

## El Euro: Política monetaria y tipos de cambio\*

FELIX VARELA PARACHE\*\*

---

### Resumen

Desde el 1 de enero de 1999, once países europeos empezaron a tener una única moneda que cotiza en los mercados de cambio: el euro. Igualmente, tienen una política monetaria única, realizada en esa moneda. Félix Varela efectúa un análisis de la política monetaria y el tipo de cambio del euro, desde una perspectiva de su evolución, especialmente la evolución del tipo de cambio del euro con relación al dólar, y de la política monetaria como objetivo monetario confrontado con el objetivo de inflación.

### Abstract

Since January 1 1999, eleven European countries started to join a coin that is priced in exchange markets: the euro. Also, they have the same monetary policy. Félix Varela make an analysis of the monetary policy and the exchange rate, considering its evolution, specially in relation to dollar. In the same way, he studies monetary policy as a monetary targeting contrasting with the inflation targeting.

---

### 1. Introducción.

La integración monetaria ha sido un tema con una cierta tradición en Europa. Sin embargo, el Tratado de Roma, que creó la Comunidad Económica Europea (CEE), no mencionaba la integración monetaria y apenas se refería a aspectos de cooperación en este ámbito. Esta misma posición predominó en los diez primeros años de la Comunidad, pero posteriormente se ha convertido en un objetivo importante y para muchos necesario. Un objetivo que ha originado: a) un fracaso inicial (el intento de integración de los años setenta) pero con importantes consecuencias al constituir el embrión que aglutinó al grupo inicial de países que utilizaron el marco como

---

\* El texto presente parte de lo expuesto en la sesión celebrada en la Universidad de Extremadura, el 25 y 26 de febrero de 2000 en Badajoz. El tiempo transcurrido hasta la publicación ha hecho deseable actualizar su contenido. Esto se vio facilitado por la exposición realizada en la sesión "La Moneda como Factor de Integración Europea" que tuvo lugar en octubre de 2000, organizada por el Centro Internacional Carlos V (UAM). La redacción actual constituye la tercera versión del mismo tema.

\*\* Universidad de Alcalá, Madrid-España.

referencia de su política cambiaria; b) un segundo proyecto de contenido más limitado, el Sistema Monetario Europeo, que durante algunos años ofreció una estabilidad apreciable; y c) la creación de la Unión Monetaria Europea (UME), un proyecto polémico en algunos países, pero decisivo en la evolución europea.

El objeto de la presente exposición será tratar de la política monetaria y el tipo de cambio del euro, vistos desde la perspectiva que da el período transcurrido. Al referirme a la evolución del tipo de cambio del euro con relación al dólar, trataré de explorar algunos de los motivos que pueden haber influido en ella.

## **2. La Política Monetaria del Euro**

Según lo previsto, el 1 de enero de 1999 comenzó el funcionamiento de la UME. Desde entonces los once países participantes, cuyos Bancos Centrales Nacionales (BCN) formaron con el Banco Central Europeo (BCE) el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), tienen una única moneda cotizada en los mercados de cambio: el euro. También tienen una política monetaria única que se decide conjuntamente en el BCE y que se instrumenta de modo descentralizado por los BCN, en operaciones que, todas ellas, se realizan en euros. La circulación monetaria interna en los países sigue teniendo lugar en las monedas nacionales respectivas, cada una de las cuales constituye una fracción fija del euro. Esta situación perdurará hasta el principio del año 2.002 en que, fabricados las monedas y los billetes necesarios, el euro circulará en todo los países. Pero desde el principio de 1999, el euro es una "moneda en sentido propio" de acuerdo con el Tratado.

Cuando se analizan los preparativos para el establecimiento de la UME, no cabe sino admirarse del enorme esfuerzo y coste incurrido. Probablemente no ha habido nunca ninguna otra actuación integradora que haya requerido tantas horas de trabajo conjunto ni tan minuciosa preparación de aspectos específicos de su realización. Un trabajo realizado fundamentalmente por los bancos centrales de los países miembros, pero en el que también participaron otros órganos de la administración y diferentes agentes económicos, especialmente del sector financiero. Un esfuerzo de tal naturaleza exigía una firme convicción sobre su necesidad. Como se ha señalado, el fracaso del proyecto de integración de los años setenta no se puede solamente atribuir a las difíciles circunstancias entonces existentes en la economía mundial - sin duda, reales- sino también a la falta de voluntad política que, sin embargo, ha sido evidente en los noventa. Sin ella, no se hubiesen podido salvar las consecuencias de la crisis de las monedas europeas en 1992-3.

