

És viable l'euro? Reflexions sobre les primeres passes de la Unió Monetària

Joan Elias

Abstract

The euro constitutes a complex and risky project. There are no precedents for the set up of a single currency for a group of politically diverse States structured solely by the bonds of a supranational integration process. Yet, it is a project long matured, born in the Sixties and that on 1/1/99 became a fact. During these two first years of life the euro has become the monetary unit of eleven out of the fifteen member States of the European Union. In this document some relevant aspects of the single currency are reviewed in the light of the experience of this first period: the strategy of the monetary policy, the performance of the European Central Bank and the exchange rate.

Introducció

El primer de gener de 1999, onze estats membres de la Unió Europea van adoptar l'euro com a moneda de curs legal, en substitució de les unitats monetàries nacionals que fins aleshores havien mantingut. Alemanya, França, Itàlia, Espanya, Holanda, Bèlgica, Àustria, Portugal, Finlàndia, Irlanda i Luxemburg accediren a la tercera i definitiva fase de la Unió Econòmica i Monetària (UEM), tal com el Tractat constitutiu de la Comunitat Europea (TCE) la defineix després de la reforma introduïda pel Tractat de la Unió Europea. Quedaren fora, o en la condició d'Estats membres "acollits a una excepció" segons la decisió del Consell de Ministres de principis de maig de 1999, Suècia i Grècia, per no complir amb els requisits de pas a la tercera fase, per bé que Grècia s'hi incorporarà el primer de gener de 2001, un cop superat l'examen de convergència. Així mateix, el Regne Unit feu ús de la clàusula d'excepció i Dinamarca no modificà la decisió de quedar-se fora de la moneda única que fou recollida al Tractat en la seva redacció definitiva.

L'UEM constitueix un projecte complex i agosarat. No hi ha precedents de creació d'una moneda única a partir d'una realitat política diversa que únicament està cohesionada pels lligams d'un procés d'integració supranacional. Per tant, representa un experiment apassionant, des del punt de vista de l'economia monetària, i transcendental, vist des de la perspectiva històrica de l'Europa de després de la Segona Guerra Mundial. Certament, no es tracta d'un pas improvisat, ja que el terme UEM es començà a fer servir a finals dels anys seixanta; al llarg dels setanta es va posar en marxa un intent d'arribar a una UEM que als vuitanta confluï en la creació del Sistema Monetari Europeu. La crisi monetària de principis dels anys noranta posà de manifest la dificultat de mantenir acords monetaris d'abast limitat en temps d'instabilitat. La crisi monetària va palesar els problemes d'arribar a una autèntica unió monetària, però al mateix temps va fer aquesta més desitjable a fi d'evitar la distorsió que per al mercat únic representaven les oscil·lacions de les monedes.

Però per més que un experiment amb tantes incerteses com el de la moneda única es prepari amb el màxim de detall, és inevitable que a l'hora de la veritat la realitat doni més d'una sorpresa. En aquest sentit, el text següent pretén revisar alguns aspectes rellevants dels dos anys transcorreguts des del llançament de la moneda única. En primer lloc, s'analitza com l'euro ha esdevingut la moneda nacional comuna a les onze economies que hi participen. A continuació, s'examina el valor extern de l'euro al llarg d'aquest període, és a dir, el tipus de canvi. Finalment, es presenten algunes reflexions que suggereix l'anàlisi anterior.

L'euro com a moneda nacional

El trànsit a la moneda única s'ha efectuat sense entrebancs des del punt de vista legal. Dos reglaments del Consell²⁶ concretaren l'estatut jurídic de l'euro. Les respectives disposicions nacionals adaptaren els ordenaments jurídics propis per a acollir la nova unitat monetària com un canvi de denominació respecte a l'anterior. L'euro, per tant, és ara l'única moneda nacional dels esmentats onze països, que pel fet de compartir-la esdevé la moneda única europea. Les antigues unitats monetàries segueixen utilitzant-se durant l'actual període transitori però com una mera subdivisió no decimal de la unitat monetària pròpia, és a dir, de l'euro. L'equivalència entre l'euro i les antigues unitats monetàries nacionals és un tipus de conversió fix que adoptà el Consell el 31 de desembre de 1998. Així es garanteix la continuïtat de l'aplicació del dret monetari dels Estats membres participants, sense trencaments que poguessin generar importants conflictes.

L'establiment d'un període transitori de tres anys, durant el qual l'euro encara no circula físicament i les antigues unitats monetàries nacionals mantenen la seva validesa com a referència dels instruments jurídics, ha creat una situació peculiar, en la que la utilització de la moneda única és molt desigual. Al sector financer és on més s'ha estès la utilització de la moneda única, com a conseqüència del fet que la política monetària s'instrumenta en euros, el deute públic es redenominà en euros el primer de gener del 1999 i les cotitzacions borsàries es realitzen en euros. En el cas d'Espanya, a l'empresa la utilització de l'euro és poc intensa, fora d'aquelles empreses de major tamany, més vinculades a grups multinacionals o amb una diversificació significativa en termes de comerç exterior; l'administració pública, per la seva banda, segueix utilitzant pessetes de forma predominant; el ciutadà manté el gruix dels seus dipòsits denominats en pessetes i els contractes nous segueixen utilitzant normalment l'antiga moneda nacional.

Aquesta *transició assossegada* a la moneda única (els tres anys de període transitori) no pot amagar els importants canvis que ja s'han començat a produir al món econòmic. A continuació s'intentarà passar revista a aquests canvis, focalitzant l'anàlisi en la política monetària. No cal dir que el curt període de temps de vigència de la moneda única limita l'abast i la profunditat de l'estudi, al temps que obliga a mantenir una nota de provisionalitat en qualsevol mena de conclusió.

26. Reglament (CE) 1103/97 del Consell, de 17 de juny de 1997, sobre determinades disposicions relatives a la introducció de l'euro, i Reglament (CE) 974/98 del Consell, de 3 de maig, sobre la introducció de l'euro.

