Luxemburg, els Països Baixos i Finlàndia tenen un superàvit pressupostari estructural. Així mateix, si s'analitza com s'ha reduït el dèficit públic pressupostari entre el 1999 i el 2000 mesurant l'evolució del saldo primari estructural, només Espanya, Irlanda, Àustria, Portugal, Finlàndia i Grècia han aprofitat el creixement econòmic per intensificar l'ajustament i no per relaxar-lo, com en canvi han fet Itàlia, Alemanya i els Països Baixos.

En relació amb el *deute públic*, la seva evolució decreixent ha prosseguit com a conseqüència de la combinació dels dèficit públics més reduïts que s'han produït en els anys precedents, del creixement econòmic i de la decisió de destinar els ingressos provinents de les llicències de tercera generació a reduir el deute. Recordem la important quantia que aquests ingressos atípics van representar en la zona de l'euro l'any 2000 (1,1% del PIB), amb subhastes a Alemanya, Itàlia, Països Baixos, Àustria i, en menor grau, l'any 2001 (0,1% del PIB), amb una subhasta a Bèlgica.

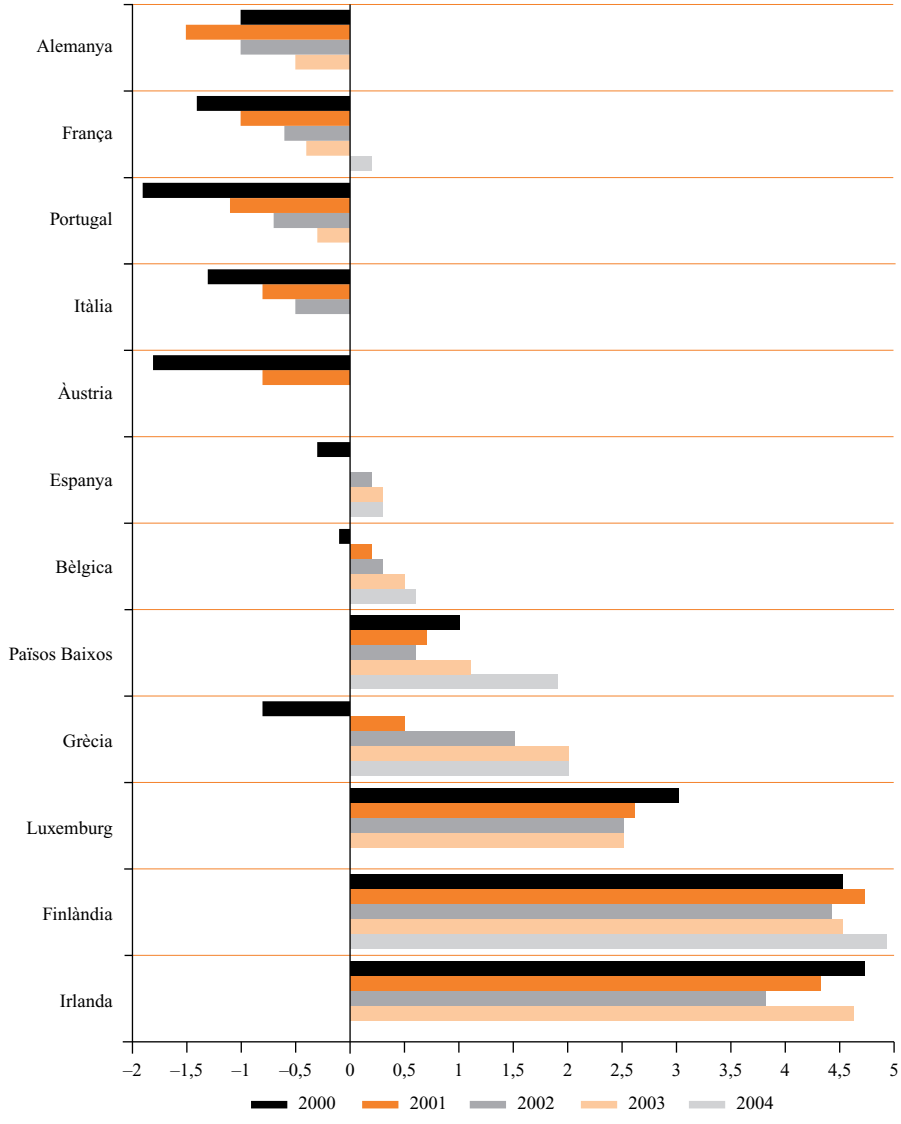
11.3. Les perspectives pressupostàries a mitjà termini: els programes d'estabilitat

Davant d'aquesta relativa laxitud en el control pressupostari que s'ha constatat aquests últims anys, és possible preguntar-se si l'evolució a mitjà termini serà compatible amb el Pacte d'Estabilitat i Creixement, en l'escenari de menor ritme de millora anteriorment apuntat. Partint dels programes d'estabilitat i de creixement nacionals (vegeu el gràfic 11.2) es verifica que l'evolució prevista a mitjà termini és molt satisfactòria, ja que el conjunt de la zona de l'euro arribaria a un lleuger superàvit pressupostari del 0,1% del PIB l'any 2003. L'any 2004, si es duguessin a terme les hipòtesis contemplades en els programes d'estabilitat, tots els països membres de la zona de la moneda única es trobarien en una situació de superàvit o d'equilibri pressupostari, una fita en la història econòmica recent.

Gràfic 11.2

DÈFICIT PÚBLIC PREVIST EN ELS PROGRAMES D'ESTABILITAT NACIONALS. 2000-2004

Percentatge sobre el PIB



Nota: La informació utilitzada incorpora els programes d'estabilitat nacionals revisats fins al març del 2001.
Els signes positius (negatius) indiquen superàvit (dèficit) públic.
Font: Comissió Europea.

¿Fins a quin punt les previsions anteriors són suficients per mantenir les finances públiques en línia amb el Pacte d'Estabilitat i Creixement? Aquest pacte estableix com a criteri general el de mantenir un saldo pressupostari pròxim o superior a l'equilibri i disposar d'un marge suficient per evitar, en els moviments cíclics de l'economia, superar el llindar de dèficit públic del 3% del PIB.

A falta d'una definició legal més precisa, la Comissió Europea ha estimat aquest marge. Per a això, ha calculat la sensibilitat del dèficit públic de cada estat a les fluctuacions i a la volatilitat de les economies (la tendència a patir majors o menors moviments cíclics). En relació amb les fluctuacions, les estimacions de la Comissió estableixen, per al conjunt de la zona de l'euro, que una caiguda d'un punt del PIB genera un empitjorament de mig punt en el saldo pressupostari. La volatilitat s'aproxima amb un càlcul, per part de la mateixa Comissió, de la bretxa del PIB (diferència entre el creixement realment aconseguit i el creixement potencial d'una economia, coneguda com a *output gap*), que permet incorporar la importància i la freqüència de les fluctuacions cícliques. El producte dels dos components és el *marge de seguretat*. Els valors del marge de seguretat, expressats com a saldo estructural, varien segons el país, encara que amb l'excepció del cas finès, se situen en valors de dèficit estructural pròxims a l'1% del PIB (vegeu el quadre 11.3).

De la comparació entre les previsions de saldo públic estructural que maneja la Comissió per al 2001 i el 2002 i del marge de seguretat, s'en deriva que la major part dels països disposen d'una posició pressupostària suficientment folgada per afrontar un cicle advers. De fet, de l'aplicació estricta del criteri de la Comissió, se'n deriva que únicament Alemanya, Portugal i Itàlia es troben en una situació potencialment limitada per afrontar situacions cícliques compromeses. Encara que aquest resultat s'obté d'una translació directa de les estimacions de la Comissió, elles mateixes subjectes a un cert grau de discrecionalitat en els supòsits de partida adoptats, la conclusió subjacent és que els esforços fiscals duts a terme han permès satisfer en gran mesura el grau d'exigència que requereix una lectura estricta dels criteris comunitaris.

En qualsevol cas, l'alt grau d'exigència formal i econòmica que es deriva dels Tractats, i en conseqüència lògica la del seu garant, la Comissió

Quadre 11.3

MARGE DE SEGURETAT EN L'APLICACIÓ DEL PACTE D'ESTABILITAT I CREIXEMENT

Percentatge sobre el PIB

	Marge de seguretat	Saldo públic estructural	
		2001	2002
Bèlgica	–1,0	0,2	0,3
Alemanya	–1,1	–1,6	–1,3
Grècia	–1,4	–0,3	–0,2
Espanya	–0,4	–0,2	0,0
França	–1,5	–1,2	–1,0
Irlanda	–0,9	2,8	2,8
Itàlia	–1,2	–1,3	–1,2
Països Baixos	–0,1	0,2	0,9
Àustria	–1,3	–0,7	0,0
Portugal	–0,6	–1,7	–1,6
Finlàndia	1,3	3,9	4,1

Nota: Un signe positiu (negatiu) indica superàvit (dèficit) públic.
Font: Comissió Europea.

Europea, ha estat molt matisada per les valoracions polítiques de l'ECOFIN, que ha considerat reiteradament que els programes d'estabilitat doten les finances públiques de la UE d'un marge d'actuació suficient en el mitjà termini en cas de conjuntures adverses, fins i tot en els països que anteriorment s'han assenyalat com a països amb menys marge de maniobra davant de situacions cícliques negatives.

Resum

Dins de la coordinació de les polítiques econòmiques, la correcció dels elevats dèficits públics que es registraven a l'inici de la dècada dels noranta es va convertir en un objectiu primordial dintre del procés de la UEM. El Tractat va establir com a criteris d'accés a la moneda única, l'absència de dèficits excessius i la contenció del deute públic. A més, establia el procediment de dèficit excessiu, que després de la seva plasmació en el que coneixem com a Pacte d'Estabilitat i Creixement, ha pressionat els estats perquè tornin al camí de l'equilibri pressupostari. Al llarg de la dècada dels noranta, la reconducció dels dèficit públics ha estat molt important, i ha passat de valors pròxims al 6% els primers anys de la década, a menys d'un punt percentual l'any 2000. Les estratègies han variat en funció dels països. Alguns han posat èmfasi en la reducció de la despesa, d'altres, en l'increment d'ingressos, i la resta han aplicat estratègies combinades. Hem de destacar, però, una relaxació de l'esforç de reducció del dèficit aquests últims anys, ja que la bonança econòmica ha permès una millora dels comptes públics sense necessitat de continuar aplicant la disciplina d'anys anteriors. El sobtat empitjorament de les perspectives econòmiques a finals del 2001 preocupa en la mesura que alguns països encara no han completat el seu ajustament fins a un valor de dèficit que els situï a l'abric dels efectes d'una conjuntura negativa.

XII. L'euro i el sistema financer

La introducció de la moneda única a principis de 1999 va comportar una revolució en els mercats financers europeus. Fins a aquella data, les monedes nacionals configuraven uns mercats monetaris i financers que, si bé eren molt permeables, estaven lluny de constituir un únic mercat. L'euro és una ajuda inestimable en l'esforç de creació d'un únic mercat financer, dins d'una transformació que, de totes maneres, s'emmarca en un procés d'internacionalització estimulat per les noves tecnologies i la desregulació. En aquest capítol es revisen aquests temes i s'intenta avaluar la transcendència de la moneda única en l'actual context financer.

12.1. La integració dels mercats financers

El llançament de l'euro té importants efectes directes i indirectes sobre els mercats financers europeus. En primer lloc, assenyalarem que elimina el risc de tipus de canvi en onze mercats financers nacionals d'Europa, dotze a partir de l'any 2001. Això comporta la pràctica igualtat dels tipus d'interès en l'àrea de l'euro perquè estan dirigits per una política monetària única. Així mateix, la implantació de la moneda única en els mercats financers des de 1999, tenint en compte que les cotitzacions es fan en euros, va augmentar la transparència perquè facilitava la comparació dels preus dels actius i tendia a augmentar la competència.

D'aquesta manera, en general, els mercats financers europeus han aprofitat els avantatges que ha aportat l'euro i han tendit a una integració més gran. Però aquesta integració ha estat diferent segons els segments. Així, en el mercat interbancari i en els derivats de tipus d'interès a curt termini, com hem analitzat en la primera part, la integració ha estat molt intensa. No obstant això, en altres parcel·les dels mercats financers, encara que tots han experimentat una sacsejada, els avenços han estat dispars.

La meta d'aconseguir uns mercats financers comparables als dels Estats Units només s'ha aconseguit parcialment. L'estructura financera de la zona de l'euro no ha variat substancialment els últims anys, encara que s'observa un desenvolupament més gran dels mercats de valors privats. Però els resultats són lògics si es té en compte que amb l'euro ha desaparegut la barrera de la moneda, però que n'hi ha d'altres, com les diferents legislacions i les diferents normatives fiscals i de procediments. En canvi, els progressos tecnològics, especialment en telecomunicacions i informàtica, han col·laborat en la integració dels mercats financers perquè han facilitat les operacions transfrontereres. Així mateix, la pressió de la demanda per reduir els costos de les transaccions financeres també ha estat un important factor impulsor de la transformació dels mercats financers, perquè ha afavorit l'aprofitament de les economies d'escala i d'abast.

12.2. El 'boom' de les emissions de renda fixa en euros

Després de l'arribada de la moneda única, el *mercat europeu de bons* ha igualat el nord-americà en termes de noves emissions. No obstant això, el seu volum total és sensiblement inferior al del nord-americà, a pesar de l'augment del saldo viu de les emissions de bons en euros.

Una de les sorpreses que va oferir l'inici de la tercera fase de la UEM va ser el ràpid èxit de l'euro en el mercat internacional de bons. Així, l'any 1999, les emissions de bons en euros en els mercats internacionals es van duplicar en relació amb les de 1998, i van arrabassar el lideratge al dòlar en el segment de la renda fixa. Però l'any següent, la divisa nord-americana va recuperar la preeminència, encara que les emissions en euros van continuar

Quadre 12.1

ESTRUCTURA FINANCERA COMPARADA DE LA ZONA DE L'EURO

Percentatge sobre el PIB

	1998					
	Dipòsits bancaris	Deute interior				Capitalització borsària
		Emès per empreses	Emès per institucions financeres	Emès pel sector públic	Total	
Zona de l'euro	78,6	2,6	31,6	54,1	88,3	60,5
Estats Units	52,8	22,8	36,9	84,1	143,8	140,5
Japó	117,1	16,5	20,2	89,2	126,0	104,5

Fonts: BCE, FMI, BPI, Eurostat, OCDE i elaboració pròpia.

sent considerables. En un primer moment van ser les grans empreses les que van saber explotar més ràpidament les noves oportunitats que presentava la creació d'un mercat de renda fixa més ampli, profund i líquid, amb grans emissions.

En general, les emissions de renda fixa privada en euros van augmentar considerablement els primers anys de la moneda única, gràcies en part al procés de fusions i d'adquisicions empresarials estimulat per l'euro, i es va

Quadre 12.2

EMISSIONS NETES INTERNACIONALS DE RENDA FIXA PER MONEDES

Milers de milions de dòlars

	1998	1999	2000
Instruments monetaris			
En dòlars dels Estats Units	6,1	1,4	48,9
En euros	2,4	53,4	22,7
En iens	–2,1	1,1	2,2
Bons i obligacions			
En dòlars dels Estats Units	404,3	544,6	569,5
En euros	219,9	533,7	443,4
En iens	–24,7	–8,2	30,9
Total			
En dòlars dels Estats Units	410,4	546,0	618,4
En euros	222,3	587,1	466,1
En iens	–26,8	–7,1	33,1

Fonts: BPI i elaboració pròpia.

2000					
Dipòsits bancaris	Deute interior				Capitalització borsària
	Emès per empreses	Emès per institucions financeres	Emès pel sector públic	Total	
77,7	4,8	30,3	52,5	87,6	86,5
55,4	23,7	40,6	80,4	144,8	150,3
103,0	16,0	16,0	94,8	126,7	113,8

observar un increment de la diversificació dels emissors, si bé es concentrava en alguns sectors. Però les emissions d'instruments de renda fixa per part de les empreses no financeres de la zona de l'euro van continuar representant una petita part del finançament total obtingut per aquest sector.

L'onada de fusions i d'adquisicions que va seguir el llançament de l'euro va promoure el desenvolupament del segment del mercat de renda fixa d'elevada rendibilitat, emesa per empreses de qualificacions creditícies baixes. De totes maneres, aquest mercat continua tenint poca importància en comparació amb el seu homòleg nord-americà.

En relació amb el *mercat del deute públic*, les transformacions han estat substancials, si bé subsisteixen lleugeres diferències fiscals i de normativa. A principis del gener de 1999 es va produir la redenominació dels valors sobirans i les emissions negociables subsegüents es van fer en euros. En el segment primari s'ha produït una convergència de composició del deute per tipus d'instrument i termini, de procediments, i ha augmentat la competència entre els diferents Tresors. Els dels països petits han reduït les emissions i les han concentrat en alguns terminis per elevar la liquiditat.

El bo de l'Estat alemany a 10 anys s'ha consolidat com el de referència a llarg termini en la zona de l'euro, i ha concentrat la liquiditat, ja que els inversors nord-americans i japonesos han tendit a considerar el mercat de bons públics de la zona de l'euro com a únic, però han afavorit els bons alemanys. És interessant assenyalar que des de principis de 1999, la correlació

entre les rendibilitats diàries dels bons alemanys i nord-americans a 10 anys s'ha reduït des de 0,9 fins a 0,6, tot i que continua sent alta.

La concentració de la liquiditat en el mercat alemany ha tingut conseqüències desfavorables per als mercats de deute públic dels països més petits, que han vist com a partir de 1999 els diferencials de tipus d'interès amb els bons homòlegs d'Alemanya augmentaven, per exemple, en 20 punts bàsics en el cas d'Àustria, que d'altra banda té la màxima qualificació creditícia, igual que Alemanya.

Per evitar aquestes distorsions, un informe encarregat per la Comissió Europea i dirigit per l'expert Giovannini va proposar, el novembre de l'any 2000, entre d'altres mesures, l'establiment d'una central conjunta d'anotacions i de compensació, així com la creació d'un contracte conjunt de futurs de tipus d'interès de llarg termini amb bons lliurables de tots els països emissors amb màxima qualificació creditícia.

Noves *plataformes de negociació electrònica*, tant en l'àmbit internacional com local, han contribuït a una contractació del deute públic més eficient en l'àrea de l'euro. Entre elles podem esmentar la plataforma de negociació electrònica majorista EuroMTS, que al principi, el març de 1999, negociava els bons de l'estat més líquids d'Alemanya, França i Itàlia, i més tard també d'Àustria, els Països Baixos, Bèlgica, Espanya, Portugal, Finlàndia i Grècia.

En el camp de la *compensació i liquidació de valors*, l'adopció de l'euro també va constituir un revulsiu. Els costos per aquests conceptes a Europa eren elevats en relació amb els Estats Units, i la pressió per una eficiència més gran ha conduït a processos d'integració que a més proporcionessin més qualitat i millor servei. En aquest àmbit és destacable la constitució de Clearstream per Cedel, propietat d'un consorci d'institucions financeres internacionals, i Deutsche Börse de Frankfurt, que va originar una gran empresa transeuropea de compensació i liquidació de valors mobiliaris. Euroclear és l'altra gran empresa dominant en l'àmbit paneuropeu. Les transformacions han arribat a tot l'espai europeu. A Espanya, per exemple, es va produir la compra d'Espaclear, societat de compensació i liquidació de la renda fixa privada, per part de la Societat de Compensació i Liquidació de

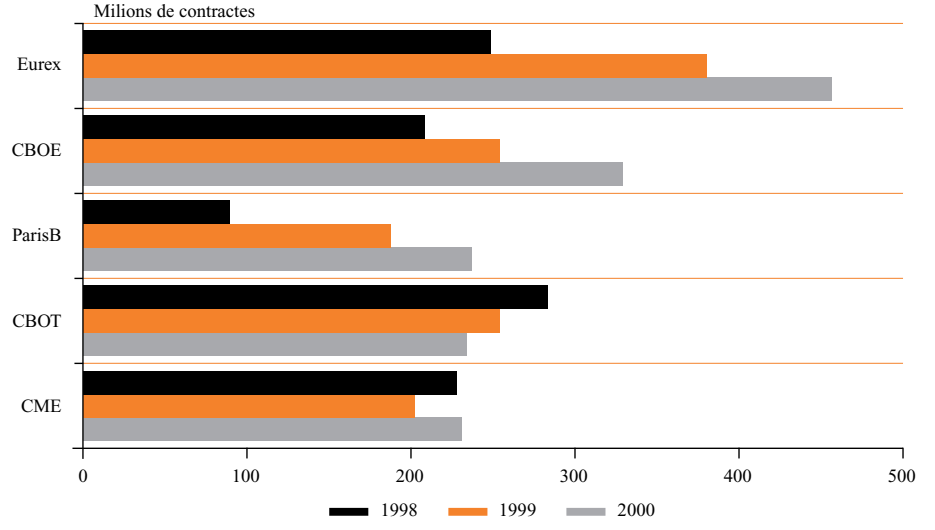
Valors, propietat de les borses. Posteriorment, es va constituir Iberclear per fusionar-la amb la Central d'Anotacions del Banc d'Espanya, que gestiona el registre i la liquidació del deute públic. En general, ha augmentat el nombre d'enllaços entre les societats de compensació i liquidació de valors mobiliaris de la zona de l'euro, cosa que és un factor clau en la integració dels mercats financers d'aquesta àrea. D'altra banda, podem remarcar una tendència cap a la constitució de contrapartides centrals en els mercats de valors europeus. Aquestes contrapartides són entitats que asseguren la liquidació de les obligacions contretes en la negociació per compradors i venedors, a l'estil de les cambres dels mercats de derivats.