Dentro de la preparación llevada a cabo, se tuvieron en cuenta las cuestiones más diversas, pero ninguna probablemente recibió una atención tan cuidadosa como la política monetaria, en todos sus aspectos y procedimientos. El objetivo principal de la política del BCE es la estabilidad de precios que el Consejo ha concretado en la consecución de una inflación a medio plazo inferior al 2%, utilizando como instrumento representativo el Índice Armonizado de Precios de Consumo que se elabora por la CE.

El diseño de la política monetaria ha seguido en buena medida las pautas alemanas. Se han establecido dos tipos extremos entre los cuales se tienen que situar los tipos de interés del mercado: una facilidad de crédito, que indica el tipo de interés al que el SEBC está dispuesto a prestar a las instituciones financieras, con la garantía de un colateral; y una facilidad de depósito, a la que el BCE toma el exceso de liquidez que puedan tener aquellos. Ambos son tipos a un día y su separación fue al principio más amplia, siendo en la actualidad de dos puntos porcentuales. Al finalizar el año 2000, dichos tipos son respectivamente, el 5,75% y 3,75%. Dentro de esos márgenes, el tipo de interés lo determina el mercado, con la participación muy destacada del SEBC, principalmente a través de operaciones regulares de mercado abierto, realizando dos subastas mediante las cuales inyecta liquidez: una semanal y otra mensual, con vencimientos, respectivamente, a las dos semanas y a los tres meses. El sistema utilizado para la asignación de ambas ha estado influido, como todo el sistema, por la política previa del Bundesbank. La subasta semanal se pretende que tenga una función indicativa del nivel de tipo de interés que las autoridades consideran deseable. Para ello, durante el año y medio inicial, aproximadamente, el BCE establecía el tipo de interés al que iba a producirse la asignación de fondos, prorrateando la cantidad a asignar entre los peticionarios en proporción a lo solicitado. La subasta mensual mediante la cual se inyectan montos más limitados, se ha realizado en todo momento por un sistema de subasta americana, recibiendo los ganadores el monto licitado a los tipos por ellos ofrecidos. Todas las operaciones están respaldadas por títulos que sirven de garantía colateral, evitándose así que el SEBC incurra en riesgos crediticios.

El sistema de subasta semanal no competitiva ha sido objeto de numerosas críticas. Encuentra su origen en la práctica seguida por el Bundesbank de forma continuada desde 1996 y alternada, antes, con subastas a tipo variable. Es un sistema no competitivo en cuyo favor sus defensores aducen que sirve para dar al mercado la tónica sobre el nivel deseable de tipos de interés. Sin embargo, su continuidad llegó a ser reconsiderada en Alemania en la segunda mitad de 1997, ante una situación de incipiente calentamiento de la economía y tendencia a la depreciación del tipo de cambio. Finalmente, se mantuvieron las licitaciones a tipo fijo, elevando el tipo de interés. El sistema ha resultado todavía menos adecuado en el contexto europeo, al representar las asignaciones una fracción muy pequeña de lo solicitado

(en la última época, alrededor de un uno por ciento). Así, los bancos de países que disponían de gran cantidad de instrumentos utilizables como colateral podían obtener mayores asignaciones en las subastas, teniendo los bancos de países en situación contraria que obtener parte de la liquidez posteriormente en el mercado, en algunos casos en proporciones muy elevadas. Quienes defendían el sistema solían argumentar que el diferencial no era elevado (1 o 2 puntos básicos), pero ello no justifica el hecho; menos todavía teniendo en cuenta que tal diferencial se elevaba considerablemente ante tensiones de liquidez y expectativas de subidas de los tipos de interés. Era un sistema rígido, que hacía depender la liquidez de la disponibilidad de colateral y no de lo que necesitaban las entidades. Los bancos españoles e irlandeses fueron los principales perjudicados y los bancos de Francia, Bélgica y Países Bajos, los más beneficiados. En junio del 2.000 dicho sistema cambió pasándose a una subasta competitiva para la que el BCE fija un tipo mínimo y facilita de antemano una idea de la cuantía a atribuir.