A finals de 1998, el Consell de Govern del Banc Central Europeu (BCE) va fer pública la seva estratègia de política monetària a partir de tres elements²⁷. En primer lloc, va quantificar l'objectiu prioritari de l'Eurosistema²⁸, és a dir, l'estabilitat de preus²⁹. L'estabilitat es definí com una taxa de creixement interanual de l'índex de preus de consum harmonitzat entre el 0% i al des-sota del 2%, afegint que es tracta d'una referència a mig termini. Els altres dos elements són els dos *pilars* que permeten assolir l'estabilitat de preus: un objectiu de creixement d'una magnitud monetària de referència i un conjunt ampli d'indicadors que permetin avaluar els riscos futurs sobre l'estabilitat de preus.

Aquesta estratègia ha estat objecte de crítica, tant per la seva formulació en si com perquè, a voltes, ha estat mal entesa o mal explicada. L'estratègia de política monetària de qualsevol banc central pot ser objecte de polèmica, en la mesura en que no hi ha un cos doctrinal únic que defineixi de forma definitiva els plantejaments encertats, les realitats monetàries i financeres a les quals ha de respondre són diferents i també divergeixen els objectius que es fixen per a la política monetària. Les decisions del BCE es fonamenten principalment en els treballs desenvolupats pel Comitè de Governadors de Bancs Centrals de la Comunitat Europea, primer, per l'Institut Monetari Europeu, més endavant, i pel SEBC³⁰, finalment, i estan força influïdes pel model del Bundesbank, en un intent de transferir la reputació antiinflacionista i la credibilitat del banc central alemany a la nova autoritat monetària.

Un primer element qüestionable del plantejament estratègic de l'Eurosistema és la pròpia definició de l'estabilitat de preus exigida pel TCE. La quantificació d'aquesta estabilitat és una decisió pròpia del SEBC, ja que el TCE no estableix cap xifra en concret ni exigeix que es prengui una decisió d'aquest caire. De fet, no és habitual quantificar el que hom entén per estabilitat de preus: ni la Reserva Federal d'Estats Units ni el Banc de Japó han definit un objectiu d'aquest caire. A més, hi ha problemes analítics associats a l'estimació de la taxa d'inflació admissible dins d'un esquema d'estabilitat de preus: una inflació negativa trenca aquesta estabilitat³¹? Per què un augment superior al 2% ha de ser indesitjable quan coneixem períodes en què això ha succeït i no es pot parlar de problemes d'inflació³²? En tercer lloc, és discutible l'índex triat pel BCE per a 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 de copsar les tensions inflacionistes de fons, semblaria més adient utilitzar el deflactor del consum privat o fins i tot del producte interior brut, per exemple, ja que són magnituds que recullen un retrat molt més ampli de l'evolució dels preus i no pateixen la rigidesa associada a un índex de preus de consum.

27. Veure per exemple European Central Bank (1999a) o Domingo Solans (2000).

28. El terme Eurosistema es refereix al conjunt que formen el BCE i els bancs centrals nacionals dels Estats que han adoptat l'euro.

29. Mantenir l'estabilitat de preus és el mandat exprés que el Tractat CE confereix al Sistema Europeu de Bancs Centrals en l'article 105 (1).

30. Vegeu Viñals (1999) per a una descripció i justificació de l'estratègia del BCE.

31. Des de la perspectiva oficial del BCE, la deflació trenca l'estabilitat de preus, com argumenta Issing (2000).

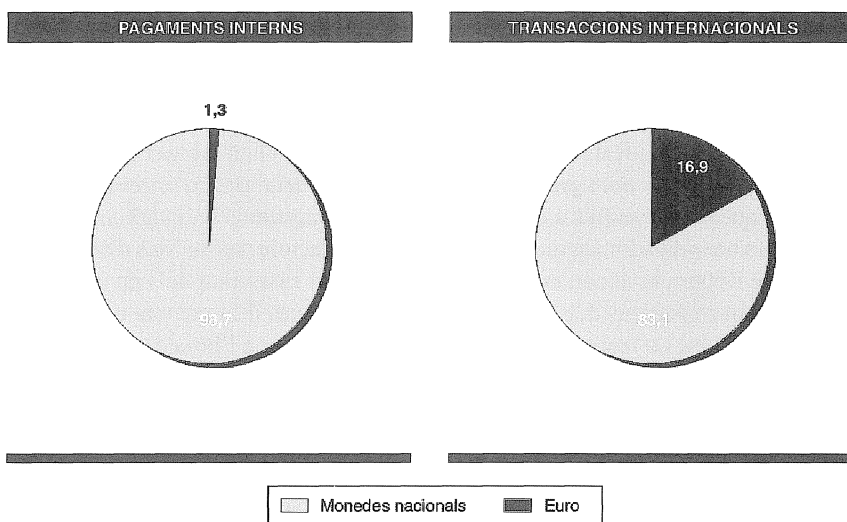
32. Wyplosz (2000) constata que una inflació inferior al 2% ha estat l'excepció, no pas la regla, des de la Segona Guerra Mundial.

Tanmateix, una de les crítiques més freqüents ha estat la resistència a definir un objectiu directe d'inflació³³, que es considera que trenca una tendència general en la que s'inscriuen els bancs centrals del Regne Unit, Nova Zelanda, Canadà, Austràlia o Suècia i que també havia adoptat el Banc d'Espanya en la seva darrera formulació independent de política monetària. L'objectiu directe d'inflació, d'acord amb aquesta crítica, clarifica i fa més transparent la política monetària ja que permet jutjar fàcilment si aquesta compleix o no el dit objectiu. Per contra, l'establiment d'un objectiu de creixement d'un agregat monetari de referència, segons la crítica, no és adequat ja que la tradicional relació que la teoria quantitativa del diner estableix entre el que podríem anomenar la quantitat de diner i la inflació ha estat trencada per la diversificació, sofisticació i desregulació del sistema financer. Des d'aquesta perspectiva, la impossibilitat d'establir una relació estable entre inflació —objectiu darrer— i l'agregat monetari —objectiu intermedi— crea confusió i introdueix un element d'arbitrarietat a la política monetària, tot enterbolint la funció de reacció de l'autoritat monetària. Certament, el BCE, malgrat dotar a l'agregat monetari d'una importància especial —és el primer pilar— no ha ofert una evidència concloent sobre el seu valor com a paràmetre de referència de la situació monetària a l'eurozona³⁴.