Podem assenyalar que, a Espanya, la constitució d'Iberclear s'inscriu en un procés més ampli d'integració dels mercats financers espanyols. Així, l'abril del 2001 es va anunciar l'agrupació dels mercats de derivats espanyols de renda fixa i variable amb els mercats secundaris de renda fixa privada Aiaf i de deute públic Senaf, i es va crear el Holding de Mercados Financieros. Al seu torn, el juny del 2001 les borses de Madrid, Barcelona, Bilbao i València, juntament amb Meff, Aiaf, Senaf, Iberclear i el mercat de derivats sobre cítrics van firmar un protocol per a la constitució del Holding Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, S.A. L'objectiu d'aquesta mesura és la unió de forces per millorar la competitivitat a Europa.

Els *mercats de derivats* també han estat en ebullició els últims anys. Els efectes de la introducció de l'euro han estat particularment significatius en els mercats de futurs de renda fixa. Així, la plataforma Eurex, empresa conjunta de Deutsche Börse de Frankfurt i la suïssa Swiss Exchange, constituïda el 1998, ha acaparat la liquiditat del principal contracte de renda fixa a llarg termini en l'àrea de l'euro, sobre els bons alemanys a 10 anys. Gràcies a aquest contracte i a d'altres, s'ha col·locat en el primer lloc de les borses de derivats mundials per nombre de contractes l'any 2000. Aquesta borsa compta amb l'aliança del mercat Cbot de Chicago. D'altra banda, els mercats de futurs de París i Meff espanyol formen juntament amb altres borses de derivats, com el Cme de Chicago i el mercat de futurs de Singapur, l'aliança Globex.

Gràfic 12.1

VOLUM DE CONTRACTACIÓ EN ELS PRINCIPALS MERCATS DE DERIVATS



Fonts: FOW TRADE, Futures Industry Association i BPI.

12.3. La internacionalització de les carteres dels inversors

La supressió de la prima de risc de canvi en l'àrea de la moneda única ha impulsat la diversificació de les carteres en euros dels inversors. Els avenços tecnològics i una major harmonització legal en l'àmbit europeu han facilitat la diversificació, a la qual també ha contribuït l'eliminació de restriccions d'inversió per als inversors institucionals d'alguns països. Així, les carteres tendeixen a distribuir-se per sectors paneuropeus, més que per països.

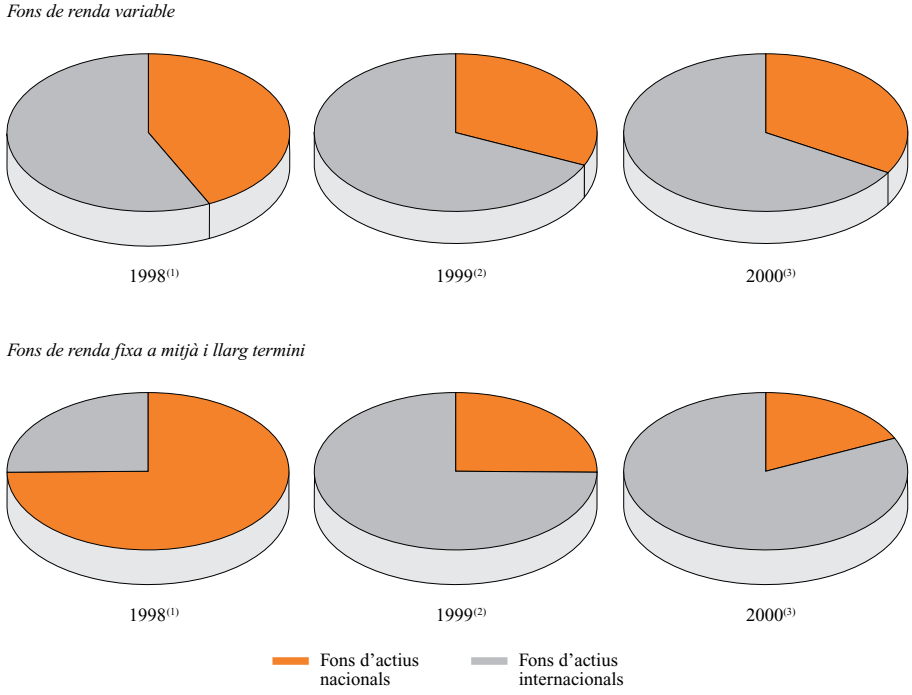
L'adopció de l'euro ha reforçat l'estabilitat del marc macroeconòmic i ha afermat les expectatives de baixa inflació a mitjà termini. Així, ha estimulat la inversió financera de les famílies en productes d'assegurances, participacions en fons d'inversió i plans de pensions privats.

D'altra banda, els últims anys el finançament mitjançant l'emissió d'accions va tendir a augmentar en la zona de l'euro. A més, les col·locacions

Gràfic 12.2

INTERNACIONALITZACIÓ DELS FONS D'INVERSIÓ DE LA ZONA DE L'EURO

Participació sobre el total d'actius



Notes: (1) No inclou Luxemburg, Irlanda ni Itàlia.
(2) No inclou Luxemburg ni Irlanda.
(3) No inclou Luxemburg, Irlanda ni els Països Baixos.
Fonts: EFIFC i elaboració pròpia.

d'accions han estat més diversificades. El nombre total d'empreses cotitzades en els mercats borsaris dels països de la zona de l'euro va augmentar considerablement.

En l'últim període s'han desenvolupat nombrosos *mercats borsaris* per a les denominades empreses amb alt potencial de creixement. L'euro ha facilitat la col·laboració transfronterera entre aquests mercats. Així, es va constituir l'aliança EURO.NM, integrada per Le Nouveau Marché (París), Neuer Markt

(Frankfurt), NMAX (Amsterdam), EURO.NM Belgium (Brussel·les) i el Nuovo Mercato (Milà). Durant els primers mesos de vida d'aquesta aliança, tant el nombre total d'empreses cotitzades com la capitalització del mercat van experimentar un fort increment. Posteriorment, l'esclat de la bombolla financera de les empreses tecnològiques lògicament també va afectar aquests mercats. En aquest camp, el mercat tecnològic nord-americà Nasdaq, dins de la seva estratègia globalitzadora, el març del 2001 va comprar el mercat Easdaq i el va rellançar sota el nom de Nasdaq Europe.

La tercera fase de la UEM també va provocar un terratrèmol en les estructures dels mercats borsaris europeus més tradicionals. L'euro facilita que la contractació dels valors més importants es desplaci cap als mercats més líquids i eficients. També van tenir un paper destacable en els canvis els desenvolupaments tecnològics, que, baixant les barreres d'entrada, van facilitar la irrupció de plataformes de negociació electrònica alternatives als mercats tradicionals. Aquests mercats van reaccionar a l'entorn d'una competència més gran per reduir els costos de les transaccions i oferir més qualitat i millor servei, amb l'objectiu de guanyar quota de mercat. Així, les borses van intensificar la informatització. Així mateix, es va tendir a una ampliació i a una homogeneïtzació d'horaris, i a l'adopció d'un model dirigit per ordres i amb contrapartida central. També es va tendir a la desmutualització i a cotitzar elles mateixes, fet que va preparar possibles aliances o fusions per augmentar la seva activitat.

De totes maneres, el procés de col·laboracions estretes no ha estat fàcil a causa de les dificultats de compatibilitzar les abundants inversions tecnològiques ja realitzades i de la defensa d'interessos nacionals. Així, el projecte de la constitució d'una gran borsa paneuropea iniciat per les vuit principals borses de la regió –Londres, Frankfurt, Amsterdam, Brussel·les, Madrid, Milà, París i Zuric– no s'ha dut a terme. El pla de fusió de les borses de Londres i Frankfurt va fracassar, i l'intent d'adquisició per part del grup suec OM sobre el mercat londinenc es va frustrar. En canvi, es va concretar i continua avançant la fusió de les borses de valors i de derivats de París, Brussel·les i Amsterdam sota l'ensenya Euronext, a la qual, el juny del 2001, es va afegir la borsa de Lisboa, i així es va col·locar com la segona borsa europea per capitalització. Euronext va afermar la posició a principis de novembre del

2001, quan es va confirmar la compra del 51% del capital de Liffe de Londres, el segon mercat de derivats més important d'Europa.

Euronext també s'integra en el projecte global de creació d'una xarxa mundial de negociació durant les 24 hores afavorit per la Borsa de Nova York, anomenat Global Equity Market, que pretén agrupar una desena de borses.

D'altra banda, la constitució de la zona de l'euro es va plasmar en la creació d'*índexs* que reflecteixen l'evolució d'empreses de tota la zona de l'euro. Així, en podem esmentar alguns de la família DJ Eurostoxx, FTSE, Morgan Stanley Capital Markets o Standard & Poor's. Sobre la base d'aquests índexs s'han creat contractes de futurs de renda variable que es negocien activament. L'índex més utilitzat per al conjunt de la zona euro és el DJ Eurostoxx.

12.4. Euro i mercat financer únic

La concepció de la Unió Monetària ha anat vinculada a la creació d'un mercat financer únic, encara que l'establiment d'aquest mercat és per descomptat més complex. De fet, ja des dels anys setanta, la Comunitat ha tractat de crear un mercat financer únic que abastés la banca, les assegurances i els mercats de valors. Però fins al 1985 els avenços van ser molt limitats a causa de la gran dificultat d'harmonitzar realitats tan diferents d'un país a un altre. Amb el desenvolupament del mercat únic, a partir de mitjan anys vuitanta, aquest procés va cobrar un nou impuls. El primer esforç es va centrar a liberalitzar els moviments de capital i eliminar qualsevol trava en els pagaments o cobraments entre estats membres. Alhora, es va impulsar l'harmonització de les reglamentacions nacionals en tots els aspectes de l'activitat financera. Els objectius eren que qualsevol ciutadà pogués operar amb qualsevol entitat o mercat financer comunitaris, i que les institucions financeres poguessin instal·lar-se lliurement o operar en qualsevol estat membre.

El concepte central del mercat financer únic és la *llicència única*. Es tracta que l'autorització atorgada per l'autoritat de l'estat membre on està domiciliada l'entitat financera permeti a aquesta última oferir els seus serveis a la resta d'estats membres, per mitjà de sucursals o bé de forma directa, sense necessitat de sotmetre's a cap més tràmit. Això sí, l'entitat financera s'ha de sotmetre en qualsevol cas a les normes específiques comptables, fiscals,

prudencials o d'informació estadística de l'estat d'acollida. La llicència única es va implantar més ràpidament en la *banca*, i es pot considerar que, des de l'1 de gener de 1993, el mercat únic bancari és una realitat. En l'àmbit de les *assegurances*, l'harmonització ha estat molt més lenta i dificultosa, si bé directives adreçades a implantar la llicència única en el sector, i l'establiment de normes comunes sobre els actius de les companyies, la protecció de l'assegurat i la informació sobre l'assegurador i el contracte, van entrar en vigor definitivament l'1 de juliol de 1994. Pel que fa als *mercats de capitals*, es tractava de crear un mercat unificat de valors mobiliaris on emissors, intermediaris i inversors poguessin actuar en tota la Comunitat tan fàcilment com en el seu propi mercat. La llicència única va culminar amb dues directives de 1993 l'entrada en vigor de les quals es va produir l'1 de gener de 1996, i que es referien als serveis d'inversió en valors mobiliaris i a l'adequació del capital i harmonització de recursos propis de les societats d'inversió.

Malgrat l'àrdua labor citada, en la pràctica, els mercats financers segueixen segmentats i les empreses i els consumidors troben dificultats per accedir a institucions financeres establertes en altres estats membres. Múltiples barreres i limitacions fan que l'àmbit nacional predomini clarament sobre els inversors, i que les entitats tinguin normalment un marcat caràcter nacional.

Davant d'aquesta realitat, el Consell Europeu ha impulsat un *Pla d'Acció* que haurà d'haver culminat l'any 2005, ja que ha reconegut que uns mercats financers eficients tenen un paper central en la competitivitat europea a llarg termini i en el desenvolupament de la nova economia. L'èmfasi es posa a facilitar l'accés de les empreses als mercats de capitals, especialment de les petites i mitjanes empreses, a eliminar les barreres a la inversió dels fons de pensions, en la millora del funcionament dels mercats de deute públic, a augmentar la possibilitat de comparació dels estats financers de les empreses, a intensificar la cooperació entre els reguladors dels mercats financers, i a avançar en les propostes sobre ofertes públiques d'adquisició, reestructuració i sanejament de les entitats de crèdit i companyies d'assegurances. Així mateix, s'esperen avenços importants en la regulació del comerç electrònic, diner electrònic i venda a distància de serveis financers.

Resum

La creació de l'euro ha tingut un important efecte de revulsiu en els mercats financers europeus, perquè ha eliminat la prima de risc de tipus de canvi entre les monedes participants, i també perquè ha augmentat la transparència facilitant la comparació dels preus dels actius. Aquest procés ha permès avançar considerablement en la creació d'un mercat financer integrat en l'àrea de l'euro. No obstant això, subsisteix una fragmentació notable en nombrosos segments dels mercats a causa de barreres de tipus legal, fiscal i de procediments. Per superar aquestes traves el Consell Europeu impulsa un Pla que inclou un conjunt de mesures l'objectiu de les quals és continuar desenvolupant uns mercats financers cada vegada més integrats.

Tercera part

L'EURO
I L'ECONOMIA ESPANYOLA

XIII. L'economia espanyola en el cercle virtuós

Espanya és un dels dotze estats membres de la UE que han adoptat l'euro com a moneda nacional. Des del moment en què es va plantejar la Unió Econòmica i Monetària, el nostre país va manifestar una decidida voluntat d'estar en el primer grup que accedís a la moneda única. L'experiència de les últimes dècades ens mostra que sempre que l'economia espanyola fa un pas d'obertura cap a l'exterior, a la llarga hi surt guanyant. Així va passar l'any 1959, amb el Pla d'Estabilització, o el 1986, amb l'adhesió a les Comunitats. No podia ser diferent amb l'euro, l'esglaó definitiu cap a un gran Mercat Interior. Però el repte no era petit, ja que l'economia s'havia adaptat a una regular pèrdua de valor de la pesseta que compensava un creixement dels costos superior al dels nostres competidors. A més, l'euro exigia un sanejament dels desequilibris tradicionals, una tasca certament ambiciosa.

Tot i comptar amb una àmplia majoria d'opinió favorable, la participació d'Espanya en la UEM va suscitar, des del primer moment, un viu debat en cercles econòmics i acadèmics sobre els costos i beneficis d'aquesta integració. Les veus més crítiques advertien que la rigidesa de l'economia espanyola dificultaria l'absorció de les denominades *pertorbacions asimètriques* (crisis econòmiques d'impacte desigual segons els països o les regions), que podrien comportar importants costos en matèria d'ocupació sense el concurs dels mecanismes d'ajustament monetari i canviari.

L'escàs lapse de temps transcorregut des de la implantació de l'euro no permet verificar aquests temors ni fer afirmacions concloents. Però sí que podem esbossar algunes línies argumentals que aclareixin els efectes de la moneda única sobre la conjuntura recent. Aquest és l'objectiu d'aquesta part, que s'inicia amb un capítol que tracta d'interpretar l'evolució de l'economia espanyola durant els últims anys davant de la UEM.

13.1. La quadratura del cercle

No hi ha dubte que el nou marc d'estabilitat macroeconòmica propiciat per la UEM ha reportat beneficis inqüestionables al nostre país. Després dels difícils primers anys de la dècada dels noranta, l'economia espanyola es va inscriure en un *cercle virtuós* –en el qual la perspectiva de la UEM hi va tenir molt a veure–, que es va concretar en un alt creixement econòmic sense els desequilibris recurrents que la van tenallar en el passat, al marge que, com veurem més endavant, últimament els resultats obtinguts s'hagin desdibuixat una mica. A més, la voluntat d'integrar-se en la moneda única va encoratjar un procés de reformes destinat a dotar de més flexibilitat l'economia espanyola i a augmentar-ne la sincronització amb el cicle econòmic de la resta de l'eurozona, cosa que hauria reduït considerablement la probabilitat apuntada d'una crisi asimètrica adversa.

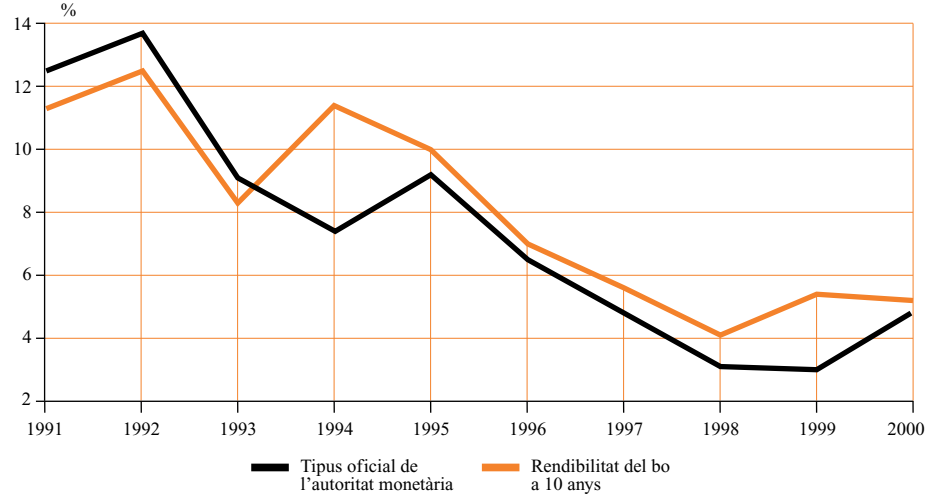
El balanç d'aquesta etapa pot partir de 1995, any en què va tenir lloc l'última devaluació de la pesseta. En la cimera de la Unió Europea celebrada a Madrid el mes de desembre d'aquest any, es va aprovar el calendari d'implantació de la moneda única, i Espanya va ratificar la ferma voluntat de participar en el projecte des del primer moment. La credibilitat que va anar adquirint aquest objectiu va permetre que el Banc d'Espanya –que tenia plena autonomia per desenvolupar la política monetària des del juny de 1994– reduís progressivament els tipus d'interès, amb el beneplàcit exprés dels mercats, per complir els requisits de convergència exigits.

Entre 1996 i 1998, els tipus de referència de l'autoritat monetària es van veure retallats en més de sis punts, fins que van coincidir amb els vigents a Alemanya i França (països que constituïen l'eix de la futura unió) cap al final del període citat. Els tipus a llarg termini van recórrer una trajectòria

Gràfic 13.1

TIPUS D'INTERÈS

Al final de cada any



Font: Banc d'Espanya.

similar, fins a equiparar-se amb els vigents en els països centrals (excepte, lògicament, el diferencial imputable a la solvència de l'emissor i a la liquiditat del títol).

En matèria d'inflació, l'expectativa de l'accés d'Espanya a la unió monetària va contribuir a modificar també el comportament dels agents econòmics espanyols, que gradualment van incorporar unes pautes de moderació i rigor desconegudes fins aleshores. A mitjan 1997, la taxa de variació interanual de l'índex de preus de consum (IPC) va caure fins a valors propers a l'1,5%, gairebé tres punts menys que a finals de 1995, i es va reduir pràcticament a zero el diferencial amb la mitjana dels països candidats a la UEM. El valor mínim es va registrar cap a finals de 1998, quan la taxa d'inflació es va situar en l'1,4%.

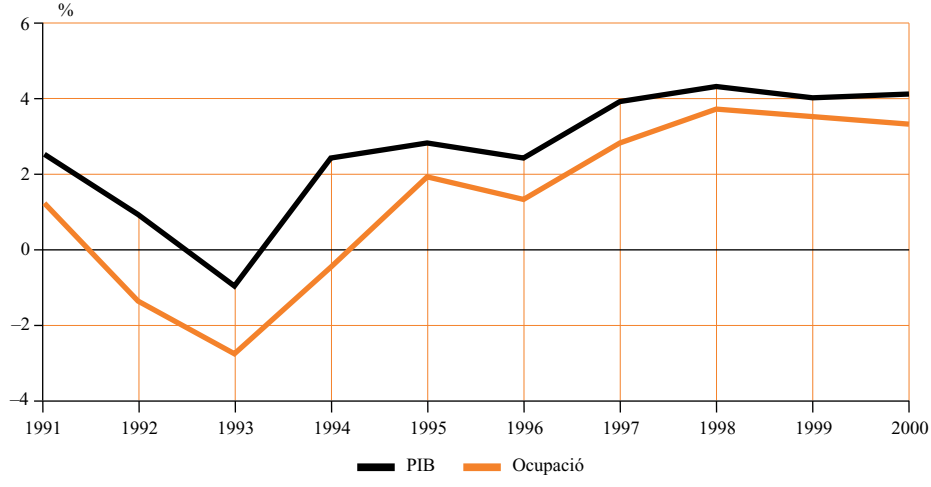
La combinació de baixa inflació i menors tipus d'interès es va traduir en un considerable impuls econòmic (entre 1996 i 2000 el producte interior brut va augmentar al voltant del 3,8% de mitjana anual), que va redundar en

una intensa generació d'ocupació (2,9% de creixement mitjà al llarg d'aquests cinc anys, segons les dades de la comptabilitat nacional). La moderació salarial va ser una altra basa important que va servir per afermar el nou model de creixement. En el període entre els anys 1999 i 2000, l'augment dels salaris nominals es va situar per sota de la taxa d'inflació (i va derivar en increments reals negatius), un fet insòlit en una fase cíclica expansiva.