El Consejo de Gobierno también ha establecido un coeficiente de caja de un 2%, retribuido, que no será objeto de modificación salvo en situaciones excepcionales. También se ha establecido la posibilidad de utilizar otros tipos de operaciones de ajuste (*fine-tuning*) y estructurales, que no parece vayan a constituir mecanismos habituales de intervención. Las operaciones de ajuste podrían ser tanto de inyección como de drenaje de fondos; se realizarían no sólo mediante operaciones con colateral sino también mediante compras o ventas de valores a vencimiento. Este último sistema podría también ser seguido en las operaciones estructurales, que pueden tener lugar cuando se pretenda un cambio más permanente en el nivel de liquidez, al estimar que existe un desajuste de carácter prolongado.

Para conseguir el objetivo pretendido de la estabilidad monetaria, el Consejo de Gobierno ha seguido la opción de combinar una doble estrategia que tiene en cuenta la evolución de un agregado monetario ( $M_3$ ) y el seguimiento de una serie de indicadores económicos como sistema de evaluar la evolución futura de los precios. Son lo que se ha denominado los dos pilares de la política monetaria. El primero es el tradicionalmente seguido por el Bundesbank, que establecía un campo de variación dentro del cual se tenía que mover la  $M_3$ . El BCE sólo ha establecido un valor de referencia del 4.5%, meramente indicativo del crecimiento deseable, sin establecer límites precisos. Durante el tiempo transcurrido, el crecimiento de la  $M_3$  ha sido superior al 5%, lo cual no impidió que se produjera una bajada de 0.5% de los tipos de interés en el mes de abril de 1999. Las autoridades del BCE han mencionado que la desviación respecto a la cifra indicativa se utiliza como un avisador de la existencia de un riesgo inflacionista potencial, pero tiene que ser interpretado según los datos disponibles sobre la evolución futura de los precios, es decir, el segundo pilar.

Las discusiones preparatorias para la creación del BCE que tuvieron lugar en el Instituto Monetario Europeo pusieron de manifiesto las posturas contrapuestas entre quienes preferían un objetivo monetario y los que se inclinaban por un objetivo directo de inflación. Al primero se le atribuían ventajas derivadas no sólo de la continuidad de la estrategia aplicada por Alemania, sino también del empleo de una variable fácil de interpretar y bajo el control del SEBC; por el contrario, sus oponentes señalaban la incertidumbre sobre la estabilidad de la demanda de dinero en la zona euro. Además, puede argumentarse que no está claro en qué medida el propio Bundesbank ha considerado la  $M_3$  como un buen indicador de la inflación. Esto podría inferirse del hecho de que, entre 1975 y 1995, no se consiguiese alcanzar el objetivo monetario en un cincuenta por ciento de los casos y que la mayor parte de tales incumplimientos fueran voluntarios. Como se ha señalado, lo que la continuidad con el Bundesbank permitiría suponer es la separación frecuente del valor objetivo, sin que se produzca una actuación para corregir tal desviación. Algo que parece conciliarse bien con lo sucedido durante la primera época del BCE.

A la vista de la experiencia anterior, parece sorprendente que el BCE haya puesto tal empeño en mantener el objetivo monetario como elemento de referencia, aunque no se sabe con qué importancia real, al no haberse clarificado tampoco cómo se evalúa la tendencia previsible de los precios: es decir, el segundo pilar. Se sabe que tiene en cuenta un conjunto de datos procedentes de organismos internacionales, autoridades de otros países y agentes económicos que participan en los mercados. Todas esas informaciones, junto con sus propios datos, le permiten hacer su propia evaluación sobre la inflación futura. Desde noviembre de 2000, el BCE publica los datos preparados por sus servicios, que sirven de apoyo a las decisiones tomadas por el Consejo. Todo parece indicar que al segundo pilar se le da un peso considerable, pero la existencia de los dos pilares y la indeterminación sobre su valoración, probablemente ha contribuido mucho a la falta de transparencia generalmente atribuida al BCE.