UTILITZACIÓ DE L'EURO A L'EMPRESA

% de transaccions



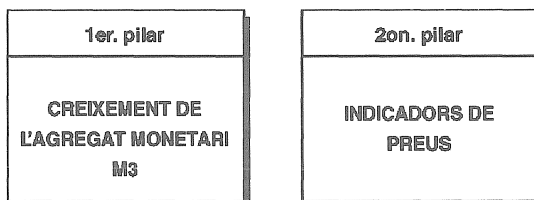
33. Cal no confondre un objectiu directe d'inflació amb la quantificació de l'objectiu d'estabilitat de preus establert al TCE.

34. L'evidència proporcionada per Coenen and Vega (1999), o per Trecroci and Vega (2000), sovint adduïda per les autoritats del BCE, no sembla suficient en aquest sentit.



**ESTRATÈGIA
MONETÀRIA
DEL BCE**

**OBJECTIU:
ESTABILITAT DE PREUS**
($IPC_H < 2\%$)



Per bé que l'esmentada crítica tingui un fonament raonable, cal assenyalar que la utilització d'objectius anuals d'inflació s'ha estès davant la dificultat que presenten altres objectius, però que tampoc representa la solució ideal. A tall d'exemple, noteu que ni la Reserva Federal ni el Banc del Japó, els bancs centrals de les dues grans zones econòmiques del món, no formulen objectius d'inflació. També cal 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, en un moment en què l'obertura al comerç internacional força l'estabilitat dels preus dels productes industrials, mentre que els preus dels serveis pateixen unes taxes d'increment molt superiors i els preus dels actius, financers o reals, ni tan sols es tenen en compte a l'hora d'elaborar els índexs³⁵. Per contra, negligir l'evolució de les magnituds monetàries té el risc de passar per alt el comportament de la liquiditat del sistema monetari i financer, i obrir així la possibilitat de formació de bombolles especulatives. L'especial conjuntura de baixa inflació de la segona meitat de la dècada dels noranta, acompanyada per un fort creixement dels preus dels actius financers, precisament, té molt a veure amb els elements citats i caldrà esperar a tenir una perspectiva més àmplia per a avaluar el paper d'unes polítiques monetàries generoses a l'hora de proporcionar liquiditat al sistema.

El segon pilar de l'estratègia monetària de l'Eurosistema també ha estat objecte de debat. Com s'ha assenyalat més amunt, aquest pilar consisteix en una avaluació de les perspectives

35. Cecchetti, Genberg, Lipsky i Wadhvani (2000) argumenten que incloure els preus dels actius portaria a una política monetària més erràtica.

futures d'inflació en funció d'un conjunt ampli d'indicadors. Aquests inclouen un variat ventall de variables, entre els que destaquen³⁶: els salaris, els tipus de canvi, els preus dels valors de renda fixa y la corba de rendiments, diverses mesures de l'activitat real, indicadors de política fiscal, índexs de preus i de costos i enquestes de consumidors. A més de la seva pròpia anàlisi de les perspectives d'inflació, el BCE avaluarà també les previsions d'inflació elaborades pels organismes internacionals, per les autoritats nacionals i pel sector privat. En definitiva, 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 trobem aquí un nou element d'arbitrarietat que no ajuda a clarificar la política monetària.

L'operativa

Com afirma el Banc de Pagaments Internacionals al seu darrer informe anual³⁷ no hi ha pràcticament antecedents històrics que a un banc central se li encomani de sobte la gestió de la política monetària d'una zona de grans dimensions, subjecta a canvis ràpids i econòmicament diversa. La tasca preparatòria desenvolupada per l'Institut Monetari Europeu ha estat d'importància capdal i ha creat una base d'actuació que ha estat ben aprofitada pel BCE.

La conducció de la política monetària es veu molt condicionada per la precarietat de la base estadística disponible, un element fonamental per a la presa de decisions d'acord amb l'establert pel segon pilar de l'estratègia de l'Eurosistema. Eurostat i BCE s'han esforçat per superar aquest problema, però és evident que en aquest camp l'autoritat monetària europea es troba en inferioritat de condicions enfront d'altres bancs centrals.

Un altre element peculiar del nou banc central és el grau d'independència en què s'adopten les decisions de política monetària, entenent com a tal independència tant la que es defineix respecte als Estats i a les institucions comunitàries com la que es refereix a un hipotètic *biaix nacionalista* dels components dels òrgans de govern. En el primer cas, cal recordar que l'estatut del BCE li atorga un grau d'independència formal molt més elevat del que disfruten altres bancs centrals³⁸. Però el conflicte creat a l'hora del nomenament del Sr. Duisenberg, a la cimera de maig de 1998, per la pretensió de la presidència francesa de reduir el mandat a la meitat i després traspassar-lo al representant francès, va posar en qüestió el grau d'independència real que finalment podrà disfrutar la institució monetària. Algun enfrontament posterior, com el produït entre el ministre alemany de finances Lafontaine per la qüestió dels tipus de canvi a principis de 1999, tampoc va contribuir a reforçar la imatge d'independència. Amb tot, cal dir que més enllà d'aquests fets, no es pot dir que les decisions de política monetària hagin estat influïdes per les autoritats nacionals o comunitàries.