Gràfic 13.2

PIB I OCUPACIÓ

Taxes de variació



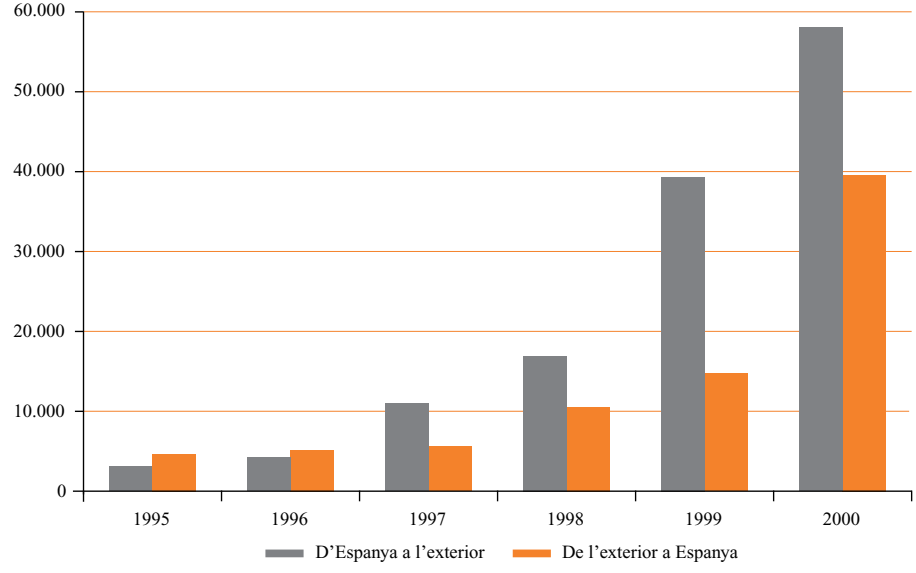
Font: Institut Nacional d'Estadística.

La incorporació d'Espanya a la UEM també va marcar un punt d'inflexió important en l'àmbit empresarial. D'una banda, el nostre país es va consolidar com a plataforma receptora d'inversió estrangera vinculada a les expectatives del reforçament del mercat únic. Així mateix, el procés de desregulació i les privatitzacions de grans empreses públiques, que van cobrar un nou impuls amb l'horitzó de l'euro, van contribuir a la creació d'unitats de gestió més eficients, que van mostrar després una clara vocació d'obertura a l'exterior per ampliar activitats, principalment en els sectors de telecomunicacions, energètic i financer.

Gràfic 13.3

INVERSIÓ DIRECTA

Milions d'euros



Font: Banc d'Espanya.

Així, l'any 2000, la inversió directa d'Espanya a l'exterior va rondar els 58.000 milions d'euros, xifra que era més de vint vegades superior a la mitjana registrada en la primera meitat de la dècada dels noranta. Aquell any, la Unió Europea va acaparar gairebé la meitat dels fons utilitzats i va desbancar l'àrea llatinoamericana com la primera destinació del capital espanyol. Segons l'informe anual de la Conferència de Nacions Unides sobre el Comerç i Desenvolupament, Espanya figura com el sisè país en volum d'inversió directa transfronterera, per davant de potències com el Japó i el Canadà.

13.2. La contribució del sector públic

El comportament del sector públic també ha estat molt important per aconseguir els objectius previstos i consolidar el nou patró de creixement. Entre 1995 i el 2000, el dèficit conjunt de les administracions públiques va

registrar una millora equivalent a 6,3 punts del PIB (va passar del 6,6% sobre el PIB el 1995 al 0,3% l'any 2000). L'esforç de sanejament de les finances públiques espanyoles va ser comparativament superior al que es va fer en el conjunt de la UEM, xifrat en poc més de cinc punts sobre el PIB.

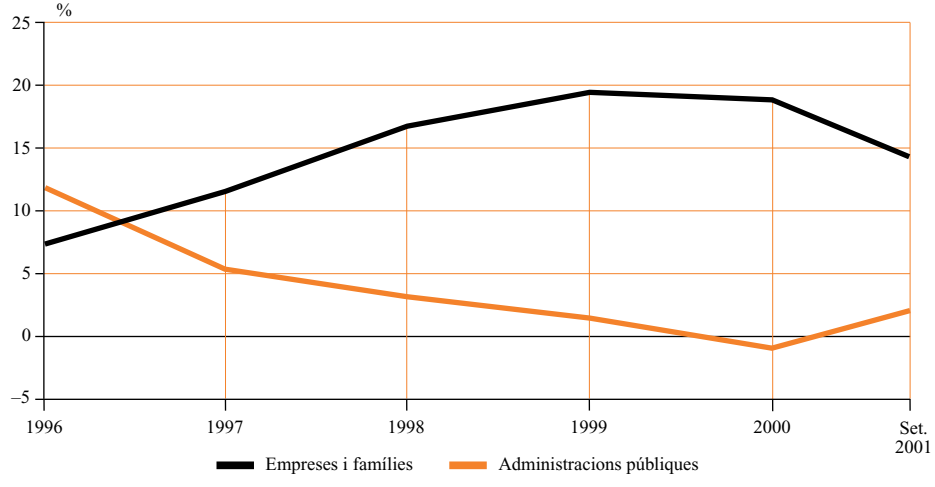
La menor apel·lació de les administracions públiques als mercats financers, motivada per una necessitat inferior d'endeutament (l'any 2000, el deute de les administracions públiques ascendia al 60,6% del PIB, davant del 63,9% de 1995), va permetre que augmentés el finançament al sector privat de l'economia (efecte conegut com *crowding in*). Així, entre 1998 i 2000, el finançament atorgat pel sistema creditici a empreses i famílies va créixer per sobre del 18% de mitjana anual, davant de l'1% registrat en el destinat a les administracions públiques.

Hem d'advertir, però, que l'èxit obtingut en la consolidació de les finances públiques –les més beneficiades pel descens dels tipus d'interès induït per la pertinença a la moneda única– és degut en gran part a determinats impulsos de caràcter transitori o cíclic. Així, la disminució de la càrrega

Gràfic 13.4

FINANÇAMENT A SECTORS RESIDENTS

Taxes de variació interanual



Font: Banc d'Espanya.

financera derivada de la caiguda de tipus d'interès i del menor endeutament, va contribuir entorn d'uns dos punts sobre el PIB a la reducció del dèficit. La millora del saldo primari, que exclou aquesta partida, va aportar els 4,4 punts percentuals addicionals, encara que una part d'aquest avenç correspon a l'augment de la pressió fiscal suportat en aquest període, proper als 2,3 punts percentuals del PIB (35,7% l'any 2000, davant del 33,4% de 1995).

En definitiva, la contracció de la despesa corrent es va xifrar en només el 2,1% del PIB i, el que és més negatiu, la despesa en inversió es va reduir en més d'un punt percentual. L'OCDE estima que, eliminant els efectes imputables al cicle i a la disminució del pagament d'interessos, la millora estructural del dèficit durant aquests cinc anys es redueix a només 2,6 punts del PIB. Així doncs, s'hauria de perseverar en aquesta via, i més si tenim en compte les desfavorables perspectives demogràfiques amb què s'especula, que afectaran partides tan sensibles com la despesa sanitària o les pensions, i les necessitats de capitalització creixents de l'economia espanyola.

13.3. Decau l'optimisme després de l'eufòria inicial

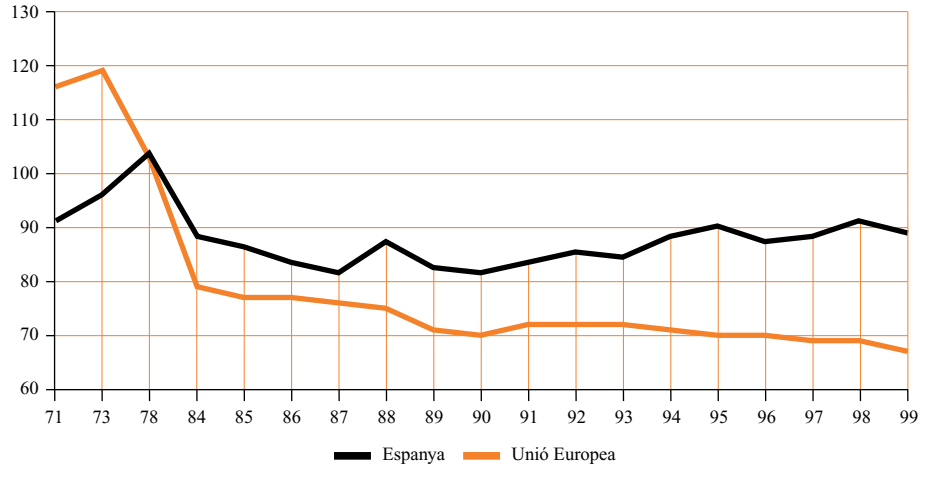
Després dels èxits inicials, la situació es va començar a complicar a partir del xoc petrolier gestat a principis de 1999, que va actuar de detonant. L'any 2000, quan l'escalada de preus va arribar al seu punt àlgid, el cost mitjà de la tona de petroli importada duplicava en dòlars el de 1998, i el triplicava en pessetes per l'efecte afegit de la depreciació de l'euro. Tenint en compte el progrés nul del nostre país durant els últims 25 anys en matèria d'eficiència energètica, no és estrany que l'impacte de la crisi fos més intens a Espanya que en la resta de l'eurozona. No en va figurem entre els països que sofreixen una dependència més gran del petroli, amb un consum per unitat de PIB que l'any 1999 superava en més d'un 30% el de l'Europa dels quinze.

El resultat de tot això va ser que els preus energètics van pressionar a l'alça la taxa d'inflació, que al final del 2000 va pujar al 4,0%, la més gran dels últims cinc anys. El component de carburants i combustibles, directament relacionat amb l'alça del cru, va contribuir en 0,8 punts percentuals a aquest increment, aproximadament igual que els aliments no elaborats,

Gràfic 13.5

CONSUM DE PETROLI PER UNITAT DE PIB

Tones equivalents de petroli per milió de dòlars, a tipus de canvi de 1990



Font: Agència Internacional de l'Energia.

immersos també en un moviment cíclic alcista. Però el pitjor va ser que les tensions sobre els preus es van acabar traslladant al nucli més estable de l'IPC. La denominada inflació subjacent (que no inclou els components més volàtils) es va situar en el 3,0% cap a finals del 2000, un punt percentual més que un any abans, i a mitjan 2001 ja sobrepassava el 3,5% i alertava sobre les rigideses que encara subsisteixen en l'economia espanyola, a pesar dels progressos que han tingut lloc aquests últims anys.

En l'àmbit exterior, el fort impuls de la demanda interna va determinar que el dèficit comercial ascendís al 5,1% del PIB nominal l'any 1999, i dupliqués el que s'havia registrat l'any 1997. La situació va empitjorar l'any següent a causa de l'encariment de la factura energètica, que va pujar a més de 20.000 milions d'euros (el doble que l'any 1999) i va contribuir al fet que el dèficit augmentés fins a gairebé el 6% del PIB. El fort deteriorament del saldo comercial va motivar que el desequilibri exterior tornés a aparèixer en els comptes nacionals i anul·lés els progressos fets en anys anteriors. Al final, l'any 2000, el dèficit de la balança per compte corrent es va elevar al 3,1%

del PIB (el 1997 s'havia anotat un superàvit), i la necessitat de finançament total, al 2,2%.

En l'última etapa, els desequilibris mencionats van coincidir amb un alentiment gradual del creixement econòmic, que igualment acusaven els principals països del nostre entorn. En el segon trimestre del 2001, la taxa de variació interanual del PIB s'havia desaccelerat fins al 3,0%, per damunt encara del seu valor potencial (l'OCDE el situava en una mitjana del 2,8% entre 1994 i 2000), i mantenint un diferencial positiu amb el conjunt de l'eurozona superior a un punt percentual.

13.4. Què passa amb la productivitat?

Una dada que crida molt l'atenció és el baix creixement de la productivitat aparent del factor treball (mesurada com el quocient entre el valor afegit brut i la població ocupada) que ha registrat l'economia espanyola en els últims anys. L'OCDE fixa en el 0,8% el creixement mitjà anual d'aquesta variable durant el període comprès entre 1994 i el 2000, davant de l'1,2% corresponent al conjunt de l'eurozona i l'1,9% dels Estats Units. Entre 1987 i 1994, l'increment havia estat molt superior (gairebé tres vegades més a Espanya, i aproximadament el doble a la zona de l'euro, com a mitjana). Els Estats Units han estat l'únic país important que ha aconseguit augmentar espectacularment aquesta relació en l'etapa recent.

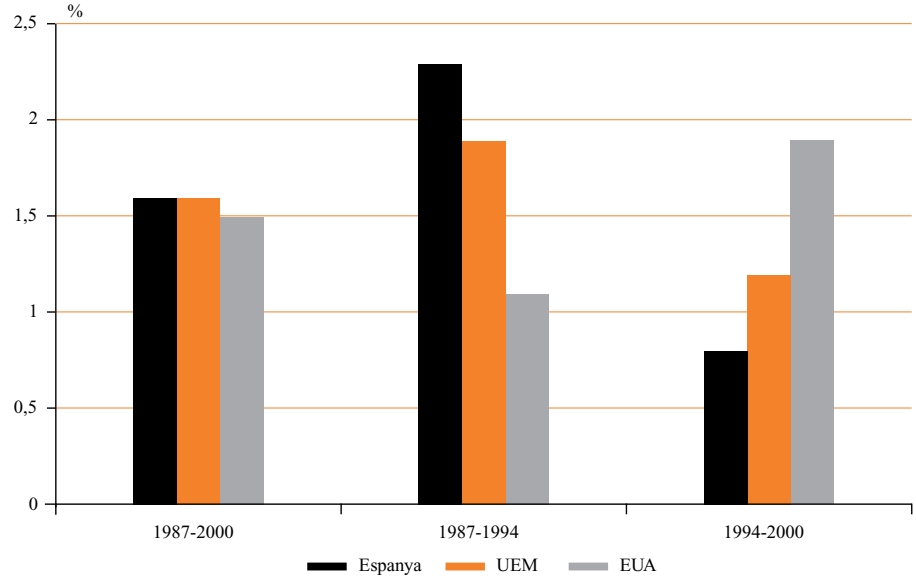
Fins a cert punt és paradoxal que l'estancament d'aquesta variable hagi coincidit en el nostre país amb una fase expansiva de la inversió, que és un factor clau del seu desenvolupament. Però al marge de l'existència de possibles biaixos de naturalesa estadística, podem avançar algunes hipòtesis per explicar aquesta situació. En primer lloc, si acceptem que la difusió dels processos englobats en la denominada *nova economia* (als quals ens hem referit en un altre apartat) es troba darrere del considerable augment de l'eficiència productiva dels Estats Units, la insuficient penetració d'aquest fenomen a Europa –i amb més motius a Espanya– explicaria els menors avenços registrats en el nostre àmbit.

En el cas específic d'Espanya, a més, l'elevada contractació de personal poc qualificat en sectors com la construcció i els serveis, menys eficients

Gràfic 13.6

PRODUCTIVITAT DEL TREBALL

Variació mitjana anual



Font: OCDE.

en aquests termes, hauria contribuït a frenar l'augment de la productivitat global de l'economia, com assenyala oportunament l'OCDE en el seu informe de juny del 2001. D'altra banda, l'elevada rotació dels contractes temporals, que perjudica la qualitat del factor treball (habitualment del segment més jove) perquè obstaculitza els processos formatius i d'integració en les estructures empresarials, també és destacada per alguns com una altra de les causes.

No hi ha dubte que l'augment de la productivitat és necessari per apujar el llistó del PIB potencial i assegurar el creixement econòmic a llarg termini. Així mateix, és un factor determinant, al costat dels salaris, en la formació dels costos laborals unitaris, que són els que marquen, en definitiva, la trajectòria dels preus. Precisament, les fortes tensions inflacionistes que han reaparegut en l'economia espanyola es podrien vincular en part al lent progrés d'aquesta variable. No obstant això, esperem que les reformes iniciades –i el seu necessari aprofundiment futur– rendiran els resultats desitjats a mit-

jà termini, encara que de totes maneres s'hauria de fer una clara aposta en favor de les noves tecnologies, com exposem més endavant.

13.5. Cap on va l'estalvi?

La caiguda de la taxa d'estalvi és una tendència actual de l'economia espanyola que ens ha de fer reflexionar. En termes agregats, la relació entre l'estalvi nacional brut (la part de la renda disponible que no es destina al consum) i el PIB, s'ha mantingut relativament estable en els últims anys, al voltant d'una mitjana del 22,5%, i mostra fins i tot una lleugera tendència ascendent. Però aquest resultat ha estat possible gràcies a l'aportació del sector públic, que en l'últim quinquenni ha millorat la seva posició en 5,2 punts percentuals (el 3,4% sobre el PIB l'any 2000, davant de la taxa negativa de l'1,8% l'any 1995), i això és degut en gran mesura a la forta expansió dels recursos obtinguts (gairebé el 20% de mitjana anual entre 1996 i el 2000), difícilment sostenible en el futur.

En canvi, la taxa d'estalvi brut de les famílies i institucions sense finalitat de lucre s'ha reduït en 2,5 punts percentuals (7,6% sobre el PIB el 2000 davant del 10,1% el 1995), perquè el consum ha crescut a un ritme superior al de la renda generada en el sector. La disminució de la propensió a l'estalvi de les famílies pot respondre a causes molt diverses. En primer lloc, com assenyala el Banc d'Espanya, la incorporació del nostre país a la UEM i el creixement sostingut de l'ocupació han enfortit la confiança de les economies domèstiques que, d'acord amb això, haurien reduït l'estalvi per precaució.

El descens dels tipus d'interès (que comporta una menor retribució de l'estalvi i un menor cost d'endeutament) i la reducció dels tipus impositius aplicats als salaris i guanys patrimonials també han pogut actuar com a estímuls addicionals sobre el consum. Encara més, l'encariment del preu del petroli, que ha obligat les famílies a destinar una porció més gran de la seva renda a certs components de la despesa, com el transport i la calefacció, i el mateix rebrot de la inflació, que n'ha erosionat la capacitat adquisitiva, s'haurien conjugat igualment en detriment de l'estalvi. Per causes similars, l'estalvi brut de les empreses ha disminuït també a raó de 2,1 punts percentuals sobre el PIB (10,2% l'any 2000, davant del 12,3% de 1995).

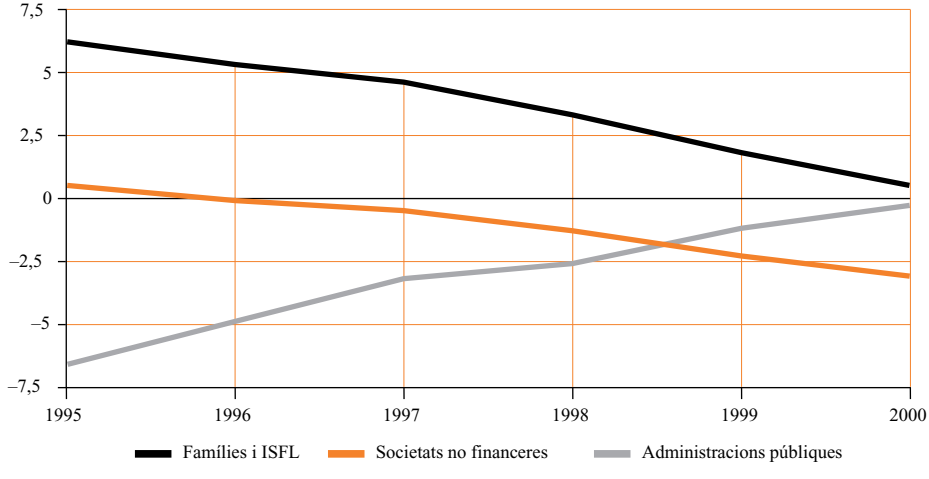
Però en realitat, la caiguda de l'estalvi financer net (estalvi brut menys formació bruta de capital) ha estat encara més accentuada. En el cas de les famílies i institucions sense finalitat de lucre, la taxa corresponent a l'any 2000 va baixar fins a un mínim històric (0,5% sobre el PIB, 5,7 punts percentuals menys que l'any 1995). La causa d'això és que les famílies estan aplicant una porció creixent del seu estalvi a l'adquisició d'actius immobiliaris, sense que, per descomptat, sigui independent d'aquest fet la forta escalada del preu de l'habitatge, que està acaparant una part cada vegada més gran de la renda mitjana de les famílies espanyoles que hi accedeixen (per sobre del 40% l'any 2000, gairebé 12 punts percentuals més en només tres anys). En conjunt, la insuficiència d'estalvi es va traduir l'any 2000 en una necessitat de finançament de la nació equivalent al 2,2% del PIB.