Las decisiones tomadas por el BCE han sido orientadas a sucesivas subidas de los tipos de interés, principalmente dentro del año 2000. La única actuación de signo contrario se realizó en abril de 1999, cuando el BCE decidió una bajada de los tipos de interés. Esta decisión se basó en una interpretación muy cuestionada de los datos económicos entonces disponibles, pese a que ya apuntaba la tendencia coyuntural alcista que se confirmó en meses posteriores. Esta subida periclitó indeseable desde el punto de vista de los principales países periféricos de la UME, particularmente de España. Además, introdujo un factor expansivo cuyo efecto sólo iba a producirse bastantes meses después, cuando fuera innecesario, dado el retraso que normalmente se produce desde la adopción de las medidas de política monetaria hasta que éstas ejercen su efecto pleno.

### 3. La evolución de tipos de cambio

El Tratado de Maastricht dejó claramente establecida la atribución de la política monetaria al BCE; las atribuciones en materia cambiaria no son tan claras. La política cambiaria corresponde al Consejo de Ministros que podrá acordar, por unanimidad, el establecimiento de acuerdos que fijen el tipo de cambio del euro en relación con el de otros países; esos acuerdos con otros países podrán ser adoptados a propuesta del BCE o de la Comisión, previa consulta al BCE. Como se puede observar, un conjunto de circunstancias que hacen muy difícil un acuerdo, hoy impensable. Hay que decir, sin embargo, que a principios de 1999 hubo ya alguna sugerencia hecha por un ministro francés para la adopción de un sistema de zonas objetivo para el euro, que, aparentemente, pareció ser apoyada por el entonces ministro alemán Lafontaine.

Mientras siga existiendo flotación, - otra alternativa parece hoy imprevisible- la política cambiaria resulta una consecuencia de la política monetaria desarrollada por el BCE. En estas condiciones, lo único que puede hacer el Consejo de Ministros es "formular orientaciones generales para la política de tipos de cambio" que se adoptarán por mayoría cualificada, en base a una recomendación de la Comisión y sin perjuicio del objetivo fundamental de la estabilidad monetaria atribuido al SEBC. Se contempla, por tanto, la posibilidad de una confrontación entre los tipos de cambio resultantes de la aplicación de la política monetaria y la política cambiaria deseable. Sin embargo, el Consejo Europeo tomó la decisión en diciembre de 1997, de limitar esta formulación de orientaciones a casos auténticamente excepcionales, respetando la independencia del SEBC. En todo caso, este aspecto abre la posibilidad de conflictos potenciales, aunque el Tratado deja bien claro que las orientaciones generales "se entenderán sin perjuicio del objetivo fundamental del SEBC de mantener la estabilidad de precios".

Durante el primer año de existencia de la UME ya aparecieron algunos amagos de discrepancias, aunque no fueron discrepancias propiamente dichas, que sólo pueden producirse por decisiones del Consejo. Ya antes del establecimiento de la UME, a fines de 1998, diversas declaraciones de políticos franceses llamaban la atención sobre la necesidad de evitar una fuerte apreciación del euro respecto al dólar, que muchos esperaban que se produjese a partir de 1999. Esta apreciación que se hubiese sumado a la que se produjo en la segunda mitad de 1998 era considerada inconveniente para unas economías, como las de Francia, Alemania e Italia, que todavía no habían alcanzado coyunturalmente el nivel deseable y para las cuales mantener firme la demanda exterior parecía vital.

Los temores expresados anteriormente no correspondieron a la realidad. Por el contrario, en 1999, el valor del euro respecto al dólar cayó desde un nivel aproximado de 1'18 dólares por euro, como punto de partida a las proximidades de

la relación 1/1, superada hacia abajo en momentos aislados. Dicha caída ya comenzó a originar críticas al BCE, que se han reforzado en el año 2.000 al prolongarse y agudizarse dicha caída hasta alcanzar los niveles próximos a 0,84 dólares por euro en la actualidad (mediados de octubre de 2000).