36. European Central Bank (1999a) p. 50.

37. Bank for International Settlements (2000) p. 72.

38 L'Estatut del Sistema Europeu de Bancs Centrals i del Banc Central Europeu, a més de fixar clarament la independència d'aquestes institucions, estableix només obligacions d'informació i designa al Tribunal de Justícia com a únic òrgan que pot revocar el nomenament d'un membre del Comitè Executiu en cas que deixés de reunir el requisits necessaris per a la seva funció o que es provés una falta greu de conducta.



OPERACIONS DE MERCAT OBERT

- Operacions principals de refinançament (subhastes setmanals)
- Operacions de finançament a més llarg termini (subhastes mensuals)
- Operacions d'ajust

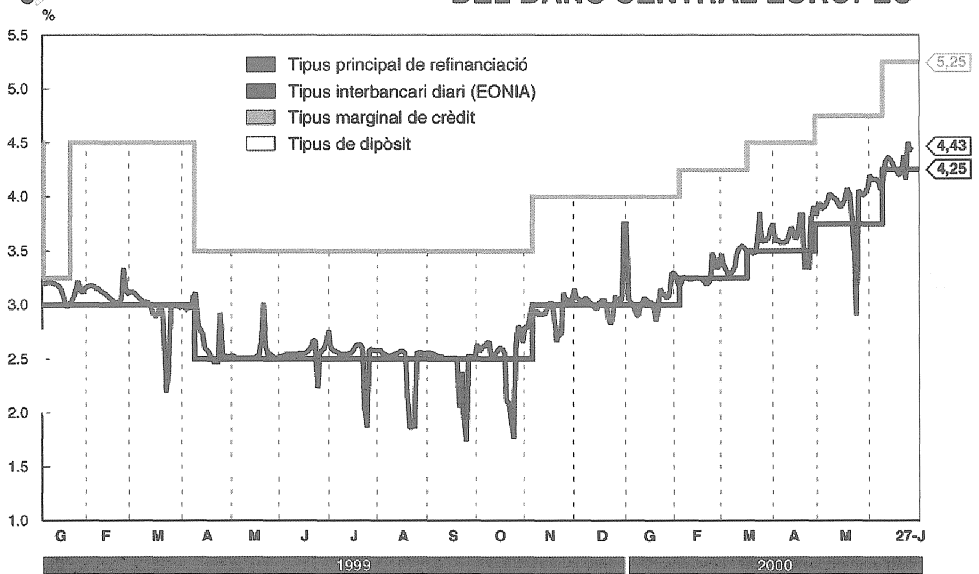
FACILITATS PERMANENTS

- Facilitat marginal de crèdit
- Facilitat de dipòsit

RESERVES MINIMES



TIPUS D'INTERÈS DE REFERÈNCIA DEL BANC CENTRAL EUROPEU



Quant a les possibles influències de l'origen nacional dels membres del Comitè Executiu sobre les decisions adoptades³⁹, sovint s'ha criticat l'excessiu pes que suposadament té la situació econòmica alemanya en l'actuació de l'autoritat monetària⁴⁰. Segons aquestes crítiques, les baixades dels tipus d'interès de referència de la primera part de 1999 respondrien més a la deprimida situació econòmica alemanya que no pas a la enregistrada pel conjunt de la zona euro, on el creixement de les economies perifèriques era en algun cas molt intens i ja es manifestaven algunes senyals d'inflació. Es tracta de polèmiques molt difícils de fonamentar, ja que el marge d'actuació de la política monetària és força ample i no és possible accedir al contingut de les discussions dins del Consell de Govern⁴¹. La opacitat informativa sobre les decisions d'aquest òrgan tampoc permet conèixer el grau de biaix nacionalista que aporten els governadors de l'Eurosistema, que com és sabut aniria en contra de la suposada neutralitat nacional que han d'assumir a l'hora de prendre les decisions de l'eurozona.

Pel que fa al desenvolupament de les operacions de política monetària, cal destacar que l'adaptació de les entitats financeres ha estat ràpida. Durant les primeres setmanes de 1999, el BCE estretí el marge entre les facilitats marginals de crèdit i les de dipòsit. Després d'un període inicial amb elevats recursos a les dites facilitats, l'operativa es normalitzà, en utilitzar-se les subhastes setmanals (operacions principals de finançament) amb tota normalitat, de manera que el recurs a les facilitats marginals declinà. A l'actualitat, les subhastes setmanals canalitzen al voltant del 70% de la liquiditat injectada, mentre que la resta correspon a les subhastes mensuals (operacions de finançament a més llarg termini). El bon funcionament del nou sistema de compensació de pagaments, TARGET, facilità la integració del mercat monetari en euros i ha donat l'adequada fluïdesa a la circulació de la liquiditat entre onze places financeres sovint afectades per situacions de liquiditat heterogènies.

El problema més important que ha plantejat l'operativa del BCE ha estat la inadequació del sistema de subhasta setmanal a tipus fix per a injectar liquiditat a l'Eurosistema. En un principi s'imposà el sistema alemany, que s'ha comprovat que no era apte per una realitat tant diferent com la de l'Eurosistema. La instrumentació de les subhastes a través de pactes de recompra de valors de deute prèviament establerts com a garantia (*col-laterals*) representava una discriminació per als bancs del país amb menor quantitat de col-lateral exigible, la qual cosa els obligà a titularitzar part de les seves carteres⁴². El problema s'agreujava pel fet que la demanda de fons excedia la quantitat que el BCE estava disposat a atorgar, la qual cosa portava a un prorratg. En la fase d'expectatives d'elevació dels tipus d'interès, el temor a quedar-se fora del prorratg obligava a les entitats financeres a demandar una quantitat superior a la requerida, en una espiral que portà a uns percentatges d'adjudicació baixíssims, fins i tot de l'1% de la quantitat sol·licitada. Per resoldre aquesta situació —tot i que l'autoritat monetària no exigia demostrar la possessió

39. El Consell de Govern pren les decisions de política monetària per majoria simple, on els onze governadors dels bancs centrals i els sis membres del Comitè Executiu tenen un vot cadascú. Això significa un vot més dispers que a la Reserva Federal americana, ja que en aquesta el pes de l'equivalent al Comitè Executiu és relativament superior (els set membres del Consell de la Reserva Federal enfront dels cinc presidents dels bancs "regionals").

