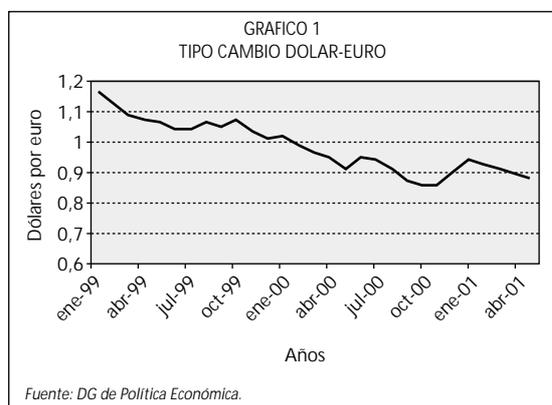


# El euro visto por la OCDE

.....  
 SUBDIRECCIÓN GENERAL DE ESTUDIOS  
 DEL SECTOR EXTERIOR  
 .....

La creación de la Unión Económica y Monetaria (UEM) en enero de 1999 vino acompañada de un escenario macroeconómico muy favorable como consecuencia de la fortaleza de la demanda interna y externa. Este hecho se explicó por la existencia de unas condiciones monetarias relativamente laxas durante el período mencionado, por la depreciación del euro respecto al dólar, y por la favorable coyuntura económica internacional (elevado y continuado ritmo de crecimiento mundial y reducida tasa de inflación a nivel mundial favorecida por la caída de los precios de las materias primas en 1998).

Por su parte, el año 2000 ha venido caracterizado por la aparición de un *shock* externo amplificado por la tendencia depreciatoria del euro. Así, el encarecimiento del petróleo incidió notablemente sobre la coyuntura económica de la eurozona aunque la amplitud y duración de la desaceleración no fue muy relevante pues se apreciaban signos de recuperación a finales de año. Sin embargo, tal y como aparece recogido en el Gráfico 1, la moneda única experimentó una depreciación considerable respecto al dólar hasta alcanzar su mínimo en octubre de 2000.



La depreciación del euro tiene un efecto general sobre la tasa de inflación de la eurozona al encarecer los productos importados aunque, desde el punto de vista de la balanza de pagos, este efecto se puede ver compensado por la ganancia de competitividad de los bienes y servicios exportados por los países pertenecientes a la UEM. No obstante, se producen efectos específicos sobre los países de la zona euro, pues el comportamiento del tipo de cambio efectivo no es homogéneo y la pérdida de valor perjudica más a aquellos países que se encuentran en una fase alcista del ciclo.

En este contexto, la OCDE considera que entre los factores explicativos de la depreciación del euro se encuentran el mayor ritmo de actividad existente en Estados Unidos, la salida de capitales de la eurozona hacia este país y la insuficiente coordinación entre los dirigentes de los Estados miembros y el BCE a la hora de publicar comunicados acerca de la evolución del euro.

Así, según la OCDE, la Unión Monetaria se enfrenta a dos retos fundamentales: garantizar la existencia de un marco de estabilidad macroeconómica a corto plazo y promover la aplicación de medidas estructurales que permitan incrementar la tasa de crecimiento potencial a medio plazo y alcanzar un crecimiento no inflacionista a largo plazo.

A lo largo de este artículo analizaremos los factores que, según un estudio reciente de la OCDE (1), mejor explican la depreciación del euro y, tomando como referencia varios modelos de determinación del tipo de cambio de equilibrio

(1) *OECD Economic Survey on the euro area*. Abril 2001. Su consulta puede realizarse en [www.oecd.org](http://www.oecd.org)



EN PORTADA

a largo plazo, se analizará cómo, según la OCDE, la moneda única se encuentra ligeramente infravalorada. Asimismo, sintetizaremos las principales recomendaciones de política económica que permitan alcanzar los objetivos anteriormente mencionados.

### Factores explicativos de la evolución del euro

La depreciación de la moneda única respecto al dólar encuentra su explicación en la fortaleza de la moneda estadounidense y en aspectos cualitativos y de funcionamiento de la eurozona que provocan tensiones a la baja en el tipo de cambio del euro.

En este sentido, el mayor ritmo de actividad al otro lado del Atlántico y las mejores perspectivas de crecimiento futuro inciden favorablemente sobre la cotización del dólar.