Las críticas se basaron, desde el principio, en identificar la debilidad del euro con una falta de credibilidad del BCE. Una equiparación que carece de sentido y muestra que, a veces, hay una inercia en las formas de pensar de manera que estas pueden no corresponder a las nuevas realidades. El nivel del tipo de cambio era muy relevante para cualquiera de los países europeos, especialmente para los más pequeños y abiertos. Incluso Alemania lo tenía en cuenta al elaborar su política, en parte por su influencia directa en el país y también por las distorsiones que la cotización dólar/marco originaban en la relación cambiaria entre el marco y otras monedas europeas. Sin embargo, la zona euro es un área monetaria relativamente cerrada (su apertura en términos de PIB no es muy superior a la de Estados Unidos) y lo lógico es que siga una política del "benign neglect", similar a la adoptada normalmente en ese país. Las declaraciones realizadas por los directivos del BCE parecen orientarse en este sentido. El vicepresidente del BCE ha señalado, específicamente, que "el tipo de cambio es una importante variable para el SEBC al ser uno de los determinantes de las perspectivas de estabilidad de precios"(Noyer, 1999). Se tiene, pues, en cuenta al elaborar la política monetaria, pero no como un objetivo en sí mismo, sino solamente en cuanto pueda influir sobre la estabilidad. Esta parece una actitud lógica pero no ha sido la más habitual entre los comentaristas económicos; incluso los dirigentes del BCE parecen haber dado muestras de nerviosismo cuando la cotización euro/dólar se ha acercado o ha caído por debajo de ciertas cifras que parecían servir de referencia (la relación 1/1, primero, y 0,84, después). En muchos momentos, la preocupación por la caída del euro ha estado más influida por el simbolismo de la caída, que por sus consecuencias económicas.

En todo caso, la continuidad de la caída del euro en el año 2.000, unida al efecto de la subida de precio del petróleo, ha originado una situación nueva y más preocupante. Ambos factores, combinados, pueden producir un efecto apreciable sobre la estabilidad monetaria, especialmente si los agentes económicos se resisten a aceptar las consecuencias sobre su nivel de bienestar. Las estimaciones de la OCDE, dentro del modelo Interlink, estiman que un aumento de diez dólares en el precio del petróleo- a partir de los 24 dólares por barril utilizados como punto de partida- incrementa la inflación en un 0,6% en el primer año y en un 1.1%, en el segundo. Pero esto es en condiciones ideales, es decir, sin reacción de los agentes económicos, incluido el Estado, tratando de ganar posiciones relativas. Algo que está ocurriendo y que trae a la memoria la primera crisis del petróleo. Por otra parte, cada devaluación del 5% del euro, se calcula que aumenta la inflación un 0,3 por ciento durante el primer año y un 0,4 por ciento durante el segundo.

Esta situación ha llevado a una actuación que, sólo hace meses, hubiera sido imprevisible: la intervención en el mercado de cambios. Dichas intervenciones no representan una situación nueva en el sistema monetario internacional, pero su protagonismo ha sido mcnguante dentro de los instrumentos utilizados por las autoridades monetarias. En el sistema de Bretton Woods, tales intervenciones formaban parte de las políticas que los países- salvo los Estados Unidos- podían tener que adoptar, ya que tenían la obligación de mantener sus tipos de cambio dentro de un estrecho margen en torno a su paridad. A partir de los años setenta, tal obligación desapareció, pero la intervenciones siguieron existiendo y, al menos al principio, aumentaron en frecuencia e intensidad. Por ello se habló de "flotación sucia", una flotación en que el nivel del tipo de cambio estaba afectado por la intervención de las autoridades siempre que las oscilaciones del mercado eran consideradas demasiado bruscas o se estimaba que alejaban el tipo de cambio de lo que las autoridades consideraban como deseables. Los Estados Unidos fueron el país menos interventor; de aquí que se hablara de una "benign neglect" en su actuación. Pero también lo hicieron ocasionalmente, como cuando la caída del dólar se aceleró en la última parte de 1978. Mucho más frecuentes e importantes fueron en esa época las intervenciones, tanto en los países europeos como en los principales, de otros continentes, como Japón.

La situación cambió en la década de los ochenta. Tanto las autoridades como los economistas comenzaron a cuestionar la efectividad de la intervención en un mundo cada vez más globalizado financieramente. En Estados Unidos, la primera administración Reagan fue claramente contraria a ella y las intervenciones desaparecieron hasta 1985. Entre los países europeos, el desarrollo de los mercados financieros y su creciente interrelación hicieron que las intervenciones en los mercados de cambio de los principales países dejaran de ser algo habitual, apareciendo sólo ocasionalmente, respondiendo a situaciones concretas. Con mercados financieros crecientemente globalizados, pequeñas modificaciones de los tipos de interés de los países industriales originaban salidas o entradas de fondos que parecían reemplazar con ventaja a las intervenciones en el mercado de cambios.