40. Cal notar que la base d'anàlisi econòmica i monetària que fonamenta les decisions prové de la direcció d'estudis encapçalada per Otmar Issing, el representant alemany dins de l'Executiu.

41. L'Estatut del Sistema Europeu de Bancs centrals estableix que les deliberacions del Consell de Govern són confidencials, sempre i quan aquest òrgan no decideixi fer-les públiques.

42. Veure De la Dehesa (2000).

dels actius mobilitzables que exigien les demandes— el BCE decidí, en la seva reunió del 28 de juny de 2000, que les subhastes setmanals passessin a tipus variables, a més de donar a conèixer en cada ocasió un tipus mínim de licitació que orienti sobre la direcció de la política monetària, a l'estil del que fa la Reserva Federal dels Estats Units.

La credibilitat del SEBC

La prova més concloent de l'èxit d'una política monetària és la credibilitat de la mateixa i de les institucions que la dirigeixen, és a dir, el grau de confiança que creï entre els agents econòmics sobre el compliment dels objectius establerts i sobre l'estabilitat del sistema. En aquest sentit, el SEBC té davant seu una tasca difícil, ja que òbviament la credibilitat és una percepció que se sedimenta al llarg de molt temps i que està exposada constantment a escrutini. La institució monetària europea és producte d'un disseny teòric que pretén heredar les virtuts de l'ortodòxia alemanya però que s'ha d'aplicar a una realitat molt més complexa i molt menys coneguda. El SEBC, a més, és una institució nova, sense experiència contrastada i que encapçala un experiment històric sense precedents. És normal, doncs, que l'abast de els crítiques sigui molt ampli i abarqui gairebé tots els aspectes de l'actuació de l'autoritat monetària europea. Fins i tot en ocasions les crítiques es barregen amb les dirigides a la pròpia creació de la moneda única. D'altra banda, la davallada de l'euro davant les dues altres monedes de referència, el dòlar i el ien japonès, ha enterbolit el judici sobre l'actuació del SEBC de forma un tant injusta, ja que malgrat la indiscutible transcendència de les decisions monetàries sobre el tipus de canvi exterior de la moneda, el fet és que aquesta és una competència del propi Consell de la UE, d'acord amb allò establert al TCE.

Tot superant aquests notables entrebancs, el SEBC s'ha constituït com un autèntic banc central. El BCE, en concret, a partir d'una estructura molt reduïda ha posat en marxa un sistema d'informació i d'investigació d'alta qualitat. La descentralització de l'Eurosistema i el gran pes dels bancs centrals nacionals no ha impedit que el funcionament de la operativa diària hagi estat gairebé perfecte. La col·laboració de les entitats financeres ha estat també total, i hi ha contribuït decisivament.

Sovint el BCE ha estat acusat de manca de transparència. De fet, les exigències de transparència i responsabilitat el BCE les ha complert amb escreix si ens atenim a allò establert al TCE. Així, el BCE fa una conferència de premsa al mes, publica un butlletí mensual en les onze llengües oficials que està disponible immediatament per Internet, el president de la institució intervé trimestralment davant del Parlament Europeu, els membres del Comitè Executiu es prodiguen donant conferències, etc. Però en canvi, el BCE, seguint la tradició del Bundesbank i a diferència del que fan la Reserva Federal, el Banc del Japó o el Banc d'Anglaterra, no facilita les actes de les reunions del Consell, de manera que no és possible conèixer les diferents posicions defensades pels respectius membres ni conèixer de prop com aquests entenen l'aplicació de l'estratègia marcada per la institució.

També se li ha retret al BCE que ocasionalment les declaracions dels responsables de la institució hagin provocat confusió als mercats i, en connexió amb el mateix, que el BCE no doni a conèixer les previsions macroeconòmiques pròpies. Es tracta també d'afers relacionats amb la transparència de l'autoritat monetària europea que en part són producte d'un grau d'escrutini so-



ORGUES DE GOVERN DEL BCE

CONSELL DE GOVERN

COMITE EXECUTIU

Pr: W. Duisenberg
VPr: C. Noyer

Membres: E. Domingo, S. Hämäläinen,
O. Issing, T. Padoa-Schioppa

Governadors dels bancs centrals nacionals de la zona euro

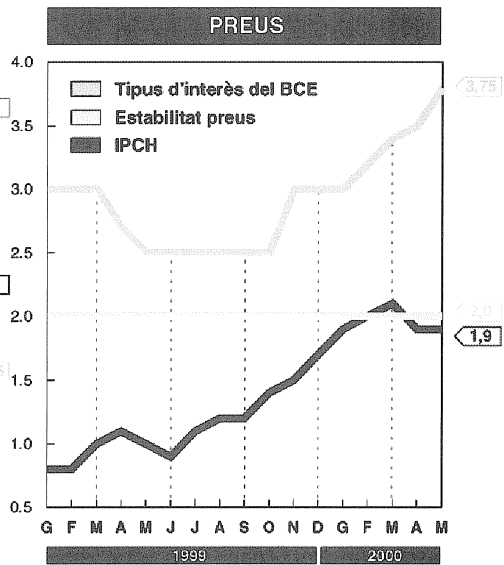
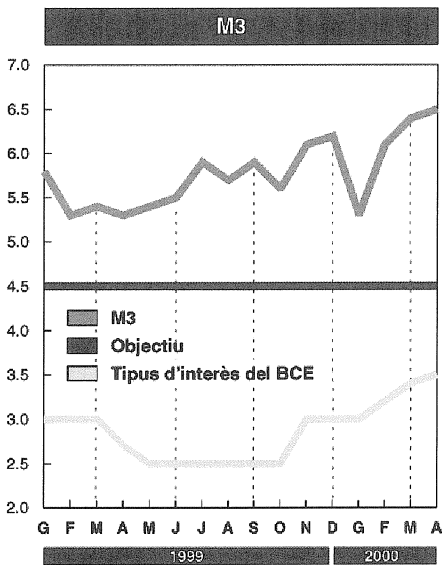
CONSELL GENERAL