Por otro lado, la continua salida de capitales de la eurozona hacia Estados Unidos durante los últimos años provoca una mayor demanda de dólares, revalorizando la cotización del billete verde. Así, la existencia de un diferencial de intereses positivo a favor de Estados Unidos permite explicar parcialmente este hecho, pues según la OCDE, son más relevantes otras cuestiones como la existencia de mayores rigideces e impuestos en los países europeos y las inversiones directas de empresas europeas en Estados Unidos. Es decir, las empresas comunitarias cuentan con mejores condiciones a la hora de planificar una inversión en el exterior pues cuentan con instrumentos que promueven la internacionalización de las mismas y con mejores posibilidades de financiación. Además, éstas cuentan con un mayor incentivo a invertir en Estados Unidos pues el ritmo de crecimiento y las oportunidades de beneficio son mayores allí. Prueba de lo anterior es la aparición de una correlación positiva entre el déficit de la balanza básica y la depreciación del euro, indicativa de un flujo de capital a largo plazo de la eurozona a Estados Unidos, dado que la cuenta corriente y de capital de la zona euro ha permanecido prácticamente en equilibrio.

Otro aspecto que ha incidido notablemente sobre la evolución reciente del euro ha sido el encarecimiento del crudo por sus mayores efectos

sobre la coyuntura económica de la eurozona, al ser ésta más dependiente de la importación de esta fuente de energía, y por impulsar la demanda de dólares al pagarse en esta moneda y al emplear los exportadores de petróleo las divisas para reducir el montante de su deuda en dólares e incrementar sus reservas.

Asimismo, en el citado estudio se señala que la falta de coordinación en el sistema de comunicados del Eurosistema puede estar en la base de la pérdida de valor del euro. En efecto, la aparición de comunicados por parte de los miembros del Comité de Gobierno del BCE y de los dirigentes de países de la eurozona con mensajes divergentes incide negativamente sobre las expectativas de los inversores, aspecto clave en la determinación del tipo de cambio de una moneda.

Finalmente, la aparición de un comportamiento gregario por parte de los inversores se apunta como causa de la depreciación del euro. Así, el hecho de que el euro sea aún una moneda virtual y las favorables perspectivas de la economía estadounidense lleva a los inversores a adoptar posiciones vendedoras de euros ante la mínima noticia desestabilizadora aprovechando el haber movido primero para evitar la aparición de pérdidas.

En definitiva, la caída experimentada por la cotización del euro desde su creación en 1999 se explica por la mayor demanda de dólares y por aspectos cualitativos como la existencia de mayores rigideces en los mercados de la Unión o el carácter virtual de la moneda única. Sin embargo, es previsible que se produzca un repunte en el valor de ésta a partir del año 2002, momento en el que se pondrán en circulación los billetes y monedas de euros. Este hecho viene corroborado por la mayoría de los estudios empíricos realizados que apuntan a una clara infravaloración de la moneda única.

En efecto, tal y como podemos observar en el Cuadro 1, todas las estimaciones del tipo de cambio de equilibrio a largo plazo del euro confirman la previsible apreciación de la moneda única, excepción hecha de la realizada por Schulmeiser en 2000. En este contexto, la estimación sintética realizada por la OCDE toma un tipo de cambio de equilibrio de 1,07 dólares por euro.



EN PORTADA

CUADRO 1  
TIPO DE CAMBIO DE EQUILIBRIO A LARGO PLAZO DEL EURO

Estudio	Moneda de referencia	Periodo de referencia	Tipo de cambio o % de infravaloración
Comisión Europea (1)	Socios comerciales	septiembre 1999	8 - 13
Alberola (3)	Socios comerciales	diciembre 1999	12,4
Hansen y Roeger (2)	Socios comerciales	III trimestre 1999	15
Borowski y Couharde (2)	Dólar	I semestre 1999	1,23\$ - 1,31\$
Cloterman y Schnatz (2)	Dólar	1999 - 2000	1,13\$
Chin y Alquist (3)	Dólar	junio 2000	1,14\$ - 1,24\$
Lorenzen y Thyngsen (2)	Dólar	junio 2000	1,09\$
FMI (2)	Socios comerciales	junio 2000	10 - 20
Goldman Sachs (2)	Dólar	mayo 2000	1,21\$
Gern et al. (2)	Dólar	I trimestre 2000	1,03\$
Schulmeister (2)	Dólar	junio 2000	0,87\$
Teiletche (2)	Dólar	junio 2000	1,09\$
Duval (3)	Dólar	III trimestre 2000	1,15\$
OCDE (3)	Dólar	1999	1,07\$

(1) 1999.