La prolongada y fuerte apreciación del dólar en 1980-85 iba a cambiar esa situación con gran publicidad: el Acuerdo del Plaza de 1985 determinaría la formalización de intervenciones conjuntas- acordadas por los principales países- en los mercados de cambio. Después de un periodo sin intervenciones, la rápida caída del valor del dólar llevó a que, a principios de 1987, se acordara una nueva intervención conjunta para frenar dicha caída (Acuerdo del Louvre). Posteriormente hubo otras intervenciones, unas veces conjuntas y otras individuales, tanto a finales de los años ochenta como en la primera parte de los noventa. En la segunda mitad de dicha década, sin embargo las intervenciones en los mercados de cambios de las principales monedas desaparecieron, salvo dos intervenciones japonesas de signo



contrario, en junio de 1998 (compra de yenes) y enero de 1999 (venta). La intervención en el mercado del euro ha significado otra ruptura en la política no intervencionista reciente.

Esta evolución desigual en materia de intervención en los mercados de cambios, refleja las disparidades existentes entre los economistas respecto a la eficacia de tal tipo de actuaciones. No es aquí el momento de entrar en una consideración de este debate, al que se han hecho considerables aportaciones en los últimos años. Digamos como resumen- que entre los economistas existe un escepticismo bastante extendido sobre la eficacia de la intervención en un mundo financiero crecientemente globalizado. Ese escepticismo ha llegado a ejercer una clara influencia en los bancos centrales y autoridades monetarias de los principales países. Sin embargo, también hay un grupo destacado de economistas que consideran que la intervención puede resultar eficaz, sobre todo por su impacto en los mercados como señal de una toma de posición de las autoridades. Siempre dentro de un simplismo, sin duda excesivo, podríamos decir que la intervención, para ser eficaz, tiene que determinar un cambio en las expectativas de los agentes económicos y que para ello tiene que ser creíble- es decir, no sirve para enfrentarse a desequilibrios fundamentales de la economía- y suficientemente firme y decidida. Las intervenciones conjuntas pueden ser mucho más eficaces que las individuales, pero sólo si los agentes económicos perciben que hay un auténtico respaldo a su realización. No basta con declaraciones ni tampoco con alguna intervención esporádica realizada sin convicción.

Se ha señalado que las condiciones en que se produjo la intervención que siguió al Acuerdo del Plaza, guardan cierto paralelismo con las existentes actualmente: apreciación del dólar durante un largo período previo y fuerte déficit de la balanza corriente de los Estados Unidos. Pero aquí acaban los paralelismos<sup>1</sup>.

La apreciación del dólar durante 1980-85 respondía, sobre todo, al "policy mix" aplicado durante el primer mandato Reagan: fuerte déficit fiscal y política monetaria muy restrictiva. El resultado fue una apreciación muy fuerte del dólar que llevó a creciente dificultades competitivas en el sector de bienes objeto de comercio exterior. Las peticiones proteccionistas de los principales sectores industriales no sólo preocuparon al gobierno de Estados Unidos, sino también a los de otros países, que estuvieron muy bien dispuestos para apoyar, mediante intervención, una caída del dólar que podía desactivar o suavizar las presiones proteccionistas.

---

<sup>1</sup> El autor agradece haber podido disponer de un trabajo pendiente de publicación de Joaquín Zamorano que, señalaba los paralelismos y diferencias entre los Acuerdos del Plaza y la actual situación. Lo expuesto en la parte final constituye una visión personal y muy parcial de algunos de los razonamientos allí empleados.

En octubre de 2000, la situación era distinta. A diferencia de lo que ocurría a principios de los ochenta, en octubre pasado la economía de los Estados Unidos estaba todavía en una fuerte senda de crecimiento, seguida de forma continuada desde hace varios años, sin inflación ni desempleo (el tipo de cambio dólar/euro parece especialmente sensible a los anuncios periódicos que permiten establecer la diferencia entre el ritmo de crecimiento de Estados Unidos y el de la zona euro). No existían tensiones laborales, probablemente paliadas por la asimilación de cifras de emigración relativamente altas. No existía déficit público y se había reducido notablemente el servicio de la deuda. Y aunque el déficit de la balanza corriente era extraordinariamente elevado, no parecía motivado por un exceso de gasto en bienes de consumo, sino por un nivel elevado de inversión que ha encontrado financiación adecuada en el exterior.