Pr., VPr., i governadors de tots dels bancs centrals nacionals de la UE



REFERÈNCIES DE LA POLÍTICA MONETÀRIA DEL BCE

% variació interanual



bre la seva actuació potser exagerat i en part també responen probablement al neguit que provoca el desconeixement dels mecanismes de fons que es mouen en la zona euro. Novament, la devaluació de l'euro ha estat sovint l'origen de les crítiques, per bé que el BCE no sigui el responsable directe de la moneda única i només en el cas que aquesta amenaci l'estabilitat de preus es justifica la seva actuació.

L'acusació de manca de transparència se suma a un disseny de la institució monetària central que la fa quelcom llunyà i tecnocràtic. Tant els membres del Comitè Executiu com els governadors dels bancs centrals són escollits pel Consell de la UE o pels governs, de manera que la representativitat democràtica és absent. L'estatut d'absoluta independència que protegeix l'actuació dels òrgans de govern té com a contrapartida l'allunyament de la opinió pública. El fet que no sigui possible conèixer les posicions defensades pels respectius bancs centrals talla la relació d'aquests envers la realitat socioeconòmica que han de representar. Probablement, els interessos que finalment es posen damunt la taula estan determinats més per les elaboracions de models de laboratori de caire tecnocràtic que per una depuració dels impulsos que es troben a l'economia del dia a dia.

De tota manera, el test decisiu a l'hora de jutjar la tasca del SEBC serà que l'estabilitat de preus imperi a la zona de l'euro. El TCE dissenya un esquema d'UEM dirigit directament al manteniment de l'estabilitat macroeconòmica, de manera que aquí el BCE ha de tenir el suport de l'actuació del Consell de la UE en el marc de la coordinació de polítiques macroeconòmiques. L'euro ha estat llançat en bon moment des d'aquest punt de vista, ja que sobretot al primer any ha gaudit d'un entorn de baixa inflació i de reducció dels dèficits estructurals dels Estats de la zona.

L'avaluació de l'estabilitat de preus, des d'aquest punt de vista, és controvertida. Atenent als principis establerts en l'estratègia de la política monetària, el que primer crida l'atenció és que a partir de juny de 2000 l'IPCH hagi superat la fita del 2% i fins i tot s'hagi acostat al 3%. Podria justificar-se el desviament en la mesura que el BCE definí l'estratègia monetària en el mitjà termini, però no s'ha concretat quin marge de temps abraça aquest concepte. El fet que el desviament de preus estigui causat bàsicament per la puja dels preus dels hidrocarburs pot justificar la posició que ens trobem davant un impacte puntual i que mentre no es percebi que el preu de l'energia no contamina la formació general de preus, no cal actuar de forma contundent. Això obliga a estudiar el comportament dels dos pilars de l'estratègia monetària. Sorprenentment, l'agregat pres com a referència, la M3, mostra una persistent i creixent desviació amb relació a la taxa de creixement objectiu des del moment en què es posà en marxa la moneda única, desviació que no ha estat justificada de manera convincent pel banc central europeu, que ha renovat la taxa de creixement objectiu fixada inicialment en el 4,5%. El segon pilar, que aglutina una àmplia varietat d'indicadors, presenta uns resultats contradictoris, amb determinats índexs de preus creixent a un ritme elevat mentre que indicadors d'activitat apunten a una desacceleració que podria anunciar una desactivació de les possibles tensions inflacionistes.

Valgui l'anterior anàlisi per posar de relleu els problemes que planteja tant l'estratègia de política monetària dissenyada pel SEBC com per la complexitat de l'anàlisi dels esdeveniments de la zona euro i que de ben segur obligaran a replantejar més d'una vegada els principis establerts inicialment.

El valor extern de l'euro

La concepció de la moneda única ha estat subjecta a molt diversos avatars i estats d'ànim. L'optimisme de la segona meitat dels anys vuitanta, que permeté reprendre el projecte d'una UEM, va estar lligat a l'èxit de la posada en marxa del gran mercat interior i a la favorable conjuntura econòmica d'aquells anys. La cimera de Maastricht al desembre de 1991, quan el Consell Europeu aprovà el TUE, semblava obrir un horitzó força positiu tant pel que fa a la UEM com a la integració europea en general, a la que la futura moneda única semblava reforçar de manera definitiva. Però la crisi monetària que aviat es va desfermar, entre la segona meitat de 1992 a mitjan 1993, ensorrà els ànims i de sobte el projecte de la moneda única semblava una utopia producte d'un somni descabellat. La progressiva recuperació del cicle econòmic entre 1994 i 1995 permeté redreçar el timó de la UEM i el projecte de creació d'una moneda única es reprengué amb nous ànims. La mala conjuntura econòmica impedí que es formés un primer grup de països per a endegar la moneda única el 1997 i l'inici s'hagué d'ajornar fins al 1999, data límit fixada pel TCE. Tot i així es va haver de forçar la interpretació dels criteris de convergència, atesa la encara dolenta situació de les finances públiques, de manera que un ampli grup de països inicià la tercera etapa de la UEM en la data esmentada.