La generació d'estalvi és necessària per finançar les necessitats de capital, i la seva falta prolongada, sobretot en una economia tancada, acaba escanyant el seu potencial de creixement (la captació d'estalvi forà pressiona

Gràfic 13.7

ESTALVI FINANCER NET

Percentatge sobre el PIB



Fonts: INE i Banc d'Espanya.

a l'alça els tipus de canvi i d'interès), però no hi ha dubte que la gravetat del problema es redueix considerablement en el si d'una unió monetària àmplia.

Tornant a la situació actual d'Espanya, si el dèficit es manté dins d'uns límits raonables, es podran obtenir amb relativa facilitat els fons necessaris, a dins i a fora de l'eurozona. Caldria evitar, però, una actitud massa acomodatícia, ja que al marge de les facilitats trobades per finançar-lo, la persistència d'un desequilibri d'aquesta naturalesa està apuntant en realitat a un defecte flagrant de competitivitat. L'acumulació de deute –o la venda d'actius– necessari per finançar-lo és un signe d'empobriment, i precisament per això no és una situació desitjable en si mateixa, encara que es produeixi en l'espai d'una unió monetària consolidada. A la llarga, si el dèficit no es resol, s'acaba imposant un ajustament de preus i salaris.

13.6. Cap a la convergència real

Després de la consecució de l'estabilitat macroeconòmica, la convergència real amb la UEM (que s'ha de traduir al final en avenços superiors del PIB i de l'ocupació) és el gran objectiu actual de l'economia espanyola. Sense cap mena de dubte, el progrés realitzat en aquesta matèria durant els últims anys ha estat realment significatiu. Només cal considerar per exemple que, l'any 2000, el PIB per capita en termes de *patró de poder de compra*, o tipus de canvi teòric que iguala els preus interiors entre diferents països, equivalia al 80,8% de la mitjana de la UEM, prop de quatre punts més que l'any 1995. No podem oblidar aquí la importància que ha tingut l'ajuda de la Unió Europea per aconseguir aquest avenç. Entre 1996 i el 2000, el superàvit acumulat de caixa (recursos menys utilitzacions), derivat de les relacions amb la UE, va ascendir en total a gairebé 28.300 milions d'euros, equivalents a una mitjana de l'1,1% del PIB de cada any.

Podríem matisar, però, que el progrés aconseguit ha estat molt inferior al protagonitzat per altres estats de l'eurozona, com Finlàndia, Països Baixos i Irlanda, i lleugerament menor, fins i tot, que el del nostre veí, Portugal. El cas més espectacular és el d'Irlanda, que, en termes de PIB per capita, s'ha situat en el 117,9% de la mitjana de la UEM (91,3% l'any 1995), amb un avenç superior a 16,5 punts percentuals. En l'àmbit interior, Balears, Madrid

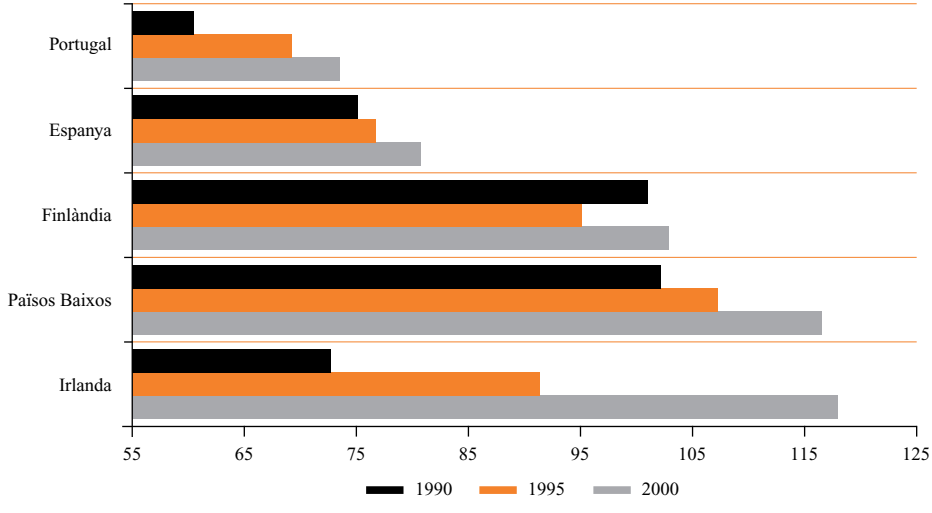
i Navarra eren les úniques comunitats que l'any 2000 se situaven per sobre de la mitjana de la Unió Europea. Destaca l'espectacular avenç fet per la comunitat madrilenya, que ha guanyat 11,1 punts els últims cinc anys.

Però per continuar progressant en aquesta matèria és absolutament necessari que, a mitjà i llarg termini, la productivitat de l'economia espanyola augmenti a un ritme superior al de l'eurozona. Els últims anys, com vèiem abans, la tònica no ha estat precisament aquesta. Dins del període comprès entre 1986 i 1999, la millora de la productivitat del treball va contribuir només en un 56,6% a l'increment del PIB per capita (85% en la Unió Europea) i correspon a l'augment de la taxa d'ocupació el 43,4% restant (15% en la UE). D'altra banda, s'observa un estancament relatiu preocupant –i fins i tot alguna reculada– en l'evolució d'alguns factors bàsics (estoc de capital físic i tecnològic, dotació d'infrastructures, etc.), que són realment els motors del creixement futur.

Gràfic 13.8

PIB PER CAPITA A PREUS I PATRÓ DE PODER DE COMPRA CORRENTS

Països amb percentatges d'avenç més grans. UEM = 100



Font: Eurostat.

13.7. Què hauria passat si no fóssim a l'euro?

De moment el Regne Unit, Suècia i Dinamarca han quedat al marge de la moneda única, i la perspectiva d'aquests tres anys indica que les seves economies no s'han vist penalitzades per aquesta exclusió. Hauria passat el mateix en el cas de l'economia espanyola? Lògicament, no és possible contestar científicament aquesta pregunta, però sí que podem imaginar on haurien estat les diferències per tenir una altra perspectiva des de la qual contemplar els efectes de la UEM sobre la nostra economia.

En primer terme hem de recordar que l'historial de desequilibris de l'economia espanyola (inflació, dèficit públic, balança de pagaments, atur) donava com a resultat una moneda feble, amb una tendència a la devaluació a mitjà termini. La fase de desinflació (descens de la taxa d'inflació) que van experimentar la major part de les economies hauria arribat a l'espanyola fins i tot sense la perspectiva de la UEM, però sense aquesta última probablement no hauria assolit el mateix calibre. I molt menys els tipus d'interès, la caiguda dels quals va significar la desaparició de la prima de risc sobre la moneda, cosa que no hauria passat si els mercats no haguessin descomptat que la pesseta s'inclouria en l'euro.

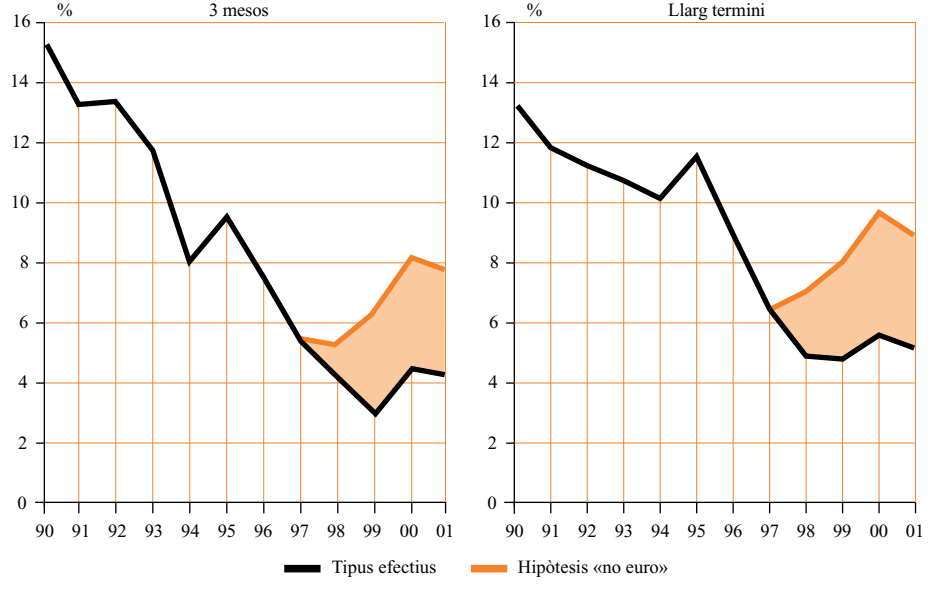
Prenent únicament els tipus d'interès, podem fer l'exercici d'extrapolar-ne l'evolució en absència d'expectatives d'integració en l'euro. Partint de la inflació registrada entre 1997 i el 2001, i d'una política monetària definida a partir de la Regla de Taylor, podem deduir els tipus d'interès a curt termini als mercats financers; els tipus a llarg termini es dedueixen a partir de les hipòtesis sobre el pendent de la corba de tipus d'interès. Al gràfic 13.9 es poden apreciar els resultats de l'exercici, en el qual es posa de manifest la diferent trajectòria dels tipus i l'obertura d'uns diferencials considerables. Així, si no fóssim a l'euro, els ingressos i els pagaments en concepte de costos financers haurien estat notablement més elevats. Aplicant aquestes conclusions als comptes financers dels diferents sectors institucionals, resulta que, només per aquest efecte, el pas a l'euro va alliberar en conjunt gairebé un bilió de pessetes anuals (uns 6.000 milions d'euros) entre 1998 i 2001, aproximadament l'1% del PIB. Un impuls que ha permès elevar el potencial de creixement de l'economia espanyola i que s'ha multiplicat a través d'un crei-

xement del crèdit més gran, d'unes millors condicions d'accés al finançament, d'una millora de la posició financera d'empreses, famílies i sector públic, etc.

A més, s'ha de tenir en compte la protecció que proporciona pertànyer a la zona de l'euro davant les tempestes econòmiques internacionals, ja siguin monetàries o reals. Així, la crisi econòmica internacional –que es va accentuar cap a finals del 2001, després dels tràgics successos de l'11 de setembre– hauria copejat amb més severitat el nostre país sense el paraigua protector de l'euro. Tenint en compte les experiències anteriors, la pesseta s'hauria vist abocada a una depreciació més o menys intensa davant l'augment de la prima de risc exigida pels mercats i, inevitablement, els tipus d'interès haurien apuntat a l'alça i haurien afectat negativament la producció i l'ocupació.

Gràfic 13.9

TIPUS D'INTERÈS EFECTIUS I HIPÒTESIS «NO EURO»



Fonts: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

Resum

La perspectiva que l'economia espanyola s'inclouria en l'àrea d'estabilitat macroeconòmica definida per la UEM va fer aflorar els beneficis d'aquesta integració fins i tot bastant abans que la moneda única fos una realitat. La caiguda de les expectatives d'inflació, a partir de mitjan els anys noranta, va anar acompanyada d'un important descens dels tipus d'interès, factors que en bona mesura expliquen el considerable impuls de l'economia al llarg de la segona meitat dels anys noranta, i a això va contribuir el rellevant esforç fet pel sector públic per sanejar els seus comptes. La sola caiguda dels tipus d'interès induïda per la perspectiva de pertànyer a la zona de l'euro va alliberar entre 3 i 4 bilions de pessetes (entre 18.000 i 24.000 milions d'euros) entre 1998 i 2001, cosa que implica una important injecció financera de la qual s'han beneficiat principalment el sector públic i les empreses, alhora que va permetre elevar la capacitat d'endeutament de les famílies. I tampoc no podem deixar d'assenyalar que, amb tota probabilitat, la crisi econòmica internacional –que es va aguditzar cap a finals del 2001– hauria copejat amb més severitat el nostre país sense el paraigua protector de l'euro. Amb tot, malgrat les reformes estructurals iniciades, crida l'atenció l'escassa millora de la productivitat registrada els últims anys, així com els mediocres avenços en matèria de convergència real, inferior als protagonitzats per altres països de l'eurozona amb els quals ens podem comparar.

XIV. Massa inflació

Al marge de la seva incidència sobre el funcionament normal del sistema econòmic, l'elevació sostinguda dels preus té conseqüències molt negatives per a tots els ciutadans. Els perjudicis més evidents recauen sobre els perceptors de rendes fixes i, en general, sobre els sectors que tenen menys capacitat de reacció per protegir-se'n, que normalment són els més desafavorits.

Els efectes de la inflació sobre la bona marxa de l'economia són de sobra coneguts i no cal insistir-hi. Al capdavall produeixen una assignació menys eficient dels recursos productius i perjudiquen el potencial de creixement i la capacitat de generació d'ocupació. En una economia oberta, la pèrdua de competitivitat és un dels efectes més temuts, i l'ajustament del tipus de canvi és la pràctica més habitual per combatre-la en primera instància, encara que com s'ha posat repetidament de manifest, sense el suport d'altres mesures de més profunditat, els beneficis han estat sempre molt efímers.

Dins d'una unió monetària, l'increment sostingut de la inflació en un país per sobre de la mitjana del conjunt revesteix, encara, més dificultat, davant la impossibilitat de contrarestar la pèrdua de competitivitat amb l'ajustament canviari pertinent. Sense cap mena de dubte, aquesta situació és difícilment sostenible a la llarga a causa dels elevats costos que comporta en matèria de creixement i d'ocupació.

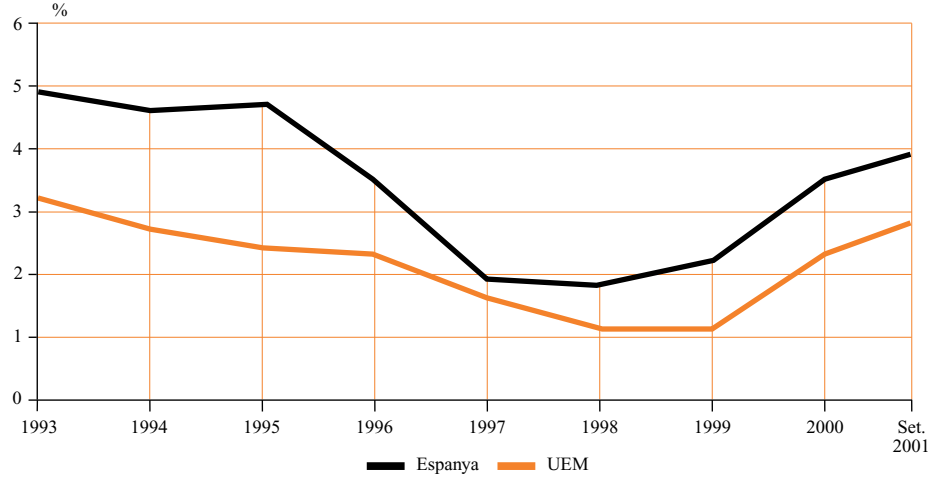
14.1. Mirant cap a Europa

A mitjan l'any 1997, la diferència entre la inflació espanyola i la del grup de països que s'incorporarien més tard a la UEM s'havia reduït pràcticament a zero, i la corresponent al nucli dur dels preus (la denominada inflació subjacent) havia disminuït a escassament 0,3 punts. Encara que la caiguda dels preus de l'alimentació, que sortien del cicle alcista anterior, hi hagués contribuït notablement (l'agost de 1997 els preus dels aliments elaborats registraven un descens interanual del 2,1%), s'havia arribat realment al zenit del procés virtuós esmentat en el capítol anterior.

Gràfic 14.1

TAXES D'INFLACIÓ HARMONITZADA

Variació mitjana anual



Font: Eurostat.

Però al cap d'uns quants mesos, la situació es va començar a torçar una altra vegada i el fantasma de la inflació –de caràcter dual, com havia estat anteriorment– es va tornar a abatre sobre l'economia espanyola. Així, mentre que els béns industrials no energètics es mantenien en un camí de moderació fins aconseguir retallar fins a mig punt el diferencial amb els països candidats

a la UEM, els serveis reprenien un biaix alcista i ampliaven a dos punts percentuals la diferència en relació amb aquests països, el setembre de 1998.

La crisi del petroli, que va tenir un impacte superior a Espanya a causa de la menor eficiència energètica, assenyalada en el capítol anterior, va reblar el clau. En el moment més àlgid, l'augment dels preus de l'energia al nostre país va arribar a superar en gairebé quatre punts percentuals el del conjunt de l'eurozona, i va amenaçar de contaminar la resta de preus del sistema, com de fet va passar en part. En resum, doncs, el diferencial d'inflació d'Espanya amb l'eurozona s'ha mantingut gairebé sempre per sobre d'un punt en els seus primers anys de funcionament, cosa que, en principi, sense prejutjar les matisacions que introduirem més endavant, s'ha de valorar negativament. És paradoxal, per descomptat, que en l'última etapa s'hagi desfet una part del camí recorregut en la fase preparatòria de la UEM.

14.2. L'excés d'inflació espanyola, conjuntural o estructural?

A la llarga, els economistes en general estan d'acord en el fet que la inflació té un caràcter monetari. Quan la quantitat de diners creix per sobre d'un total òptim, l'excés del bé numerari reverteix en una disminució del seu valor relatiu i provoca una pujada generalitzada de la resta dels preus del sistema. Així doncs, amb independència dels factors desencadenants primaris, la política monetària és la que en últim terme convalida o impugna el fenomen inflacionari.

A curt o a mitjà termini, en canvi, podem distingir dues classes d'inflació, en funció dels impulsos inicials que actuen. La *inflació de demanda* obeeix a un excés de la despesa (en consum i inversió) en relació amb l'oferta de béns disponible, i s'obre una bretxa que no és possible reparar a curt termini. En una economia oberta, com actualment és l'espanyola, aquells béns i serveis que, per circumstàncies específiques (idiosincràsia, proximitat, etc.), estan menys exposats a la competència internacional, són els primers a acusar les tensions desencadenades pels excessos de demanda. La resta de béns i serveis comercialitzables tenen, certament, un marge de maniobra menor per apartar-se de les condicions dictades pels mercats internacionals.

La *inflació de costos* es produeix per l'elevació del preu d'un o de diversos inputs, a causa de la seva escassesa relativa o de la posició de domini de l'oferta. Com s'ha dit abans, aquesta divisió és purament convencional, ja que en la pràctica aquests factors solen aparèixer indestriablement units. Però en qualsevol cas, les rigideses de l'economia tenen sempre un paper determinant, perquè impedeixen una reacció ràpida davant dels desajustaments al·ludits.

Els últims anys han coexistit en la inflació espanyola la majoria dels factors citats: una forta estirada de la demanda interna, clarament per sobre del creixement potencial de l'economia; l'encariment d'alguns inputs primaris importants, com l'energia; la política acomodatícia de les autoritats monetàries (dissenyada per al conjunt de l'eurozona), i, en última instància, les rigideses estructurals de l'economia espanyola, que encara no s'han resolt de manera definitiva.

Sense ànim de ser exhaustius, aquestes rigideses es tradueixen principalment en: la insuficient competència que encara pateixen alguns mercats de béns i serveis; la falta de flexibilitat del mercat de treball (qüestió que abordarem en profunditat més endavant); la rigidesa en l'oferta d'alguns factors bàsics, com el sòl; la gestió inadequada d'alguns serveis no destinats a la venda, i les traves i complexitats administratives que encara persisteixen.

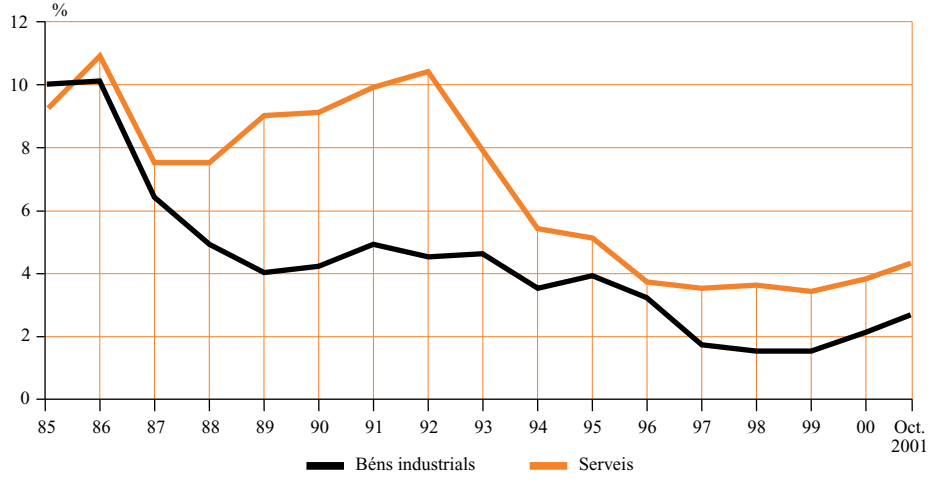
14.3. En quina situació estem?

El nucli dels serveis, menys exposat com s'ha dit al dictat de la competència internacional, és el que delimita en gran mesura el problema de la inflació a Espanya, si deixem de banda les oscil·lacions dels components energètic i alimentari, més volàtils per naturalesa. Els últims cinc anys, la diferència entre la taxa de variació mitjana dels preus dels serveis i la dels béns industrials s'ha mantingut relativament estable, lleugerament per sota de dos punts. Aquesta distància és inferior, per descomptat, a la que hi havia a principis dels noranta (al voltant de cinc punts), però s'aparta del camí de correcció observat entre 1992 i 1996, quan es va acabar reduint a mig punt.