Los factores cíclicos parecían jugar a favor de Estados Unidos. También había aspectos estructurales que podían influir en el mismo sentido, como la lentitud con que se estaban produciendo las reformas necesarias en Europa: pese a que la mejora coyuntural iba camino de originar un equilibrio presupuestario, la disminución del gasto público respecto al PIB, estaba siendo reducida y muy lenta; el empleo público y la carga impositiva en relación al PIB, seguían siendo mucho más elevados que en Estados Unidos; además, la existencia de bolsas de dinero negro y sus problemas ante el canje del 2.002, probablemente motivan una elevada colocación en el extranjero, en dólares.

Estas son algunas de las razones que se pueden argumentar para justificar la caída del euro. Naturalmente que también existen otras en sentido contrario, como la forma de calcular el PIB de los sectores de la "nueva economía" de los Estados Unidos, que atribuye una parte del crecimiento de su valor, a mejoras cualitativas de los equipos en vez de a un crecimiento de sus precios, fórmula contraria a la empleada por países europeos. Además, aunque es indudable que el crecimiento de la productividad y la flexibilidad de la economía europea han sido claramente inferiores respecto a los de Estados Unidos durante buena parte de los noventa, se señala que en los últimos años ha habido cambios notorios que han aumentado la flexibilidad laboral europea y que hay reformas muy importantes en curso, como la disminución de gravámenes fiscales aprobada por Alemania en julio, que probablemente tendrá en efecto en la política de otros países.

Ante esta situación relativamente incierta, y habida cuenta de las dudas existentes sobre la eficacia de las intervenciones, la posición muy cauta del BCE sobre la intervención en el mercado de cambios parecía justificada. Sin embargo, la presión de la opinión pública sobre los gobiernos y, probablemente también, la preocupación por las presiones inflacionistas que podrían derivarse de la confluencia de la subida del petróleo y la devaluación del tipo de cambio, han motivado finalmente las intervenciones en el mercado de cambios.

La práctica de dichas intervenciones parece apuntar que son mejores las realizadas en forma concertada por las principales monedas que las individuales; también que las intervenciones tienen que ser realizadas con convicción y de forma decidida por aquellos que intervienen. Las primeras intervenciones del euro se han ajustado poco a esos principios. Primero se produjo una venta de dólares contra euros que los mercados interpretaron lógicamente como intervención, pero que el BCE trató de camuflar como una conversión en euros de los rendimientos en monedas extranjeras derivadas de las reservas; algo bastante grotesco. Poco después, sí tenía lugar una intervención aparentemente acordada con otros países y su efecto fue meramente episódico. El mercado suponía una escasa implicación de los Estados Unidos, teniendo este país unas elecciones muy próximas y nula preocupación por la posible sobrevaluación del dólar (al contrario de lo que sucedía en 1985). Por otra parte, tampoco parecía muy grande la convicción con la que el BCE afrontó tal intervención, ni era seguro que se pudiese contar con su continuidad, en caso de que resultase necesaria.

Esta es la historia, no brillante, de la actuación en materia cambiaria. Las conclusiones que se pueden sacar son dos: Por una parte las intervenciones pueden ser convenientes en momentos puntuales pero, caso de realizarse, tienen que hacerse con convicción y sin vacilaciones. Un arte difícil.

Efectiva o no la intervención, el final del año ha estado caracterizado por una notable recuperación del euro, respondiendo a la confirmación y profundización de la caída coyuntural en Estados Unidos que se apuntaba desde los datos publicados en el verano. Una vez más se ha puesto de relieve la sensibilidad que tiene la evolución del tipo de cambio dólar/euro a las diferencias en los ritmos de crecimiento de ambas economías. La rapidez de la recuperación experimentada parece apoyar, por otra parte, la posición de los dirigentes del BCE, que habían calificado de excesiva la caída experimentada por el valor del euro hasta octubre de 2000.