(2) 2000.

(3) 2001.

Fuente: OCDE.

Dado que la debilidad del euro se explica, en parte, por las diferencias en los fundamentos entre Estados Unidos y la eurozona y por aspectos relacionados con el Eurosistema, resulta deseable conocer las recomendaciones de política económica que propone la OCDE para mejorar el funcionamiento de los mercados a medio plazo e incrementar la tasa de crecimiento potencial a largo plazo.

### Recomendaciones de política económica

La OCDE considera deseable avanzar en los esquemas aplicados hasta ahora en dos apartados: la política estructural y la política monetaria. En el primer caso se persigue garantizar la existencia de un mayor crecimiento sin inflación a medio plazo y en el segundo se busca incidir favorablemente sobre la cotización del euro y asegurar la estabilidad macroeconómica a corto plazo.

#### Políticas estructurales

Dentro de éstas se incluyen la incorporación de nuevas tecnologías y la integración de los mercados, buscando incrementar la productividad y reducir los costes de producción y distribución de bienes y servicios.

Así, hasta ahora se han producido avances en varios ejes, tales como el conjunto de medidas tendentes a consolidar el Mercado Interior Unico, la modernización de los sistemas financieros por

el efecto de la introducción del euro y la consecución de una relativa convergencia con Estados Unidos en el uso de las nuevas tecnologías de la información.

Sin embargo, hay varios aspectos en los que es posible mejorar el funcionamiento de la eurozona.

*En primer lugar*, es deseable profundizar la integración de los mercados para incrementar la competencia eliminando las barreras técnicas, a través de la armonización o el reconocimiento mutuo de los estándares técnicos y controlando las ayudas de Estado. Como medida complementaria a las anteriores se encuentra la eliminación de las diferencias en el IVA para evitar que las barreras fiscales puedan limitar la libre movilidad de mercancías en la zona del euro.

*En segundo lugar*, resulta básico garantizar la existencia de competencia en los mercados aplicando de forma continuada una política de defensa de la competencia como complemento a la liberalización.

*En tercer lugar*, es posible avanzar en la liberalización de los sectores que aún se encuentran segmentados o protegidos de la competencia exterior, tales como el transporte aéreo o la telefonía fija, garantizando la aparición de regulación en aquellos segmentos en los que pueden aparecer estructuras de mercado no competitivas.

*En cuarto lugar*, es preciso promover la incorporación de las nuevas tecnologías de la información para lo cual es necesario cumplir con dos premisas básicas: reducir el coste de acceso, que



EN PORTADA

es menor en Estados Unidos y otorgar seguridad en el pago y en la transmisión de datos. Para la consecución de este objetivo se han puesto en marcha varias iniciativas, tales como la Estrategia de Lisboa, que tenía por objeto liberalizar las redes locales y fomentar el uso de redes de alta velocidad y el Plan de Acción para el comercio electrónico, que persigue crear un nuevo marco regulatorio para finales del año 2001.

*Finalmente*, una de las condiciones que mejoran el funcionamiento de una Unión Monetaria es la existencia de una elevada movilidad de la mano de obra. Así, en el caso de la eurozona, la movilidad es reducida por factores culturales, pero también económicos como la existencia de un mercado inmobiliario segmentado, una armonización insuficiente en el reconocimiento de títulos y diferencias en los esquemas impositivos y en el régimen de Seguridad Social cuestiones que, según la OCDE, deben ser resueltas a medio plazo.

En conclusión, las iniciativas públicas y privadas persiguen incrementar el uso de las nuevas tecnologías pero el empleo de éstas no es condición necesaria ni suficiente para garantizar el crecimiento económico a largo plazo, pues debe venir acompañado de un aumento de la competencia en los mercados, a través de la liberalización y de la aplicación de la política de defensa de la competencia y de mejoras en la movilidad del trabajo.

### ***Política monetaria***

Desde la creación de la UEM en 1999, la política monetaria común se encuentra en un continuo proceso de adaptación y perfeccionamiento que, sin duda, se verá impulsado por la introducción física del euro en 2002. Por otro lado, la aparición de innovaciones tecnológicas y de incrementos en la productividad, alteran el esquema de funcionamiento de la política monetaria, pues a pesar de que su objetivo es a medio plazo, debe tomar sus decisiones con más cautela. Por último, la credibilidad del BCE incide notablemente sobre el tipo de cambio del euro, por lo que resulta básico garantizar un funcionamiento lo más correcto posible del Eurosistema.