Gràfic 14.2

TAXES D'INFLACIÓ

Variació mitjana anual

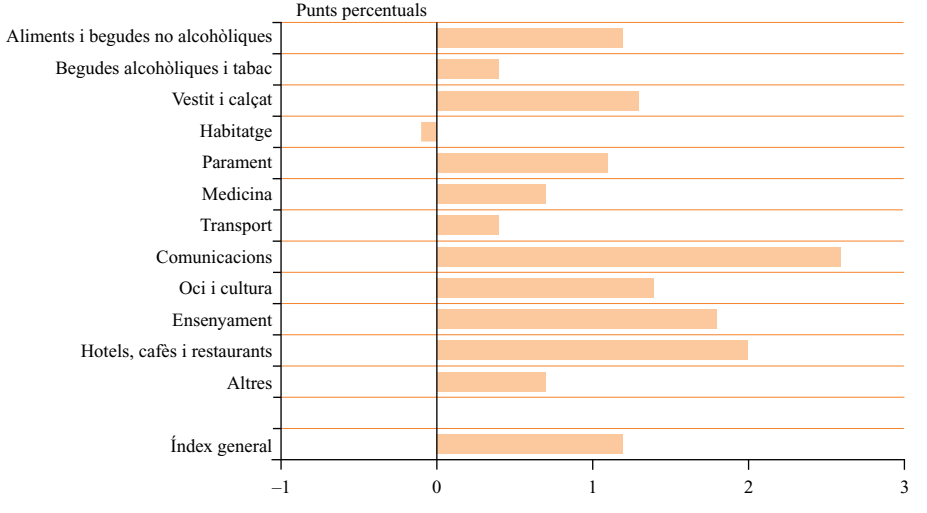


Font: Institut Nacional d'Estadística.

Gràfic 14.3

DIFERÈNCIA D'INFLACIÓ ENTRE ESPANYA I LA UEM

Mitjana de gener a setembre de 2001



Font: Eurostat.

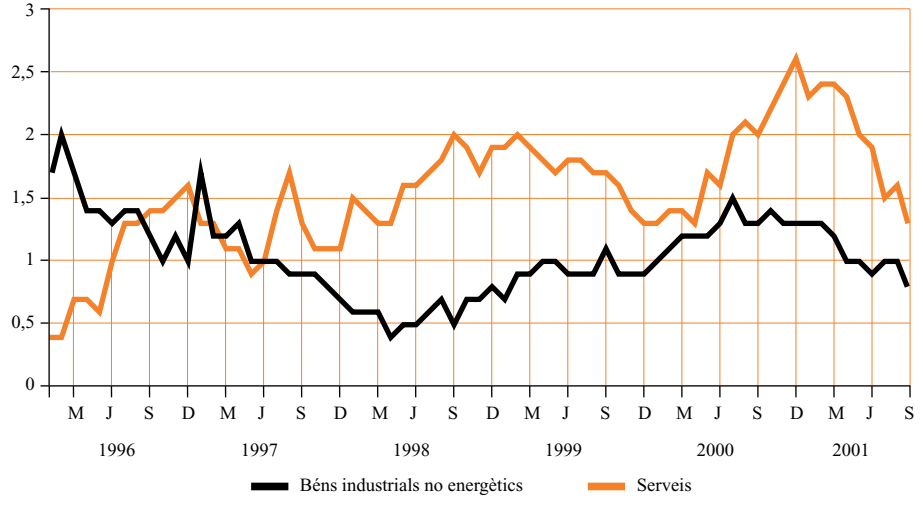
Durant els nou primers mesos del 2001, la taxa de variació interanual dels preus dels serveis es va acostar a una mitjana del 4,4%, prop de dos punts més que en la zona de l'euro, encara que aquesta distància tendia a reduir-se els últims mesos. El principal focus inflacionista es localitzava en els grups corresponents a oci i cultura, ensenyament i hotels, cafès i restaurants, amb taxes d'inflació situades entre el 3% i el 5% de mitjana durant el període considerat (entre 1,5 i 2,0 punts percentuals més que en la UEM).

El capítol de comunicacions mereix una atenció especial, perquè és el que presentava en aquest període una bretxa inflacionista més gran pel que fa a l'eurozona (més de 2,5 punts percentuals). El motiu era que els preus s'havien estancat pràcticament en el nostre país, en contrast amb l'important descens, gairebé del 3,2%, registrat en el conjunt de la UEM. L'escàs marge de baixada que tenen els preus d'aquests serveis a Espanya pel fet d'alinear-se entre els més baixos d'Europa, és una de les raons citades en l'últim informe de la Comissió del Mercat de Telecomunicacions per explicar aquesta situació.

Gràfic 14.4

DIFERENCIAL D'INFLACIÓ ENTRE ESPANYA I LA UEM

En punts percentuals



Font: Eurostat.

Finalment, en el grup de béns industrials, la diferència entre la inflació espanyola i la del conjunt de la UEM, que s'havia intensificat considerablement a mitjan l'any 2000 a causa de l'encariment dels costos de l'energia i d'altres inputs intermedis, va caure gairebé un punt en l'esmentat període del 2001, encara que de manera insuficient.

14.4. Cap on anem?

La persistència de diferencials d'inflació en unions monetàries estables ha estat objecte de moltes anàlisis i interpretacions. L'experiència dels Estats Units, prototip d'àrea monetària consolidada, és summament reveladora. D'acord amb les dades aportades pel *Bureau of Labor Statistics*, la dispersió de la inflació registrada en 17 ciutats dels Estats Units en el període 1919-1998 ha estat molt àmplia en algunes etapes, amb divergències de fins a 7 punts percentuals a principis dels vuitanta. Significativament, la magnitud de les diferències observades els últims anys no difereix gaire dels actuals valors registrats en la UEM.

Al marge de la influència de determinats aspectes tècnics, com el denominat *efecte composició* (encara que els preus creixin al mateix ritme en tots els països, les taxes agregades poden diferir per la diferent composició de les cistelles de consum), les discussions sobre aquest tema han girat preferentment entorn del model de *Bela Balassa* i *Paul Samuelson* citat al capítol IX.

Així, la productivitat tendiria a créixer més en els sectors exposats a la competència internacional (bàsicament les manufactures) que en els protegits (la majoria dels serveis), a causa del fet que, per regla general, els primers són més intensius en capital i, consegüentment, es poden beneficiar en major mesura del progrés tecnològic. I encara que a llarg termini el creixement dels salaris reals depengui del ritme de productivitat de cada sector, en principi els salaris nominals tendeixen a créixer homogèniament en tota l'economia. Les conseqüències són fàcilment predictibles: la major productivitat dels sectors exposats a la competència empeny a l'alça els salaris nominals de tota l'àrea, la qual cosa es tradueix en increments de preus superiors en els sectors menys productius. D'aquesta manera s'alimenta l'anomenada *inflació dual*.

Tenint en compte que els processos de convergència real es recolzen en guanys de productivitat, la conclusió per al futur immediat, partint d'aquestes premisses, fóra que en la UEM la inflació dels sectors protegits augmentarà més en els països amb un creixement més gran, com el nostre, a causa de la pressió salarial dels sectors més productius, mentre que, en aquests últims, l'increment de preus serà similar al del conjunt de l'eurozona. Així doncs, l'enfocament de *Balassa-Samuelson* permet un judici més benèvol del diferencial d'inflació observat.

En qualsevol cas, la política econòmica, una vegada ha perdut la capacitat d'actuació en el marc monetari, s'ha d'orientar cap a la contenció de la despesa pública –com en realitat ja s'està fent– per corregir els excessos de demanda generats, i aprofundir, a més, les reformes estructurals pendents per posar fi a les ineficiències que continuen llastant el nostre sistema econòmic. En cas contrari s'acabaria debilitant el potencial de creixement i es veurien minvades les possibilitats de convergència real de la nostra economia.

Resum

És possible que els pròxims anys hàgim de conviure en el nostre país amb un grau d'inflació més alt que en el conjunt de la UEM. En la mesura que aquest fet respongui a creixements de productivitat elevats (condició que, com hem vist, no s'està complint actualment a Espanya), associats al procés de convergència real, no ens hauríem d'amoïnar gaire, d'acord amb els postulats enunciats. Però si predominen els efectes induïts per desajustaments de demanda o per rigideses en el funcionament dels mercats, com passa en part ara, el judici ha de ser forçosament menys complaent.

XV. La moneda única i el mercat de treball

Si el mateix mercat de treball europeu mostra ja una debilitat preocupant en comparació amb les zones més dinàmiques del planeta, Espanya, en aquest context, constitueix una de les baules més fràgils del sistema. Les dades són suficientment eloqüents per si mateixes. Veiem, per exemple, que la taxa d'atur espanyola supera la de la UEM en gairebé un 60%, i aquesta última, al seu torn, fins fa poc era gairebé el doble de la dels Estats Units. De manera similar, s'aprecien divergències notables en altres indicadors laborals significatius.

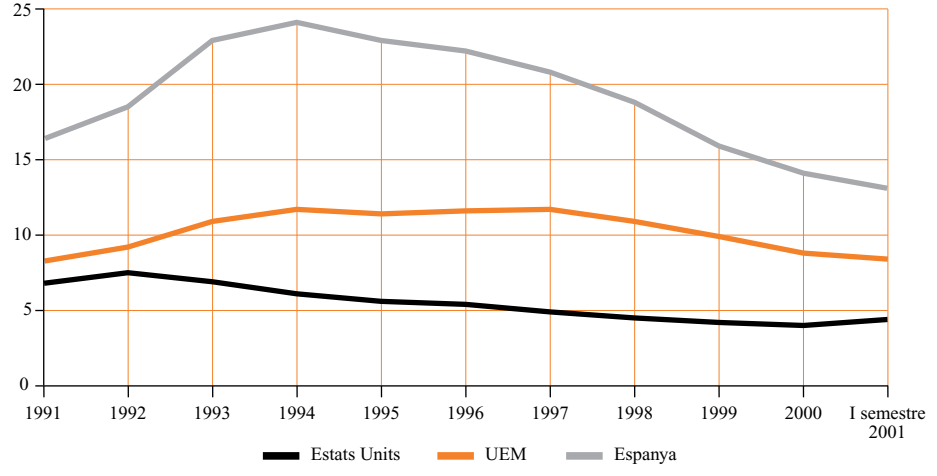
Com hem assenyalat anteriorment, en el llançament de la UEM van prevaler els criteris de convergència nominal per garantir el marc d'estabilitat macroeconòmica que assegurés el correcte funcionament de la nova àrea. Els aspectes relacionats amb la convergència real, associats comunament al PIB per capita i, per extensió, a l'índex d'ocupació, es van deixar per més endavant, i es van supeditar al desenvolupament de la Unió. En aquestes circumstàncies, els temors inicials es van centrar en les conseqüències dels *xocs asimètrics* d'oferta i de demanda al·ludits, a què les diferències existents entre les estructures productives dels diferents països podrien donar lloc.

Naturalment aquests temors estaven plenament justificats considerant la teoria clàssica de les àrees monetàries òptimes. Segons aquesta teoria, la renúncia a la política monetària i al tipus de canvi exigeix, en contrapartida, una gran flexibilitat de preus i salaris per corregir els desequilibris generats a

Gràfic 15.1

TAXA D'ATUR

Percentatge sobre la població activa



Font: OCDE.

escala regional. Si aquesta flexibilitat no existeix, la mobilitat del factor treball és l'única solució que queda per evitar l'estigma de l'atur crònic.

15.1. S'han complert les expectatives inicials?

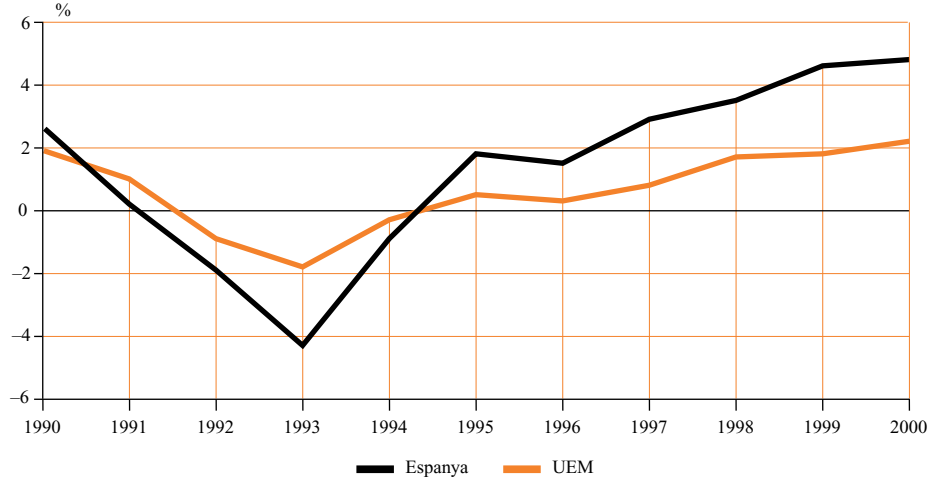
La rigidesa del mercat de treball espanyol no era precisament una bona carta de presentació en el marc una mica més avançat, encara que tampoc excessivament brillant en aquest sentit, de la UEM. Els temors inicials s'han vist confirmats posteriorment? En principi, la resposta és que no. De fet, el comportament de l'economia espanyola durant els últims anys no s'ha apartat gaire de les pautes tradicionals –creixement sincrònic amb els altres països de l'eurozona, accentuant les oscil·lacions cícliques, és a dir, amb un avenç netament superior a la mitjana en les fases expansives i inferior en les recessives–. En el costat positiu, ni tan sols es va percebre fins a mitjan l'any 2001 que la crisi econòmica internacional colpegés amb més severitat el nostre país que la resta de països de la UEM.

Des de 1995, any que podem prendre com a referència per les raons indicades anteriorment (en la cimera de Madrid es va aprovar el calendari d'implantació de la moneda única), el patró observat ha estat aproximadament el que es podia preveure. Coincidint amb una fase cíclica ascendent, la generació d'ocupació ha estat molt intensa a Espanya (més de 2,3 milions de llocs de treball equivalents a temps complet, fins al segon trimestre del 2001, segons la comptabilitat nacional), sense que s'hagi pogut constatar la presència de cap *xoc asimètric*, en el sentit contractor temut per alguns.

Gràfic 15.2

OCUPACIÓ

Taxes de variació anual



Font: OCDE.

15.2. On som ara?

Però al marge dels vaivens conjunturals, les deficiències del mercat de treball espanyol són evidents. Per començar, la taxa d'ocupació (persones ocupades sobre la població total en edat de treballar) continua sent molt baixa actualment, cosa que, al marge de qualsevol altra consideració, comporta una inadequada infrautilització del potencial de creixement econòmic.

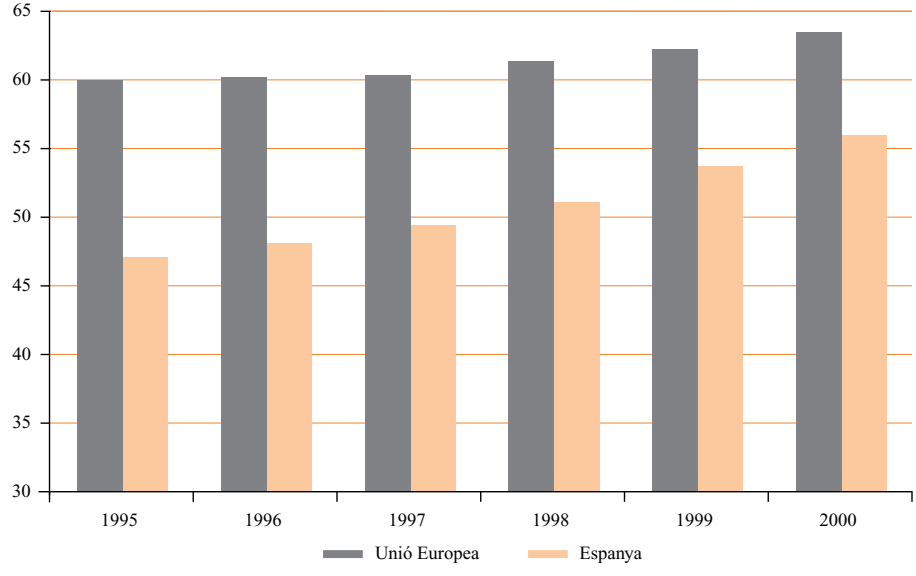
El segon trimestre del 2001, aquesta taxa se situava per sota del 58%, i encara que el progrés fet aquests últims anys hagi estat apreciable (uns 4,5 punts percentuals entre 1995 i 1998, i al voltant de 6 punts entre 1999 i 2001), una part d'aquest guany ha de ser atribuïda exclusivament a l'efecte cíclic expansiu. Hi continua havent, així mateix, un ampli diferencial negatiu amb la UE, que es xifrava al voltant de 7,5 punts percentuals l'any 2000, segons l'OCDE. En aquest aspecte, com en altres, la situació és molt desfavorable per a la població femenina, amb una taxa pròxima al 42%, mentre que la taxa masculina (al voltant del 72%) és perfectament homologable a la dels països més avançats.

Insistint en el que s'ha dit anteriorment, la baixa taxa d'ocupació espanyola denota la insuficient representació que tenen alguns segments poblacionals en el mercat laboral, principalment en el col·lectiu femení. En conjunt, la taxa d'activitat espanyola (persones en disposició de treballar

Gràfic 15.3

TAXA D'OCUPACIÓ

Percentatge sobre la població de 16 a 64 anys



Font: OCDE.

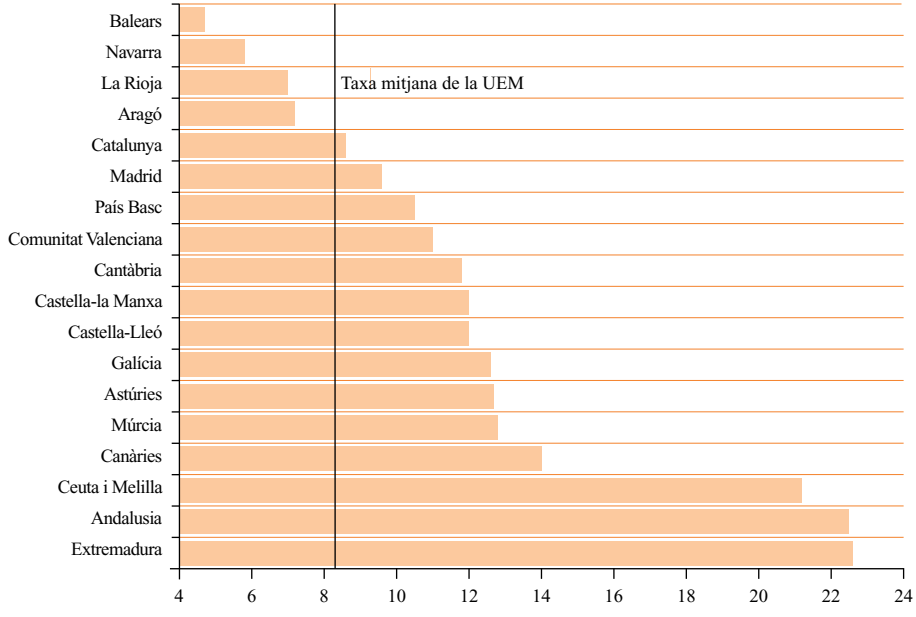
sobre el total de la població d'entre 16 i 64 anys) se situava al voltant del 66% cap a finals del 2000. En aquest capítol, la distància amb la UE era de més de quatre punts (gairebé vuit punts en el col·lectiu femení i pràcticament zero en el masculí).

Encara que últimament la taxa d'activitat femenina hagi anat creixent a Espanya de forma gradual, la millora ha estat clarament insuficient en determinats grups d'edat. A partir dels 25 anys, encara avui en dia les diferències amb les taxes masculines oscil·len entre 30 i 45 punts percentuals. Entre la població jove les distàncies són menors, però continuen sent d'uns 10 punts. Pel que fa a l'evolució seguida a partir de 1995, no s'observa realment un canvi significatiu en les tendències de fons apuntades.

Gràfic 15.4

TAXA D'ATUR

Percentatge sobre la població activa (tercer trimestre del 2001)



Font: INE.

Al costat de tot això, l'elevada xifra d'atur és una altra anomalia important que s'observa en el mercat de treball espanyol. A pesar del notable avenç dels últims anys, la taxa d'atur s'acostava al 13% el tercer trimestre del 2001, uns 4,5 punts més que en el conjunt de la UEM. També aquí, l'atur incideix principalment sobre la població femenina, amb una taxa pròxima al 19%, el doble aproximadament que en el conjunt de població masculina. En aquesta última, l'atur se centra principalment entre els joves (de 16 a 24 anys) i els més grans de 55 anys, mentre que entre la població femenina afecta sobretot el col·lectiu més jove.

La forta disparitat regional és una altra de les característiques de l'atur a Espanya. En el tercer trimestre del 2001, només Balears, Navarra, La Rioja, Aragó i Catalunya registraven taxes inferiors al 9%, homologables en aquests termes a la mitjana de la UEM. A les antípodes se situaven Andalusia, Extremadura, Ceuta i Melilla, amb taxes pròximes al 22%. Al marge dels vaivens cíclics i estacionals, les distàncies entre les comunitats situades en els dos extrems s'han mantingut relativament estables els últims deu anys, cosa que alerta de l'existència de possibles causes estructurals més profundes.