La trajectòria decebedora de l'euro

Abans de l'entrada en vigor de l'euro en general es temien els efectes de la seva fortalesa sobre l'economia de l'eurozona. Les raons d'aquesta suposada fortalesa eren fonamentalment dos. Primera, la nova moneda es convertiria en un actiu de reserva internacional, ja que la seva demanda superaria la corresponent a la de les monedes que s'hi incloïen. Això havia de ser així perquè el pes de l'eurozona en el comerç internacional i en termes de producte interior brut estaria proper al del dòlar d'Estats Units, de manera que l'euro provocaria una certa recomposició en les carteres dels actius de molts bancs centrals, augmentaria el seu ús en les transaccions internacionals i es convertiria en referència d'una determinada zona monetària. Fins i tot hom apuntava a un autèntic canvi de poder en la configuració del sistema monetari internacional que donaria lloc a un món bipolar dòlar-euro⁴³.

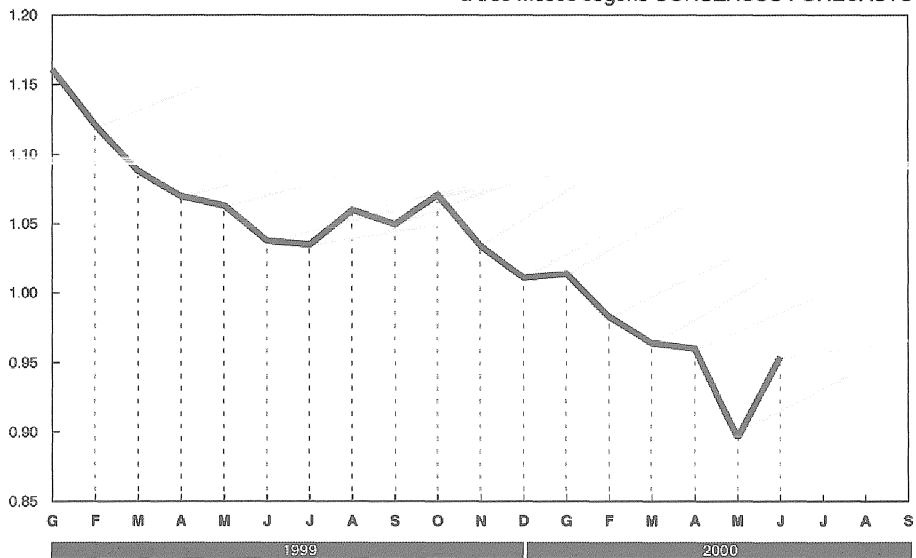
El segon raonament que portava a pensar en una futura fortalesa de la moneda única era la política monetària que s'esperava que el BCE dugués a terme. L'argument era que si el BCE era hereu directe del Bundesbank, el banc central alemany, es podia esperar una política d'estricta ortodòxia que ajudés a desenvolupar el més aviat possible una reputació d'estabilitat per a la nova moneda. També es creia que per guanyar credibilitat i evitar el risc que la moneda única es veiés posada en qüestió en una primera i crítica fase inicial els tipus d'interès de referència que establiria l'autoritat monetària europea serien relativament alts. Cal afegir, finalment, que al llarg de 1998, any previ al de la implantació de l'euro, l'ecu es va mostrar fort als mercats de canvis, apreciand-se respecte a la divisa americana i esvaint així els temors a possibles inestabilitats en la fase prèvia a la fixació definitiva dels tipus de conversió entre l'euro i les monedes nacionals.

43. Vegeu Mundell.



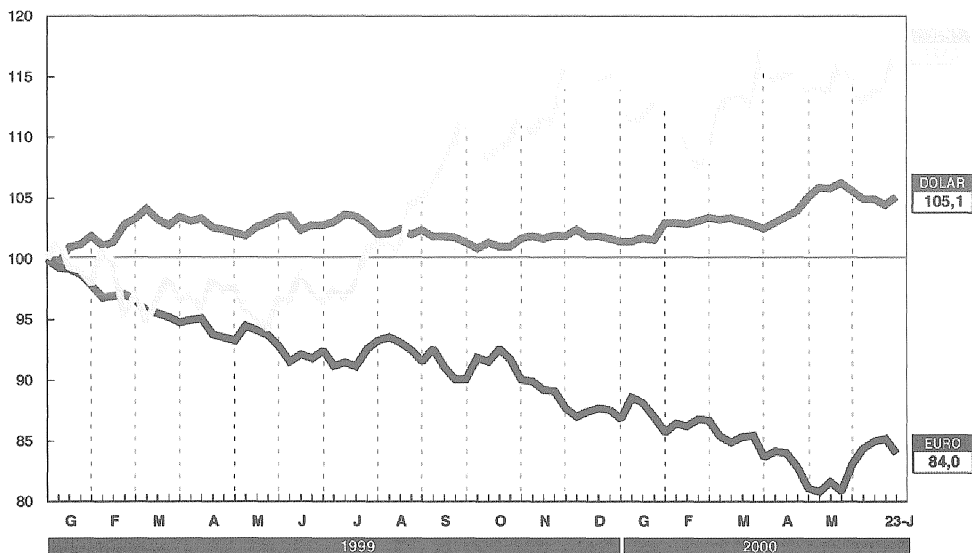
TIPUS DE CANVI EURO-DÒLAR

Mitjanes mensuals dels tipus diaris i previsions a tres mesos segons CONSENSUS FORECASTS



TIPUS DE CANVI EFECTIUS

Base 1-1-1999 = 100



Les estimacions sobre la paritat d'equilibri de l'euro se situaven entre al voltant dels 1,15 dòlars⁴⁴. El canvi finalment fixat, 1,16 dòlars, reflectia la situació del mercat i en general les expectatives apuntaven a la revalorització de la moneda europea als mesos següents. És per això que la davallada que seguí a l'inici de la tercera etapa de la UEM creà primer desconcert, després incredulitat i finalment inquietud respecte al sòl que podia assolir la moneda única. La pèrdua de valor exterior de l'euro fou intensa als primers mesos de 1999. Cap a principis de l'estiu semblava que s'havia arribat a un límit i que era possible començar a recuperar el terreny perdut. Però passat l'estiu el retrocés es va tornar a intensificar acostant-se a la paritat 1:1 amb el dòlar, una frontera que es considerava molt difícil de traspasar. No només se superà l'esmentada paritat sinó que, a més, s'intensificà la caiguda als primers mesos de 2000. Cap als mesos de maig-juny la situació millorà lleument, però novament s'enfortí la tendència baixista fins que cap el final de setembre el BCE decidí intervenir activament als mercats de canvis per a frenar la tendència depreciadora.