En términos generales, existen tres aspectos relacionados con el funcionamiento de la política monetaria que han merecido la atención de los analistas: la definición del objetivo de estabilidad de precios, la consideración de la tasa media de crecimiento anual del agregado monetario  $M_3$  como indicador privilegiado y la falta de transparencia que ha caracterizado tradicionalmente al Eurosistema.

Por lo que se refiere al primer aspecto, la consideración de que el objetivo de estabilidad de precios se defina como el mantenimiento de una tasa de inflación medida por el Índice de Precios al Consumo Armonizado (IPCA) entre el 0 y el 2 por 100 introduce cierta asimetría al no permitir la aparición de deflación. Por otro lado, hay autores que señalan que sería mejor medir la tasa de inflación a través de la inflación subyacente al eliminar el efecto de las variaciones de los precios de la energía y de los alimentos no elaborados, caracterizados por presentar un comportamiento relativamente volátil. Sin embargo, resulta complicado elegir un indicador de inflación subyacente que sea de fácil comprensión y que sintetice el comportamiento de los precios. Por añadidura, el objetivo de inflación se persigue a medio plazo y la inflación subyacente se toma como indicador al aplicar medidas de política monetaria.

En cuanto al tratamiento de  $M_3$  como indicador privilegiado, se argumenta que la innovación financiera puede provocar cierta inestabilidad en la demanda de dinero, desvirtuando parcialmente la información suministrada por el agregado monetario. No obstante, el BCE analiza los cambios en este indicador desde una perspectiva a medio plazo y considera una batería de indicadores complementarios, tales como la evolución del tipo de cambio o de los costes laborales unitarios y el signo de la política fiscal, por lo que alteraciones en el comportamiento del indicador privilegiado pueden no provocar medidas instantáneas de política económica.

Finalmente, se considera que el Eurosistema es poco transparente por no publicar previsiones oficiales sobre la evolución de las variables macroeconómicas más relevantes ni informar sobre el modelo en el que basa sus decisiones de



EN PORTADA

CUADRO 2 TRANSPARENCIA DE LOS BANCOS CENTRALES DE LOS PAÍSES DEL G7					
	Eurosistema	Fed	BC Japón	BC Canadá	BC Inglaterra
Objetivo final					
Especificación.....	Estab. de precios	No	Estab. de precios	Estab. de precios	Estab. de precios
Cuantificación.....	< 2%	No	No	1-3%	2,5%
Estrategia					
Anuncio.....	Sí	No	No	Sí	Sí
Indicadores.....	Sí	Sí	No	No	No
Información					
Previsiones.....	Sí	Sí	No	Sí	Sí
Modelos.....	Parcialmente	Sí	No	Sí	Sí
Comunicación					
Informes.....	Mensual	Mensual	Mensual	Trimestrales	Trimestrales

Fuente: Bancos centrales nacionales y OCDE.

política monetaria. En la práctica, la transparencia se ha incrementado progresivamente pues en diciembre de 2000, el BCE comenzó a publicar sus previsiones y se han escrito varios Documentos de Trabajo en los que se describen los modelos que sirven de referencia a los analistas del Banco. Además, la comparación de la transparencia de los bancos centrales puede hacerse empleando el Cuadro 2 en el que observamos que el BCE se encuentra en un nivel de transparencia considerablemente elevado.

Así, el Eurosistema, y los bancos centrales de Canadá e Inglaterra especifican y cuantifican su *objetivo final* a diferencia del banco central de Japón, que sólo lo anuncia y la Reserva Federal (Fed), que no ofrece información alguna sobre éste.

Respecto a la *estrategia*, el Eurosistema es el que cuenta con mayor transparencia al hacer pública su estrategia basada en dos pilares y en el indicador privilegiado comentado anteriormente. Por su parte, los bancos centrales de Canadá y de Inglaterra cuentan con una estrategia de control directo de inflación y la Fed toma el crecimiento de la masa monetaria y del crédito interno como indicadores.

En cuanto a la entrega de *información*, el Eurosistema se acerca progresivamente a los bancos más transparentes, es decir, la Fed, el banco central de Canadá y de Inglaterra, pues publica sus previsiones macroeconómicas en diciembre y en junio y ha empezado a elaborar Documentos de Trabajo con modelos que le sirven de guía para la aplicación de la política monetaria.