15.3. Què s'ha fet fins ara?

La reforma de l'Estatut dels Treballadors, duta a terme a mitjan els anys vuitanta, va ser el primer intent seriós que es va fer després de la transició democràtica per adaptar el mercat laboral espanyol a la nova realitat econòmica. Al marge d'altres consideracions, el fort augment de la contractació temporal va ser un dels efectes més controvertits d'aquella reforma. Va ser necessari esperar, després, fins als inicis dels anys noranta perquè el sistema de protecció de l'atur experimentés una sèrie de retocs destinats a posar fi al fort increment de la despesa provocada per la crisi econòmica i a desincentivar, de passada, la utilització fraudulenta d'un sistema que aleshores podia ser considerat, i potser també ara, com un dels més generosos d'Europa.

Amb posterioritat, les successives reformes de 1994 i 1997 van néixer amb el propòsit d'impulsar la contractació indefinida, per sortir al pas de la proliferació dels contractes temporals i rellançar, encara que potser amb menys convicció, l'ocupació a temps parcial. Els nous contractes indefinits es

van incentivar amb bonificacions sobre la quota empresarial a la Seguretat Social, en quantitats que oscil·laven entre el 40% i el 60% de la quota. Una especial rellevància va tenir la creació, el mes de maig de 1997, del nou contracte indefinit de foment, dirigit als col·lectius que tenien més dificultats per accedir a una ocupació (joves de 18 a 29 anys, aturats de llarga durada, treballadors de més de 45 anys i minusvàlids) i a la conversió de contractes temporals en fixos.

La novetat més important que va incorporar aquest contracte va ser la rebaixa dels costos d'acomiadament improcedent a 33 dies per any treballat amb el límit de 24 mensualitats, des dels 44 dies i 42 mensualitats aplicables als contractes ordinaris. La reforma posterior, de març del 2001, va ampliar-ne l'àmbit d'aplicació a altres col·lectius. Aquesta última reforma pretenia així mateix frenar el recurs abusiu a la contractació temporal (es va imposar una indemnització per acomiadament de 8 dies de salari per any treballat) i impulsar el contracte a temps parcial alhora que se'n flexibilitzaven les condicions (eliminació del límit màxim del 77% de la jornada, còmput d'hores anual, etc.).

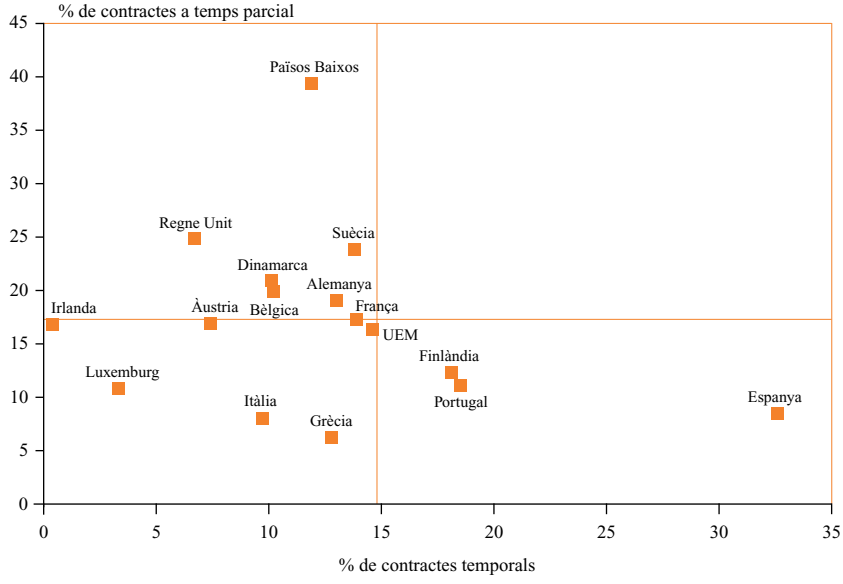
15.4. El que falta per fer

Han produït els resultats esperats les successives mesures de reforma adoptades? La veritat és que només en part. Com vèiem al principi, a pesar dels progressos realitzats, les taxes d'ocupació i d'atur encara estan molt lluny dels estàndards comunitaris, i tampoc no s'ha avançat gaire en la correcció d'altres anomalies, com l'excés de temporalitat i el desenvolupament insuficient de la contractació a temps parcial, a què també fèiem referència.

A partir del 1997, la proporció d'assalariats amb contracte temporal només ha disminuït uns 1,7 punts percentuals (ha passat del 33,6% al 31,9 % en el tercer trimestre de 2001) i l'avenç en matèria de la contractació a temps parcial ha estat pràcticament inexistent (se situava en el 7,8% sobre el total en el període citat del 2001). En tots dos aspectes, l'excepcionalitat del cas espanyol en el concert europeu és molt estrident, com es pot apreciar al gràfic 15.5.

Gràfic 15.5

NATURALESA DELS CONTRACTES LABORALS



Font: Eurostat.

La insuficient mobilitat de la mà d'obra és una altra conseqüència de l'escassa flexibilitat del mercat de treball espanyol. Menys d'una quarta part de les persones en atur hauria acceptat un canvi de residència cap a finals del 2000, segons l'enquesta de població activa, proporció que, al marge de les oscil·lacions cícliques, no ha fet més que disminuir en els últims temps. La disposició a acceptar una ocupació de menys qualificació era una mica superior (la tenien més de la meitat dels consultats), però amb una tendència de fons totalment estancada.

Segons l'OCDE, la *taxa d'atur no acceleradora de la inflació* s'havia reduït al 15,1% el 1999, enfront del 17,4% corresponent a 1990, cosa que, des d'una altra perspectiva, posa de manifest la lentitud i l'eficàcia limitada dels processos de reforma duts a terme. D'altra banda, la distància amb la taxa corresponent estimada per al conjunt de l'eurozona (8,8%) continuava sent important. No hi ha dubte, doncs, que les mesures aplicades fins ara han pecat

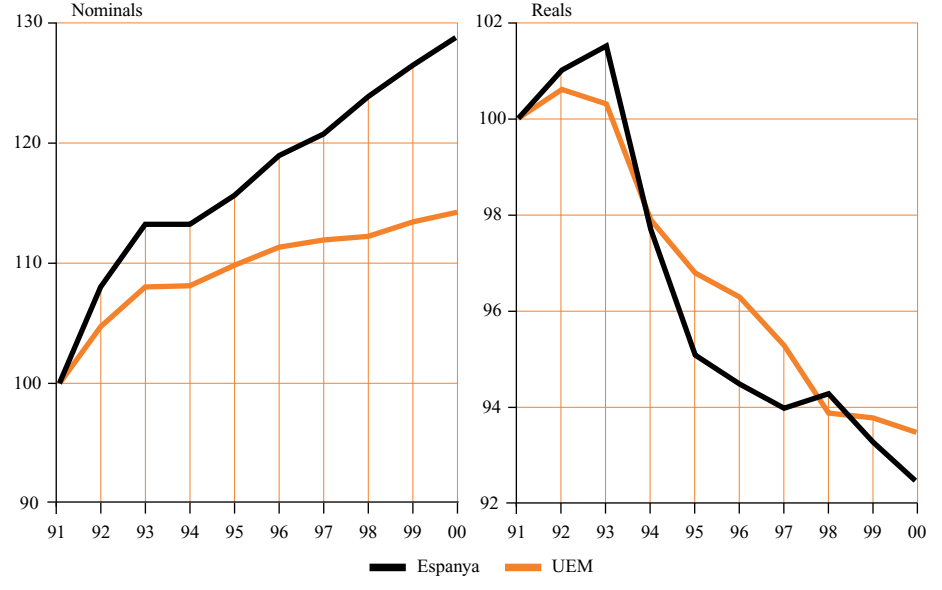
d'un excés de timidesa, amb el risc afegit que algunes de les consecucions obtingudes es deguin en part al vent cíclic favorable i que es puguin dissipar quan comenci a amainar aquest vent. És possible que no s'hagi pogut anar més lluny perquè el consens bàsic de la societat espanyola no ho hagi permès. Les dues vagues generals llançades contra algunes de les mesures esmentades sembla que ho confirmen.

En el marc en què ens movem, el comportament salarial adquireix també una especial significació d'acord amb els criteris que exposàvem al principi. Partint del fet que, en termes absoluts, el cost de la mà d'obra espanyola expressat en euros se situa encara entre els més baixos de la Unió Europea (aproximadament la meitat que a Alemanya, Àustria i Dinamarca, i un 30% menys pel que fa a la mitjana comunitària), l'anàlisi s'ha de centrar preferentment en els aspectes dinàmics i en la variació de les relacions existents entre els diferents països.

Gràfic 15.6

COSTOS LABORALS UNITARIS NOMINALS I REALS

1991 = 100



Font: Eurostat.

En termes reals (descomptant la inflació), la moderació ha estat la nota dominant dels últims cinc anys, tant en el conjunt de l'eurozona com a Espanya –els costos laborals unitaris reals van baixar entorn del 0,7% i 0,6 % de mitjana anual, respectivament–. Però en termes nominals (que és l'enfocament més adequat per mesurar-ne la incidència sobre la competitivitat), la comparació és menys favorable per a Espanya. Els costos laborals unitaris nominals van créixer en el nostre país a un ritme anual del 2,2%, per sobre de l'increment mitjà registrat en la zona de l'euro (0,8%), pressionats per l'excés d'inflació i per la baixa productivitat de l'economia espanyola.

Com hem vist, doncs, no han desaparegut totalment les deficiències observades en el mercat de treball espanyol a pesar dels esforços fets fins al moment actual. En aquestes circumstàncies, què més es pot fer? Sense cap dubte, caldria seguir aprofundint el procés de reformes iniciat perquè la nostra economia s'adaptés més bé a les exigències de l'entorn competitiu en què es mou. La revisió dels costos d'acomiadament, la redefinició d'un nou marc per a la negociació col·lectiva (que és un aspecte al qual no s'ha prestat gaire atenció fins ara) i la millora dels mecanismes de protecció de l'atur continuen sent les propostes d'actuació prioritàries, com l'OCDE i altres organismes internacionals assenyalen insistentment.

Resum

Els últims anys, l'onada expansiva del cicle ha donat lloc a una intensa generació d'ocupació, que ha emmascarat alguns dels problemes endèmics del mercat de treball espanyol. Però si no es prenen les mesures correctives oportunes, podríem veure com ressorgeixen amb més força, en una eventual fase cíclica adversa. D'altra banda, encara que no s'ha produït fins ara el xoc simètric *temut per alguns, no es pot descartar que es produeixi en el futur. En aquestes circumstàncies, i en absència d'autonomia en matèria de política monetària i canviària, encara cobra més força la necessitat de continuar reformant la regulació del mercat de treball en la línia de dotar-lo de la flexibilitat necessària per mantenir la pauta de creixement que l'ha caracteritzat durant els primers anys de la moneda única.*

XVI. A la recerca de la competitivitat perduda

El dia u de gener de 1999, la pesseta va cedir a l'euro el paper de moneda nacional a una relació de 166,386 pessetes per euro. Aquest tipus de conversió, únic i invariable, determina la posició competitiva dels productes espanyols enfront de l'exterior i fixa uns paràmetres de preus i costos relatius que ja no seran alterats per eventuals fluctuacions del tipus de canvi. Des d'una perspectiva històrica, cal preguntar-se si el tipus de conversió establert es pot considerar favorable o no; en qualsevol cas, en absència de futurs moviments monetaris, la qüestió és mantenir les condicions actuals i posar fi a la tradició de reculada competitiva que solia registrar l'economia espanyola. En aquest capítol es discuteixen alguns aspectes relacionats amb els factors que determinen la capacitat de competir de la nostra economia en el nou entorn definit per la UEM.

16.1. El tipus de conversió, en perspectiva

El tipus conversió de la pesseta per a la seva integració en l'euro, va beneficiar realment els interessos espanyols? Aquesta pregunta, que es refereix sens dubte a una qüestió primordial (va marcar el signe de les nostres relacions futures amb la resta de països de la UEM), no admet a priori una resposta fàcil. En realitat, l'estimació del tipus de canvi d'equilibri d'una moneda és un problema molt complex, per al qual, a pesar de la varietat d'enfocaments possibles, no s'ha trobat encara una solució plenament satisfactòria.

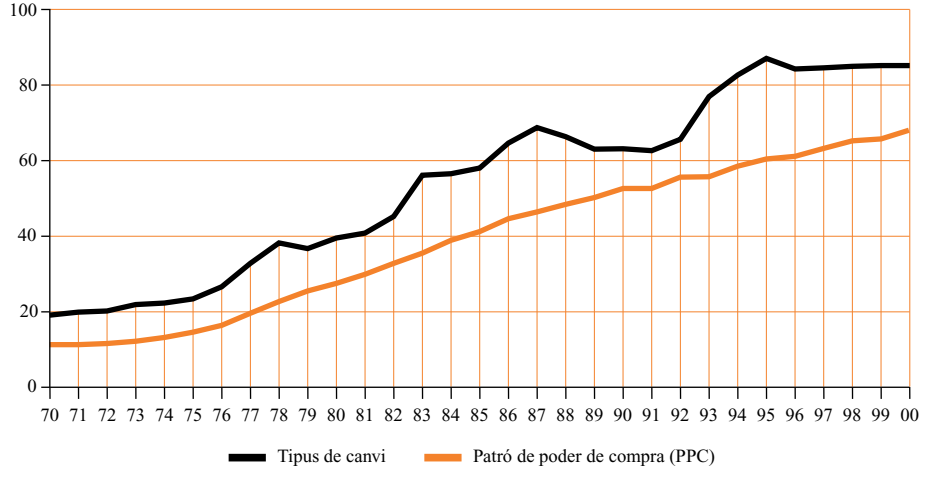
En una primera aproximació, podem recórrer al denominat *patró de poder de compra*. Aquest concepte, com hem vist abans, es refereix a la paritat teòrica entre diferents monedes que aconsegueix igualar el valor d'una mateixa cistella de béns en els països respectius. Es tracta, en definitiva, del tipus de canvi ideal cap al qual es tendiria si hi hagués un arbitratge perfecte que acabés llimant les diferències de preus existents. A pesar de les seves limitacions evidents –s'ignora la incidència de factors diversos com el grau d'obertura i de competència en els mercats, els costos de transport i de distribució, la renda per capita, les pautes de comportament, etc.– es tracta d'un mètode relativament simple per fer una primera aproximació a la qüestió.

Partint d'aquesta premissa observem que, en el moment d'integrar-se en l'euro, el tipus bilateral de la pesseta contra el marc alemany i el franc francès estava relativament infravalorat respecte dels patrons teòrics, però no s'apartava gaire de les tendències observades els últims anys. Des d'aquest punt de vista podem considerar que el tipus de conversió de la pesseta va ser

Gràfic 16.1

PARITAT DE LA MONEDA ESPANYOLA

Pessetes per marc alemany



Fonts: Banc d'Espanya i OCDE.

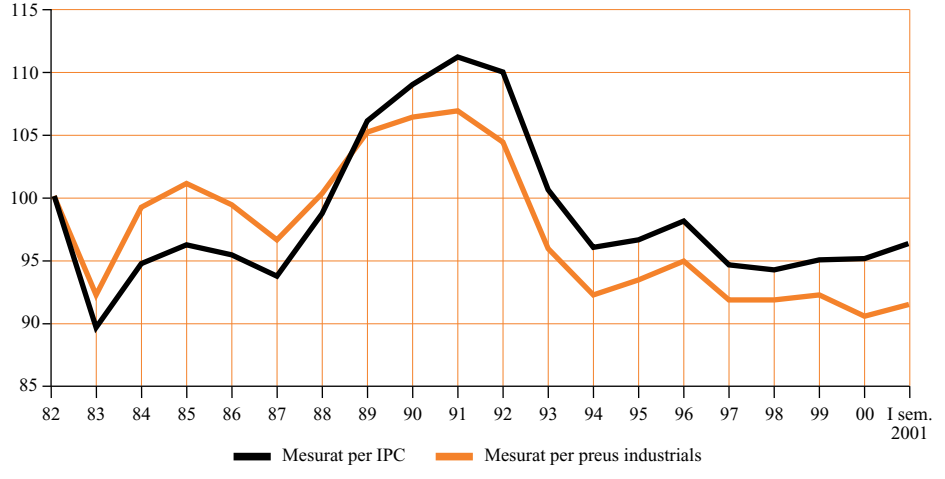
bastant ajustat, i possiblement es va consolidar un cert marge favorable per a la nostra divisa.

Des d'una altra perspectiva, l'evolució del *tipus de canvi efectiu real* de la nostra moneda (calculat a partir del tipus de canvi nominal i del diferencial de preus existent enfront dels altres països) permet arribar a una conclusió similar. L'episodi de màxima fortalesa que va viure la pesseta al final de la dècada dels vuitanta, impulsada pels elevats tipus d'interès nacionals, va comportar una considerable pèrdua de competitivitat (el 1991, el canvi efectiu real enfront de la UE s'havia apreciat en més del 15% pel que fa als valors registrats a mitjan la dècada anterior). Però a partir de 1992, les successives devaluacions que va protagonitzar la nostra moneda van restablir uns valors més raonables per a la divisa espanyola fins al punt que, durant l'any 2000 i al llarg del primer semestre del 2001, el canvi efectiu real enfront de la UE, mesurat pels preus industrials, se situava en mínims històrics, tal com es pot apreciar en el gràfic adjunt –la caiguda de l'índex expressa una millora de la posició competitiva del nostre país; i el contrari, una pujada–. A més, enfront

Gràfic 16.2

TIPUS DE CANVI EFECTIU REAL ENFRONT DE LA UE

Base: 1982 = 100



Fonts: Banc d'Espanya i Ministeri d'Economia.

de tercers països, el guany de competitivitat es va ampliar considerablement a partir de 1999 com a conseqüència de la depreciació de l'euro.

16.2. Ha sabut capitalitzar l'economia espanyola el favorable tipus de conversió?

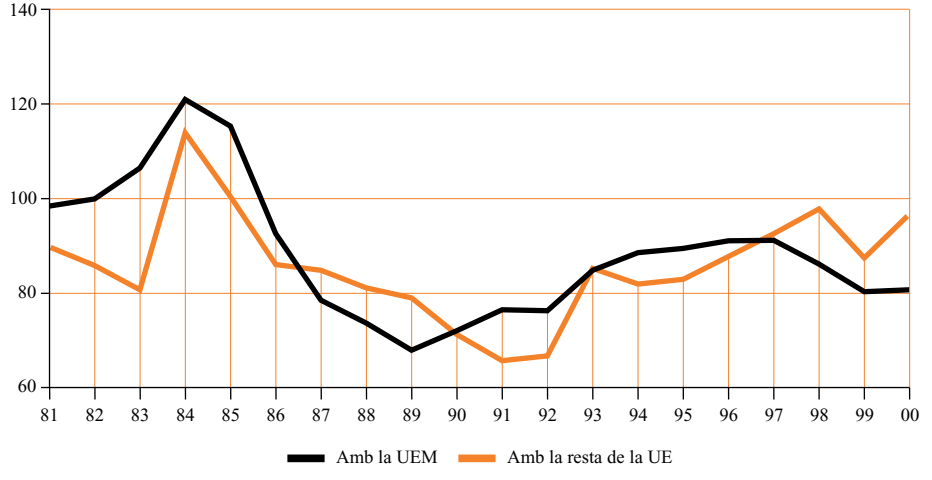
Per descomptat que la forta expansió dels últims anys avalaria una resposta afirmativa encara que, com hem vist en el capítol XIII, aquest impuls estaria afavorit en gran mesura per la retallada substancial de tipus d'interès i pel marc d'estabilitat macroeconòmica associat a la nova unió monetària.

En l'àmbit comercial, però, els efectes no serien tan evidents. En efecte, en els dos primers anys de vida de l'euro, l'augment de les exportacions a la UEM es va alentir lleugerament (per sota de l'11%) i era netament inferior al corresponent a les vendes a altres països (membres i no membres de la Unió Europea), que van créixer al voltant del 14%. En canvi, les importacions procedents de la UEM es van accelerar notablement (per sobre del 14%),

Gràfic 16.3

TAXA DE COBERTURA DE LES EXPORTACIONS

Percentatge d'exportacions sobre importacions



Fonts: Departament de Duanes i Ministeri d'Economia.

igual que les de la resta de països. En definitiva, en aquest període es va ampliar sensiblement el dèficit comercial amb la resta de la UEM o, el que és el mateix, es va reduir significativament el percentatge de cobertura de les nostres exportacions en aquesta zona (van passar del 91% l'any 1997 a gairebé el 81% l'any 2000).

El ritme expansiu de la demanda interna espanyola, superior al del conjunt de la UEM, justificaria en part el comportament dels intercanvis comercials amb l'eurozona, però també, i de manera més preocupant, la contínua erosió de la nostra competitivitat enfront de la resta de països (derivada dels nostres índexs d'inflació superiors) hauria pogut influir en l'evolució indicada. Cap al final del 2000, el tipus de canvi efectiu real enfront de la UEM havia empitjorat en un 2,1%, mesurat per l'IPC, i gairebé un 5,5% segons els costos laborals unitaris de manufactures (la baixa productivitat de l'economia espanyola en seria un factor determinant), pel que fa al moment en què l'euro va iniciar la seva marxa.

En termes dels preus industrials i dels valors unitaris de les exportacions, la pèrdua de competitivitat ha estat gairebé nul·la en la mesura que, fins ara, els increments de costos han pogut ser absorbits pels marges empresarials. En definitiva, doncs, partint d'una situació inicial relativament favorable, com assenyalàvem abans, l'impacte del deteriorament del tipus de canvi efectiu real ha estat de moment molt limitat, però, sens dubte, la continuïtat d'aquesta tendència seria preocupant a mitjà termini.

16.3. Les reformes estructurals, una altra vegada

Hem de tornar a referir-nos al que hem exposat en el primer capítol d'aquesta part. Sense el concurs de la política monetària, supeditada al marc més ampli de la UEM, les reformes estructurals, juntament amb la política fiscal, es converteixen ara, a efectes pràctics, en les úniques vies d'actuació de la política econòmica. Però també, a escala microeconòmica, les empreses necessiten adaptar-se a les exigències del mercat pel que fa a la qualitat i al disseny de productes i als processos i costos de producció. Per complir aquest objectiu han de millorar contínuament les tècniques de gestió i aplicar la tec-

nologia disponible, potenciant tant com sigui possible les línies de recerca, de desenvolupament i d'innovació pròpies.

Les responsabilitats del sector públic apunten cap a la creació d'un marc favorable que estimuli o, com a mínim, faci possible aquest desenvolupament. La liberalització dels mercats de productes i serveis, la millora de la dotació d'infraestructures (que requereix un esforç d'inversió important i correctament dirigit) i el reequilibri de la despesa pública en favor de l'educació i la recerca són, com hem vist abans, algunes de les actuacions necessàries. En última instància, la millora de la competitivitat serà una de les conseqüències o, si es prefereix, la prova palpable de l'èxit o del fracàs dels esforços realitzats per tots els agents econòmics.

16.4. Que inventin ells!

La insuficient dimensió de les activitats de recerca i desenvolupament (R+D) és una de les debilitats cròniques del nostre país, la qual cosa es tradueix en una creixent dependència tecnològica de l'exterior. La balança de pagaments ens presenta una foto fixa d'aquesta situació. Entre el 1996 i el 2000, només el 17% aproximadament de les despeses per explotacions de patents i similars (que van ascendir a 1.818 milions d'euros l'any 2000) va quedar cobert pels ingressos corresponents.

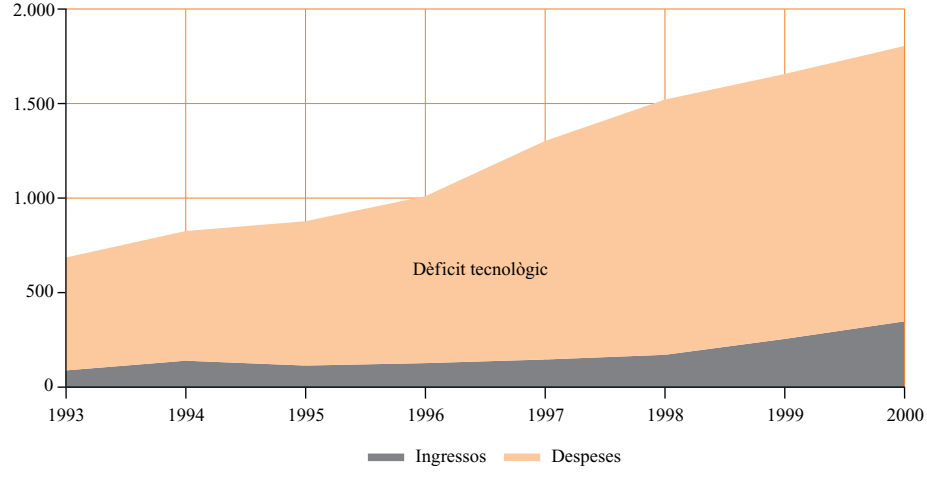
Naturalment, l'esforç inversor del nostre país en R+D queda clarament en dubte en comparació amb el dels nostres socis europeus. Les despeses internes totals per aquest concepte no arribaven el 1999 al 0,9% del PIB, la meitat aproximadament de la mitjana de la UE i una tercera part de la mitjana de França i Alemanya. En el rànquing comunitari ens situem clarament en el vagó de la cua, només lleugerament per davant de Grècia i Portugal. La insuficient participació de la despesa privada empresarial, que a Espanya ronda el 0,4% del PIB enfront de l'1,1% a la UE (1,5% a França i Alemanya), explica en gran mesura la posició retardada del nostre país. En canvi, amb relació a l'esforç del sector públic, la nostra distància amb l'estàndard comunitari és molt menor (0,15% del PIB a Espanya enfront del 0,30% de la UE).

Pel que fa a la difusió territorial, la despesa en R+D es troba molt polaritzada entre Madrid i Catalunya. La comunitat madrilenya lidera el ràn-

Gràfic 16.4

BALANÇA DE PAGAMENTS. 'ROYALTIES' I RENDES DE LA PROPIETAT IMMATERIAL

Milions d'euros



Font: Banc d'Espanya.

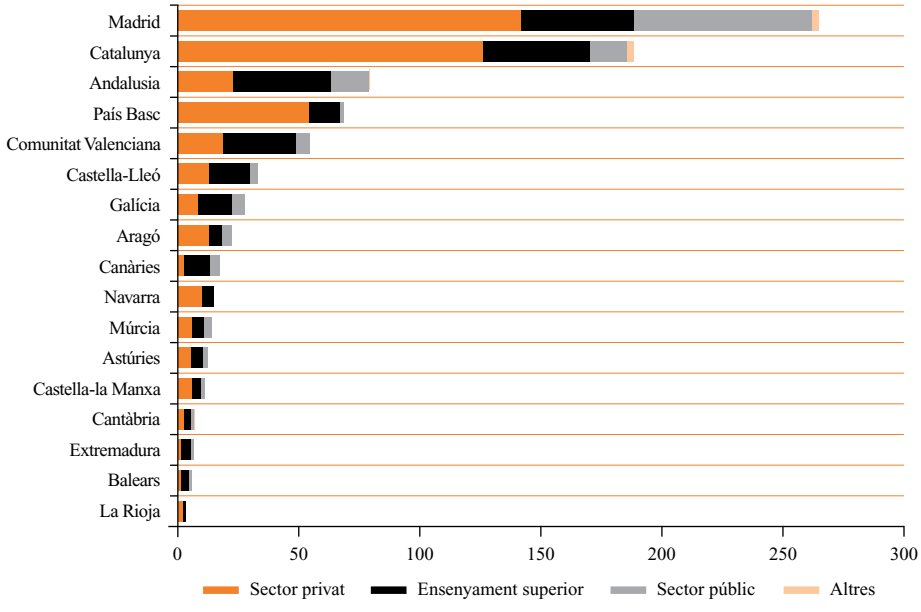
quing de les autonomies, amb una despesa equivalent a l'1,6% del PIB regional, gràcies bàsicament a l'aportació del sector públic, que destina a aquesta comunitat més de la meitat de la despesa total, enfront de l'11% que reben Catalunya i Andalusia i les quantitats inferiors de la resta de comunitats. La despesa privada es troba també molt concentrada a Madrid i Barcelona, però en aquest cas en percentatges bastant equiparables. En termes relatius, destaca l'esforç fet pel País Basc (1,2% del PIB), gràcies fonamentalment al pes del sector privat (0,9% sobre el PIB, el més elevat de totes les comunitats autònomes).

En el sistema econòmic internacional, la competitivitat d'un país és el resultat de la seva capacitat d'innovació, entre d'altres aspectes. Aquesta capacitat depèn al seu torn de múltiples factors, que van des de la pròpia capacitat tecnològica fins a altres elements intangibles, com el disseny, la formació professional, el *know-how* empresarial, etc. L'esforç fet per Espanya en l'última dècada ha estat important, però insuficient per acostar-se signifi-

Gràfic 16.5

INVERSIÓ EN R+D EL 1999

Milers de milions de pessetes



Font: INE.

cativament als estàndards europeus, per no parlar dels corresponents a països capdavanters, com els Estats Units i el Japó, encara més distants. Per potenciar la nostra capacitat competitiva en l'escenari europeu i, amb més exigències, en el marc de l'euro, es requeriria un esforç addicional important per superar el considerable retard acumulat. L'adopció per part del govern del Pla Nacional d'Investigació Científica, Desenvolupament i Innovació Tecnològica 2000-2003 és un pas que s'ha fet en una direcció adequada pel que fa a la presa de consciència que representa i als ambiciosos objectius plantejats.

16.5. On és la nova economia?

La *nova economia*, convertida per alguns en l'emblema de la nostra societat postindustrial, es basa principalment en el desenvolupament de les

tecnologies de la informació i la comunicació (TIC). La seva incidència sobre les estructures d'oferta i demanda ha incrementat considerablement l'eficiència dels sistemes productius i està modificant de manera significativa les relacions empresarials i les formes de distribució i consum. A escala macroeconòmica, l'increment de la productivitat, la contenció dels costos i, en últim terme, l'augment de l'output real són els principals beneficis que normalment se li atribueixen.

Segons algunes estimacions, la difusió de la *nova economia* a Espanya podria generar durant els pròxims deu anys un augment addicional de la productivitat del treball i del PIB superior a mig punt anual, amb un efecte minoratiu sobre els preus equivalent a l'1% anual de mitjana. Però, de moment, partim d'una posició molt retardada. A partir d'una selecció prèvia d'indicadors del sector TIC (ocupació, valor afegit, despesa en recerca i desenvolupament, comerç internacional, etc.), l'OCDE situa Espanya dins del grup de països amb baixa intensitat TIC, juntament amb Portugal, Bèlgica i Alemanya, entre els nostres socis comunitaris, i Polònia i la República Txeca, entre els més propers al nostre entorn. En la resta de la UE, ens superen Àustria, Dinamarca, França, Grècia, els Països Baixos i Itàlia, que figuren en el grup d'intensitat mitjana, i Finlàndia, Suècia, Irlanda i Regne Unit, que se situen en el grup d'alta intensitat TIC, juntament amb els Estats Units i Corea.

Quadre 16.1

RÀNQUING DE PAÏSOS DE L'OCDE CLASSIFICATS PER GRUPS D'INTENSITAT EN TECNOLOGIES DE LA INFORMACIÓ I COMUNICACIÓ

Àrea	Intensitat alta	Intensitat mitjana	Intensitat baixa
Unió Europea	Finlàndia Irlanda Suècia Regne Unit	Àustria Dinamarca França Grècia Països Baixos Itàlia	Alemanya Bèlgica Portugal **Espanya**
Altres països	Corea Estats Units Hongria	Canadà Islàndia Japó Mèxic Noruega Suïssa	República Txeca Nova Zelanda Polònia Turquia

Font: OCDE.

Sense cap mena de dubte, Internet ha estat el principal factor d'impuls de la *nova economia*. En l'àmbit empresarial, el *B2B* (*business to business*) està destinat a ocupar un paper molt important. En efecte, la utilització de la xarxa en la gestió interna de les empreses i en els intercanvis amb clients i proveïdors repercuteix en un augment de productivitat considerable (descens dels costos d'informació i comunicació, minimització d'estocs, etc.) i obre àmplies possibilitats en les formes d'organització dels processos productius i de les fases del negoci. També podem esperar que el *B2C* (*business to consumer*) tingui un fort desenvolupament i afavoreixi la disminució de barreres d'entrada (més facilitat per instal·lar botigues virtuals en comparació amb les físiques) i la millora de la gestió d'estocs (fabricació sobre demanda efectiva).

Segons la Comissió del Mercat de Telecomunicacions, el volum de transaccions de comerç electrònic a Espanya durant l'any 2000 es va aproximar als 15.000 milions de pessetes, que representa un percentatge ínfim sobre el consum privat (entorn del 0,03% del total enfront de més de l'1% als Estats Units). La baixa penetració d'Internet en la societat espanyola al costat d'altres factors diversos (pautes de consum, patrons culturals, etc.) serien les principals causes de l'escassa acceptació d'aquest servei. En l'índex elaborat per *The Economist Intelligence Unit*, que mesura el grau de preparació per al comerç electrònic de 60 països de tot el món (d'acord amb paràmetres com el desenvolupament econòmic, la connectivitat i les infraestructures de comunicacions per al desenvolupament d'Internet), Espanya ocupa el lloc 21 (per potencial econòmic ens correspondria el 10), per darrere de gairebé tots els nostres socis europeus, excepte Portugal i Grècia.

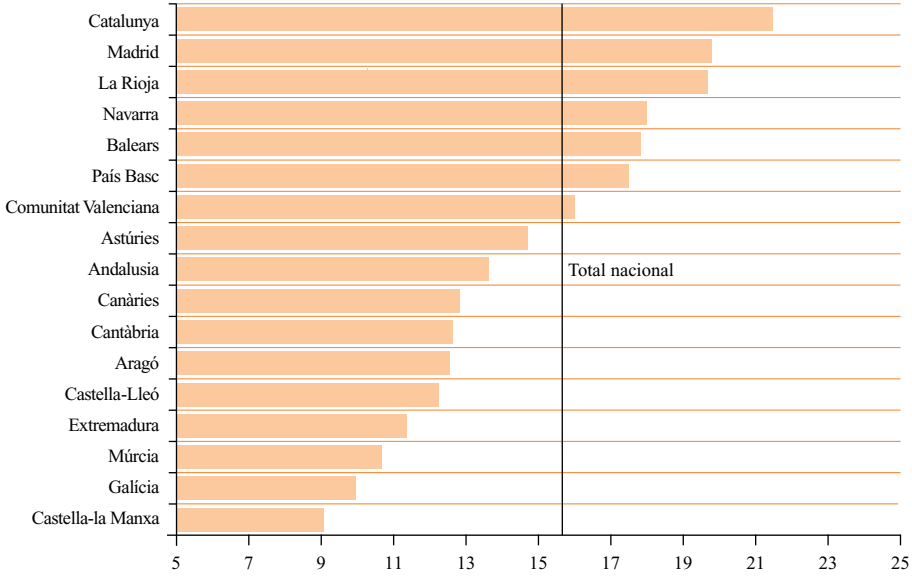
La primavera del 2000, els usuaris d'Internet (amb connexió a casa) sumaven a Espanya el 10% de la població amb més de 15 anys, la meitat aproximadament de la Unió Europea i molt lluny de les xifres dels països nòrdics, segons l'últim informe del European Information Technology Observatory (EITO). De totes maneres, la situació podria estar evolucionant molt de pressa. Segons l'Estudi General de Mitjans (EGM), el nombre d'usuaris espanyols d'Internet (a casa i fora de casa) s'hauria doblat l'últim any i hauria rondat el 20% els primers mesos del 2001. Catalunya continuava encapçalant el rànquing de comunitats autònomes, amb una penetració en els últims dotze mesos del

21,5%, seguida de Madrid (19,8%), La Rioja (19,7%), Navarra (18,0%), Balears (17,8%) i el País Basc (17,5%).

Gràfic 16.6

PENETRACIÓ D'INTERNET. ABRIL 2000 A MARÇ 2001

Percentatge d'usuaris sobre la població més gran de 14 anys



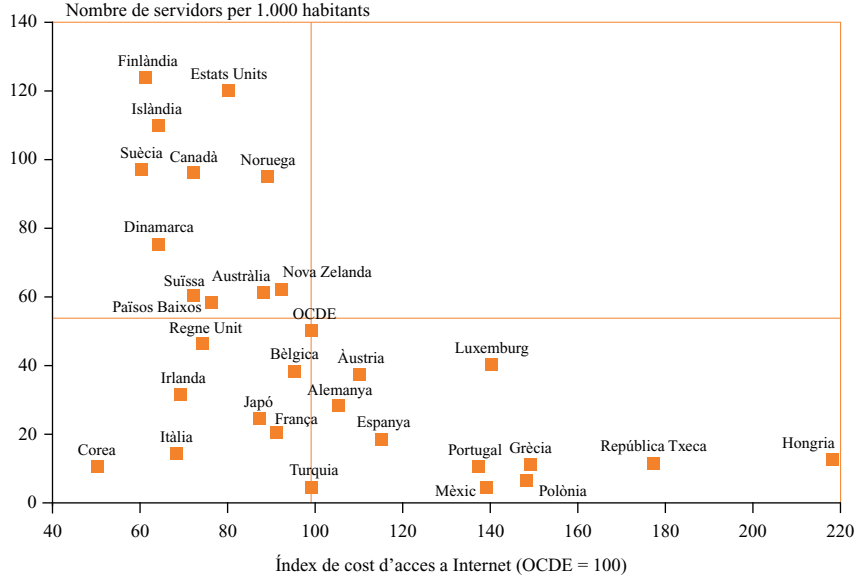
Font: EGM.

El cost d'accés a Internet és, per descomptat, un factor important per a la seva difusió. La recent introducció de tarifes planes en certes franges horàries podria estar a la base de l'espectacular creixement detectat per l'EGM. El 1999, el cost d'accés se situava per sobre de la mitjana dels països de l'OCDE, lluny de la majoria dels països avançats. En infraestructures (xarxes d'alta velocitat) i equips bàsics (ordinadors, servidors d'Internet, etc.) també ocupàvem, en general, els últims llocs del rànquing de països desenvolupats, com es pot apreciar en el gràfic. En canvi, la nostra posició en el segment de la telefonia mòbil és molt més satisfactòria, amb un índex de

penetració similar a la mitjana europea (55%, segons EITO). Tenint en compte les possibilitats de connexió a la xarxa dels terminals UMTS, els preus d'aquesta tercera generació de telefonia mòbil es convertiran en un factor clau perquè el nostre país pugui fer un avenç important, tant en l'aspecte quantitatiu (nombre d'usuaris) com en el qualitatiu (alta velocitat de transferència de dades).

Gràfic 16.7

INTERNET: COST D'ACCÉS I DENSITAT DE SERVIDORS



Font: OCDE.

Resum

El repte de la competitivitat hauria de ser assumit des de diversos fronts. D'entrada, l'estabilitat macroeconòmica és un requisit essencial. Després dels avenços realitzats en la consolidació de la despesa pública, la batalla contra la inflació seria ara la tasca més urgent per intentar retallar les diferències que manté encara el nostre país amb els seus principals socis comunitaris. Si no ho aconseguís, hauria de pagar a mitjà termini un preu elevat, en termes d'un menor creixement de la producció i l'ocupació. Actualment, sense poder recórrer a l'ajustament canviari ni a la política monetària (dissenyada per al conjunt de l'eurozona), i tenint en compte a més els condicionants que pesen sobre la política fiscal, es fa més necessari que mai completar la liberalització dels mercats de béns i serveis per apuntalar aquest objectiu. Al costat d'això, el desenvolupament de la recerca (bàsica i aplicada) i l'extensió de les noves tecnologies de la informació es converteixen en instruments necessaris per progressar en el marc de la UEM, al costat dels països més dinàmics.

Conclusions

L'euro es va crear l'u de gener de 1999, i onze estats membres de la Unió Europea el van adoptar com a moneda pròpia en substitució de les seves antigues monedes nacionals. El Regne Unit i Dinamarca es van negar a fer el pas, tot acollint-se al seu peculiar estatus dins del Tractat de la UE; Suècia va incomplir deliberadament alguns dels requisits necessaris per formar part de l'eurozona, i Grècia es va veure relegada perquè no va aprovar l'examen de convergència. No obstant això, a partir de l'u de gener del 2001, el país hel-lènic s'ha unit al grup. Per tant, la denominada zona de l'euro o eurozona està formada per Alemanya, França, Itàlia, Espanya, Països Baixos, Bèlgica, Àus-tria, Finlàndia, Portugal, Irlanda, Grècia i Luxemburg. Més de 300 milions d'habitants que generen un producte interior brut de 6,5 bilions d'euros, un potencial econòmic que únicament és superat pels Estats Units.

La primera constatació relativa a la moneda única de la UE és l'èxit de l'operació legal de canvi de moneda. Una de les grans incògnites prèvies al llançament de l'euro eren els possibles efectes sobre els contractes de tot tipus firmats abans de la seva arribada. ¿Caldria modificar els contractes de compravenda, d'emprèstit, de lloguer, etc., pel canvi de moneda nacional? ¿Podrien invocar els no residents el canvi de moneda com a raó per invalidar els contractes firmats amb anterioritat amb residents en alguna de les antigues zones monetàries nacionals? Aquests i altres temors, la materialització dels quals hauria generat un autèntic caos jurídic, van ser tractats adequadament en la legislació comunitària, i també la seva aplicació a cadascuna de les nor-

mes nacionals. Així, el principi de continuïtat dels contractes introduït en aquest context ha funcionat adequadament i el procés legal de substitució de les monedes nacionals per l'euro s'ha produït pràcticament sense cap contratemps.