Por último, los *informes* que publica el BCE son mensuales a diferencia de los bancos centrales de Canadá y de Inglaterra que los publican trimestralmente.

### Conclusiones

La evolución reciente de la Unión Monetaria Europea ha venido caracterizada por una marcada depreciación del euro respecto al dólar y por una relativa ralentización en el ritmo de crecimiento explicada por los efectos del encarecimiento del crudo. Sin embargo, la aparición de signos de reactivación económica a finales del año 2000 y la previsible apreciación del euro a partir de enero de 2002 permiten prever una evolución favorable a corto plazo.

Los retos a los que se enfrenta la eurozona son la consecución de un marco de estabilidad macroeconómica y el aumento de la tasa de crecimiento potencial para lo que es posible emplear dos instrumentos complementarios: las políticas estructurales y la política monetaria.

En este contexto, la valoración que cabe extraer de la Unión Monetaria es positiva en tres sentidos; en primer lugar, se han producido avances en la aplicación de medidas estructurales. En segundo lugar, el esquema de política monetaria aplicado por el Eurosistema es consistente con la consecución del objetivo de estabilidad de precios y de un crecimiento estable a medio y largo plazo. Finalmente, no podemos olvidar que los logros en un proyecto de integración económica son graduales y que la UEM se encuentra en una fase de adaptación y desarrollo.



EN PORTADA



## BASE DE DATOS ICE

**INFORMACION COMERCIAL ESPAÑOLA** ofrece un servicio de búsquedas bibliográficas sobre la información aparecida en sus publicaciones periódicas.

**PRODUCTOR:** Subdirección General de Estudios del Sector Exterior. Secretaría de Estado de Comercio, Turismo y PYME.

**TIPO:** Referencial (Bibliográfica).

**TEMATICA:** Economía general, economía española, economía internacional, teoría económica.

**FUENTES:** Información Comercial Española. Revista de Economía.  
Boletín Económico de ICE.  
Países de ICE.  
Cuadernos Económicos de ICE.

**COBERTURA TEMPORAL:** Desde 1978.

**ACTUALIZACION:** Semanal.

**VOLUMEN:** 12.500 referencias.

## MODELO DE REGISTRO

**AUTOR:** SUBDIRECCION GENERAL DE ESTUDIOS DEL SECTOR EXTERIOR.

**TITULO:** EL COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA EN AGOSTO DE 1996.

**REVISTA:** BOLETIN ECONOMICO DE ICE

**NUMERO (FECHA)/PAGINAS:** 2522 (NOVIEMBRE 11-17)/9-18..

**DESCRIPTORES:** EXPORTACIONES / IMPORTACIONES / DEFICIT COMERCIAL / SECTORES ECONOMICOS.

**TOPONIMOS:** ESPAÑA.

**RESUMEN:** El saldo de la Balanza Comercial en agosto de 1996 presentó un déficit de 179,9 miles de millones de pesetas, un 37,7 por 100 inferior al registrado en el mismo mes del año anterior. Este resultado se derivó de un crecimiento interanual de las exportaciones del 9,3 por 100 y del -4,6 por 100 en lo que respecta a las importaciones. Desde el punto de vista sectorial, la principal aportación al crecimiento de las exportaciones correspondió a los sectores de alimentación y bienes de equipo, mientras que, por el lado de las importaciones, las únicas contribuciones positivas al crecimiento correspondieron al sector del automóvil y productos energéticos. Con relación al análisis geográfico, el descenso del desequilibrio comercial fue del 57 por 100 frente a la UE y del 16,5 por 100 frente a países terceros.

**AÑO DE PUBLICACION:** 1996.

— Para solicitar información, diríjase a Base de Datos ICE. Biblioteca. Ministerio de Economía. P.º de la Castellana, 162, planta 1. 28071 Madrid. Teléfonos: (91) 349 35 14. Fax: (91) 349 60 75.

— Las publicaciones relativas a los documentos referenciados podrán adquirirse en el Punto de Venta de Publicaciones: P.º de la Castellana, 162, planta 0. 28071 Madrid. Teléf. (91) 349 36 47, o bien consultarse en Biblioteca, P.º de la Castellana, 162, 1.ª planta. Teléfono (91) 349 35 93.