En canvi, no es pot qualificar tan positivament l'ús de l'euro en la vida quotidiana, fora de l'àmbit del sistema financer i d'algun reducte del sector empresarial. El fet que l'euro no hagi circulat en forma de monedes i bitllets durant el període transitori que acabava a finals del 2001 el va fer invisible als ciutadans. Els comptes bancaris denominats en euros a nom de particulars representaven percentatges ínfims del total. A Espanya, únicament l'1,7% dels comptes estaven referits a la moneda comuna; Alemanya, França i Itàlia presentaven percentatges superiors, però altres països estaven molt per sota. Una cosa semblant passava amb els pagaments, tant pel que fa a targetes de crèdit com a talonaris de xecs. Sorprèn també el fet que les administracions públiques no actuessin en general en favor del canvi de moneda i optessin per esgotar el període transitori sense desenvolupar una actitud proactiva. Únicament en el sector financer l'euro va ser utilitzat regularment, tant en el mercat monetari, per les operacions que fa el Banc Central Europeu, com en els mercats de deute, per la redenominació de tot el deute públic, i en la borsa, per l'acord de cotitzar els títols en la moneda única.

Sense euro físic, el llarg període transitori de tres anys gairebé no va ser aprofitat com a etapa de preparació per a la fase definitiva. Fora del sistema financer, les empreses en general van optar per posposar l'adaptació a l'euro al final d'aquest període transitori, mentre que els ciutadans, com s'ha assenyalat, van continuar utilitzant l'*antiga* moneda nacional, escassament conscients del canvi jurídic produït el gener de 1999. Vist des de la perspectiva actual, es tracta de decisions racionals, en la mesura que per als empresaris els costos de transició són menors en l'etapa final del procés, mentre que per als consumidors operar simultàniament amb dues monedes és una complicació important que no genera cap benefici. El fracàs del període transitori en aquest sentit es posa de manifest en la campanya de sensibilització que des de mitjan any 2001 van desenvolupar els diferents governs nacionals, l'exponent més destacat dels quals va ser la conversió anticipada a euros dels comptes bancaris i dels mitjans de pagament.

S'ha d'assenyalar, al llarg d'aquest període transitori, un cert allunyament de l'opinió pública de la idea de la moneda única. Les enquestes realitzades a ciutadans de diferents estats de la zona de l'euro mostren una reculada en el seu suport a l'euro. El mateix passa en els països comunitaris fora de l'euro. El setembre del 2000, Dinamarca va convocar un referèndum sobre l'adopció de la moneda única i el resultat va ser negatiu. Al Regne Unit no s'ha concretat cap data per a la convocatòria del corresponent referèndum, davant la falta d'entusiasme que provoca la idea d'abandonar la lliura esterlina. L'escepticisme també s'estén a Suècia. Sense relació amb la moneda única però vinculat a la percepció que els ciutadans tenen de la UE en general, hi ha el resultat negatiu del referèndum irlandès del mes de juny del 2001 per a la ratificació del Tractat de Niça, un rebuig que es produeix precisament en un dels països que més s'ha beneficiat durant els últims anys de la seva pertinença a la UE. Pot ser que aquesta percepció sigui deguda a la caiguda de la cotització de l'euro respecte a d'altres monedes –el dòlar d'EUA, en particular– o a la sensació d'inexistència d'un poder polític sòlid i únic darrere la moneda. O a la insuficient confiança generada per les autoritats monetàries i financeres. En tot cas, l'euro no ha pogut actuar com a diner en el sentit ple del concepte, perquè no existia en forma de bitllets ni de monedes, i això indubtablement ha constituït un handicap afegit a la novetat de l'experiència.

En canvi, des del punt de vista operatiu de la política monetària, l'euro ha estat un èxit. Els treballs preparatoris desenvolupats per l'Institut Monetari Europeu els anys precedents i la competent labor del Banc Central Europeu han permès que els mercats monetaris funcionessin amb tota normalitat, que el sistema hagi disposat de la liquiditat necessària en cada moment i que no es produïssin ruptures en relació amb el període anterior. Ha calgut ajustar alguns aspectes dels mecanismes de regulació de la liquiditat, però, en general, el disseny inicial ha estat adequat. La interconnexió entre els sistemes de pagament dels països de la zona de l'euro a través del sistema TARGET també ha funcionat adequadament. En definitiva, es tracta d'un resultat meritori ja que no s'ha d'oblidar que no hi havia precedents d'una operació d'aquest abast i magnitud amb un banc central que es fes càrrec de la nit al dia d'una zona monetària de grans dimensions i econòmicament molt diversa.

Sovint s'ha qüestionat l'estratègia de política monetària duta a terme pel SEBC. El mandat del Tractat és clar: estabilitat de preus. A partir d'aquí hi ha diverses opcions per arribar a l'objectiu. L'autoritat monetària única va optar per un disseny de política monetària semblant al que desenvolupava el *Bundesbank*, el banc central alemany, en el qual el seguiment de les magnituds monetàries representatives de la quantitat de diners en circulació té un paper destacat. Molts observadors han criticat aquesta opció d'inadequada, ja que sovint és difícil interpretar els moviments de les magnituds monetàries que pot ser que no responguin a les tensions inflacionistes de fons. S'ha proposat, en canvi, la fixació d'un objectiu directe d'inflació, una opció més senzilla i fàcil d'entendre per part del públic. A més, aquests últims anys hi ha hagut una tendència general per part dels bancs centrals d'adoptar objectius directes d'inflació, com va ser el cas del Banc d'Espanya. Fins i tot tractant-se d'una polèmica interessant, cal tenir en compte que el BCE, com abans ho havia fet el Bundesbank, aplica un enfocament pragmàtic i abans de prendre les seves decisions pondera tots els factors en joc de manera que, a efectes pràctics, els resultats probablement no serien gaire diferents. Observeu, per exemple, que l'evolució de l'M3 s'ha situat persistentment per sobre de l'objectiu fixat pel BCE, i en canvi això no ha provocat cap reacció restrictiva per part de l'autoritat monetària.

El resultat de la política monetària presenta alguns tints contradictoris. El BCE va creure convenient quantificar el concepte d'estabilitat de preus establert al Tractat per donar més transparència a la seva actuació (la qual cosa no significa fixar un objectiu d'inflació). Aquesta estabilitat, segons el banc de Frankfurt, es defineix com un increment de l'índex de preus de consum de la zona de l'euro no superior al 2% en taxa anual, i sempre en un horitzó a mitjà termini. Doncs bé, des de principis de l'any 2000, la taxa de l'IPC harmonitzat del conjunt de la zona de l'euro s'ha instal·lat permanentment per sobre del llindar del 2%. Fracàs de la política monetària? No exactament. Un factor exogen com és el preu del cru de petroli és el principal responsable d'aquesta actuació, i en la mesura que es tracta d'un factor conjuntural que escapa del control de la política econòmica interna s'ha de descomptar del còmput inflacionista. Però fins i tot eliminant l'efecte de l'energia, la inflació se situa clarament per sobre del 2%. Objectivament es pot afirmar que la política mone-

tària ha estat excessivament laxa, d'acord amb els principis definits pel mateix BCE. Però certament els agents econòmics no han alterat la seva percepció que la zona de l'euro és una àrea de preus estables, i més aviat recriminen al BCE que apliqui una política monetària excessivament restrictiva.

Indiscutiblement, la major decepció d'aquests tres anys de període transitori procedeix del tipus de canvi de l'euro. Contradient tots els pronòstics, que auguraven una moneda *forta*, la cotització de l'euro en els mercats de divises s'ha caracteritzat per una caiguda contínua amb escassos períodes d'estabilitat o recuperació. L'enfonsament persistent de la moneda única ha arrossegat molts dels arguments adduïts per donar una explicació mínimament convincent. Gairebé totes les anàlisis coincideixen en el fet que l'euro està subestimat en relació amb el dòlar, però la recuperació no arriba. Molts han reclamat una actuació del BCE, però aquest últim s'hi ha resistit perquè el seu mandat no inclou necessàriament un objectiu de tipus de canvi. En última instància, la responsabilitat del tipus de canvi recau en el Consell de la UE, que malgrat tot no ha passat de les meres declaracions, ja que altrament podria entrar en un delicat conflicte amb la política monetària. Què és el que falla? El debat està obert. En tot cas, des d'una perspectiva de llarg termini no hi ha dubte que les divises internacionals pateixen grans fluctuacions –el dòlar d'EUA n'és un exemple– i potser encara és aviat per emetre judicis concloents sobre la debilitat de l'euro. La veritat és que l'evolució de la moneda única ha frustrat les perspectives que l'euro es convertís ràpidament en una moneda de reserva capaç de competir amb el dòlar, o que guanyés alguna cota en la seva utilització com a mitjà de pagament de referència internacional en l'àmbit de les matèries primeres o dels productes industrials.

La debilitat de l'euro davant del dòlar ha encoratjat la recerca de raons econòmiques per a aquesta discordança. Certament, fins ben entrat l'any 2000 els EUA van viure l'exuberància de la *nova economia*, que esperonava el creixement i actuava com un imant sobre les inversions estrangeres. Comparada amb el dinamisme nord-americà, l'economia europea presenta trets estructurals que la situen en desavantatge en la realitat econòmica actual. Tres són els fronts on això es fa més evident. En primer lloc, en el mercat de treball, on els aspectes institucionals –mecanismes de protecció de l'ocupació, de negociació col·lectiva, de subsidi d'atur, etc.– expliquen en

gran mesura un índex d'atur notablement superior al nord-americà. En segon lloc, i potser com a contrapartida a la major rigidesa laboral, un alt grau de regulació i d'intervenció administrativa en els mercats de béns i de serveis europeus que en redueix el grau de competència i d'eficiència. Finalment, el tercer element que completa la singularitat europea és l'elevat pes del sector públic en la vida econòmica, exigència del model de protecció social definit per l'anomenat Estat del Benestar, i que comporta un important esforç fiscal.

L'euro, precisament, havia d'actuar com a catalitzador de les energies disperses de les economies europees en perfeccionar el mercat únic i obrir una major competència i transparència en els mercats. Però lògicament, aquest efecte només es pot donar en el mitjà o llarg termini, i a penes tres anys després de la seva implantació –i amb les limitacions assenyalades més amunt– no és possible disposar de dades ni d'evidència empírica d'aquest fet. L'excepció la constitueixen els mercats financers, on l'*efecte euro* ha estat contundent. La integració dels mercats monetaris nacionals ha estat gairebé total, com s'esperava, i a més s'ha registrat un augment significatiu de les operacions interfrontereres. L'any 1999, les emissions de bons de renda fixa denominats en euros en els mercats internacionals van arribar a superar les denominades en dòlars. L'onada de fusions i adquisicions que va seguir el llançament de l'euro va promoure el desenvolupament del segment del mercat de renda fixa privada, que de totes maneres no arriba al volum del nord-americà. En el mercat de deute públic s'ha produït una convergència de composició del deute per tipus d'instrument i termini, mentre que els tipus d'interès han convergit cap al marcat pel bo alemany. S'han desenvolupat noves plataformes de negociació electrònica, han baixat les tarifes i ha millorat la competència i el servei. Els inversors de l'eurozona han diversificat les seves carteres i ja no les divideixen per països sinó per sectors. La *borsa única* que alguns predeien no sembla gaire pròxima, però els moviments de concentració estan sent molt importants.

Des de l'estreta perspectiva conjuntural que permet el període transitori, a l'euro sí que se li pot atribuir un paper d'estímul a la més aviat debilitada activitat de la zona. En altres paraules, la depreciació de l'euro ha tingut la virtut de contrarestar la debilitat de la demanda interna de l'economia

comunitària, perquè ha millorat la competitivitat de les exportacions sense implicar una càrrega rellevant en el còmput de la inflació.

Però l'euro no és només una moneda. Forma part del projecte del que el Tractat de Maastricht denomina la Unió Econòmica i Monetària, que pretén arribar a una àrea d'estabilitat macroeconòmica que contribueixi a aconseguir un desenvolupament equilibrat i sostenible. Un altre element important d'aquest projecte és, per tant, una coordinació de les polítiques econòmiques orientada a col·laborar amb la política monetària per mantenir l'estabilitat de preus, aconseguir unes condicions monetàries i financeres adequades i establir les bases d'una economia competitiva. L'euro ha arrabassat les competències monetàries i de tipus de canvi als països que formen part de la zona, però pel que fa a la resta de polítiques econòmiques nacionals, la seva autonomia també està limitada. El Tractat no unifica la política econòmica, però deixa clar que les diferents actuacions nacionals són una *qüestió d'interès comú* i atorga al Consell la seva coordinació. Aquesta coordinació és un assumpte complex que encara està en plena evolució des que l'any 1993 el Consell va elaborar les primeres *Orientacions Generals de Política Econòmica*, document anual que defineix els criteris d'actuació nacionals.

El Pacte d'Estabilitat i Creixement és probablement l'element més conegut del cicle de coordinació de les polítiques econòmiques. El seu objectiu és eliminar de forma permanent els dèficits dels comptes públics i, de passada, reduir els volums de deute en circulació. Es considera que darrere d'una moneda sòlida i estable hi ha d'haver uns pressupostos públics equilibrats. Es tracta, a més, d'obligar a mantenir la disciplina pressupostària als estats de la zona de l'euro i evitar la temptació de caure en polítiques laxes una vegada la competència monetària ha estat traspassada a Frankfurt.

Els efectes econòmics dels tres primers anys d'existència de l'euro són difícils de precisar, com s'ha assenyalat més amunt, ja que aquest període no és suficient per arribar a resultats concloents. En el cas d'Espanya, la participació en la UEM va suscitar un viu debat en cercles econòmics i acadèmics entorn dels costos i dels beneficis d'aquesta integració. Cedir la competència sobre el tipus de canvi significava perdre un mecanisme compensatori fonamental per a una economia que patia més inflació i més atur que la mitjana de la Unió. Si els costos productius augmentaven més i ja no era pos-

sible compensar-los amb una depreciació controlada de la pesseta, com podrien mantenir les empreses espanyoles la seva competitivitat enfront d'un mercat únic molt més obert i transparent? Seria capaç el sistema productiu de posar-se a l'altura del repte que s'obria davant seu en termes de qualitat, eficiència, capacitat tècnica, potència financera i flexibilitat? Sucumbiria l'aparell econòmic sense les crosses d'una moneda feble? Molts interrogants s'obrien davant d'una de les decisions més importants de la història econòmica recent.

Però les expectatives que l'economia s'inscrivís en un nou marc d'estabilitat macroeconòmica van canviar de soca-rel el context econòmic molt abans de l'efectiva posada en marxa de la moneda única. En efecte, des del primer moment, les autoritats polítiques van deixar clar l'interès a formar part del club de l'euro, una opció que era tàcitament aprovada per l'empresariat. Espanya no partia d'una situació excessivament prometedora. La pesseta va patir durament la crisi monetària de 1992-1993, i el 1995 va haver d'acceptar una nova devaluació en el si del mecanisme de canvis del Sistema Monetari Europeu. En determinats ambients europeus s'estimava més convenient per al llançament de l'euro formar un nucli selecte de països, amb França i Alemanya al capdavant, i deixar per a més endavant l'entrada de les economies amb més desequilibris o amb un historial d'ortodòxia monetària més discret, entre les quals s'incloïa Espanya.

Així doncs, Espanya es va haver d'aplicar des del primer moment a *aprovar* els criteris de convergència que el Tractat estableix com a exigència per passar a la tercera fase de la UEM. Alhora, la deterioració general de la conjuntura els primers anys de la dècada dels noranta va complicar enormement el compliment dels criteris de convergència en la major part de països. Quan l'any 1996, poc després que es plantegés la possibilitat de posar en marxa la moneda única tal com havia previst el Tractat de Maastricht, la realitat es va imposar de forma contundent: només Luxemburg complia fidelment els criteris. És per això que a poc a poc es va anar obrint la possibilitat que l'economia espanyola estigués present en el llançament de l'euro. I aquesta perspectiva va provocar un gir insospitat en la conjuntura espanyola, perquè va anticipar els beneficis de la unió monetària fins i tot abans que la unió es materialitzés.

Efectivament, a partir de mitjan dècada dels noranta es va posar en marxa una mena de *cercle virtuós* desencadenat per la creixent convicció que Espanya estaria present en el grup de països que posaria en marxa la moneda única. D'una banda, la política econòmica es va preparar per afrontar els reptes que exigia Maastricht: lluita contra la inflació, equilibri de les finances públiques, reformes estructurals, etc. De l'altra, tant empreses com sindicats van prendre consciència de la magnitud del repte que s'apropava i van obrar en conseqüència. Establertes aquestes bases, va ser possible que l'economia espanyola s'inscrivís en la tendència a la *desinflació* que dominava a escala internacional. Menys inflació va significar tipus d'interès menors. El descens dels costos de finançament va ser una ajuda inestimable per a la reducció del dèficit públic. Com a conseqüència, el sector privat va disposar de més finançament a més bon preu, cosa que va permetre un sanejament general dels balanços i un fort augment de la capacitat d'inversió. La millora de la situació de les empreses va impulsar la creació d'ocupació, el consum privat i el creixement econòmic. Un cercle virtuós que no hauria estat possible si no hi hagués hagut la perspectiva d'incorporació de la pesseta a l'euro.

Almenys no hauria estat possible en la mateixa mesura. En el cas que el projecte de la UEM no hagués existit i que la política monetària del Banc d'Espanya hagués seguit responent als paràmetres tradicionals, la trajectòria dels tipus d'interès hauria estat certament diferent. Un exercici de simulació mostra que l'efecte de la perspectiva de la UEM sobre els tipus d'interès ha permès alliberar entre 3 i 4 bilions de pessetes en termes d'estalvi de costos financers des del 1998. Les famílies es van veure inicialment perjudicades a causa del fet que els seus actius financers superaven els passius (el sector famílies i institucions sense fins de lucre és estalviador net), però el rellançament de la inversió empresarial, la creació d'ocupació i les millors condicions de finançament van estimular la despesa de consum i la inversió de les unitats familiars. Hem de remarcar, d'altra banda, que l'euro protegeix l'economia espanyola de les tempestes financeres internacionals. No és gens aventurat suposar que si fóssim a l'euro, esdeveniments com els atemptats terroristes de l'11 de setembre haurien afectat la pesseta en forma de depreciació, elevació dels tipus d'interès i implantació de mesures de política econòmica que indirectament haurien perjudicat en major mesura el creixement econòmic i la generació d'ocupació.

Un altre element que juga en favor de l'economia espanyola ha estat el tipus de conversió de la pesseta a l'euro. Després de l'episodi de màxima fortalesa del tipus de canvi nominal de la pesseta a final dels anys vuitanta i principis dels noranta, que va repercutir durament sobre la capacitat competitiva dels sectors exportadors, la crisi monetària de 1992-1993, combinada amb la devaluació de 1995, va situar la pesseta en un valor relativament baix. Aquest valor es va mantenir sense grans variacions durant la segona meitat de la dècada, de manera que quan el 1998 es van decidir els tipus de conversió a l'euro, el corresponent a la pesseta reflectia aquesta relació favorable. A partir de 1999, la depreciació de l'euro ha permès també millores de la competitivitat davant de països tercers.

En definitiva, la combinació de les expectatives de la UEM i una política econòmica adequada van donar una notable embranzida a l'economia durant la segona meitat dels anys noranta. El risc ara és creure que la prova està superada i que els interrogants que es plantejaven al principi estan resolts. Al contrari, a mesura que es va esvaint el cercle virtuós inicial van apareixent les debilitats estructurals que afligeixen l'economia espanyola. Un indicador rellevant en aquest sentit és la persistència d'un diferencial d'inflació positiu respecte a la zona de l'euro. La política monetària del BCE s'ha revelat com a excessivament distesa des del punt de vista de les condicions inflacionistes espanyoles. En qualsevol cas, el fet és que l'economia espanyola se situa en el costat més inflacionista dins de l'eurozona. Fins a cert punt aquest diferencial seria admissible si anés acompanyat d'una millora equivalent de la productivitat, ja que en aquest cas es preservaria la capacitat competitiva. Però no és això el que mostren les estadístiques; al contrari, la productivitat augmenta de forma molt discreta per sota de la mitjana comunitària. Això suggereix que el diferencial d'inflació respon a desajustaments de demanda o a rigideses en el funcionament dels mercats, la qual cosa comporta un risc cert per a la capacitat competitiva davant de l'exterior.

També els costos laborals augmenten per sobre del que ho fan els del conjunt de la zona de l'euro, i per tant pressionen sobre la capacitat competitiva de les empreses. Les deficiències del mercat de treball espanyol són evidents i es posen de manifest en una taxa d'atur que és la més elevada de l'OCDE. Des de mitjan dècada dels vuitanta s'han portat a terme diverses reformes de la nor-

mativa que han contribuït a modernitzar el mercat laboral, però subsisteixen anomalies com l'escassa mobilitat regional, l'excés de temporalitat en els contractes, el desenvolupament insuficient de la contractació a temps parcial, etc. Encara que els costos laborals espanyols continuen sent dels més baixos de la UE, no hem d'oblidar que en un futur més o menys llunyà la incorporació de nous països a la UE situarà els costos espanyols en una zona intermèdia, de manera que l'avantatge relatiu d'aquests costos s'esvairà ràpidament.

En definitiva, des d'un primer moment sabíem que el repte de la moneda única era el de poder competir en el mercat únic sense més ajuda que les pròpies capacitats. Els anys previs i el període de transició han constituït una etapa brillant per a l'economia espanyola en termes de creixement i de creació d'ocupació. Però no hem de passar per alt les favorables circumstàncies que han envoltat aquests anys, com s'ha explicat més amunt. Probablement, el repte comença ara, quan la marea inicial s'ha retret i queden al descobert les autèntiques fortaleses i debilitats de cadascun.