Les raons convencionals de la davallada

La justificació de la davallada de l'euro ha motivat un ampli debat sobre, primer, per què van fallar les previsions de fortalesa de la moneda única, segon, per què s'ajornava tant la recuperació i, finalment, per què l'euro s'hauria d'acabar recuperant, un dia o altre.

Sota un règim de flotació del tipus de canvi, és sabut que les monedes poden patir fluctuacions intenses i es poden allunyar notablement durant prolongats períodes de temps de la seva paritat d'equilibri i la seva reputació no ha de quedar malmesa. El dòlar constitueix un bon exemple d'aquesta asseveració. El problema rau en el fet que és difícil avaluar una moneda que en els dos primers anys de la seva existència es devalua prop d'un 25% i de la qual no tenim més que la referència que proporciona l'ecu —moneda cistella que ni de bon tros es pot equiparar a l'euro— o la que puguem desenvolupar a través de la construcció d'una moneda sintètica a partir de la història dels seus components. En qualsevol cas, hi ha un consens general sobre la infravaloració de l'euro respecte al dòlar i també amb relació a altres monedes importants als mercats internacionals de canvis, com el ien japonès o la lliura esterlina.

El sentiment que l'euro està infravalorat es fa patent si es té en compte que al llarg de tot aquest període les expectatives dels mercats es van mantenir positives envers l'euro. Així, la caiguda mes a mes de les cotitzacions no ha afectat a la forta convicció que l'euro aviat s'acabaria recuperant, com ho feien palès les previsions de consens dels analistes sobre la trajectòria esperada de l'euro. El mateix expressa el fet que els tipus d'interès americans s'hagin situat de manera sistemàtica per sobre dels europeus, cosa que per la teoria de la paritat dels tipus d'interès indicaria expectatives de revalorització de l'euro⁴⁵. En el fons, el retrocés de l'euro envers el dòlar i el ien contradiu la major part de les teories que acostumen a explicar les relacions de canvis de les monedes. En el cas de Japó, ja s'ha comentat la seva debilitat conjuntural i estructural. En el cas dels EUA, els riscos que planen sobre el tipus de canvi del dòlar són importants, en la mesura que l'e-

44. Wren-Lewis, S. (1998) aventura fins i tot una paritat de 1,40 dòlars; Bofinger (1999) defensa la necessitat d'establir un sostre a la possible apreciació de l'euro en 1,20 dòlars.

45. Veure BBVA (2000).

conomia americana pateix un dèficit exterior explosiu, que supera les marques històriques recents i que obliga que l'economia funcioni com una gran *aspiradora* de capitals internacionals per a cobrir-lo. Un dèficit que s'origina en la desaparició de l'estalvi familiar i en l'alt endeutament de les empreses privades, elements que acostumen a estar presents en els moments previs a les grans crisis financeres.

Una de les justificacions que ha tingut més èxit per explicar la trajectòria de la moneda europea envers el dòlar ha estat la sistemàtica aparició de notícies que constataven uns millors resultats a l'economia americana dels esperats, en termes de creixement, mentre que a la zona de l'euro passava aproximadament el contrari⁴⁶. Als darrers anys, Estats Units està gaudint de la fase expansiva més llarga des de la segona guerra mundial, amb un elevat increment del producte interior brut, taxa d'atur a mínims històrics i inflació a nivells força baixos. Davant d'això, la zona euro ha tingut un creixement baix, que fins l'any 2000 no ha arrencat amb força, manté uns nivells d'atur alts —per bé que a la baixa— i mostra un dinamisme força més templat que l'americà. Com a conseqüència de l'anterior, els beneficis empresarials i els tipus d'interès són més elevats als Estats Units, la qual cosa exerceix una atracció potent sobre els capitals europeus i explicaria el comportament diferenciat de les dues monedes.

L'argument anterior, per bé que podria justificar en part el dèbil comportament de l'euro, no sembla suficient com per a justificar la sobtada davallada dels dos darrers anys. De fet, aquestes tendències ja es manifestaven l'any 1998 i abans, i en canvi l'ecu o les monedes que ara es troben inscrites a l'euro no patien la pressió de la moneda única. Hi ha un component d'expectatives no acomplertes que podria reforçar la hipòtesi en qüestió, en la mesura que des del 1998 s'espera una desaceleració de l'economia d'Estats Units i una recuperació vigorosa de la zona euro que sistemàticament no arriba i defrauda així les previsions. Però, al mateix temps, la hipòtesi perd força quan es considera que l'euro ha tocat mínims històrics (tenint en compte sèries recomposades) respecte al ien japonès, la economia del qual es caracteritza per gairebé una dècada d'estancament del producte interior brut, deflació i augment de l'atur.

El segon argument més utilitzat per a explicar la davallada de l'euro, i que té una verificació empírica més evident, rau en el flux de fons a llarg termini entre les diferents àrees econòmiques. Així, als darrers anys s'ha produït una important sortida de capitals de la zona euro cap a Estats Units. Es tracta de capitals a llarg termini, el volum dels quals compensa el fort dèficit per compte corrent de la balança de pagaments dels Estats Units, convertint la balança bàsica (compte corrent + compte de capitals a llarg termini) en positiva, mentre que la balança bàsica de la zona euro té el signe negatiu⁴⁷. Aquest corrent de capital expressa no només les compres de deute americana o de valors borsaris a Estats Units per part d'inversors de la zona euro, sinó que respon també, i en gran mesura, a inversió directa. En efecte, als darrers anys s'han produït un seguit de fusions i adquisicions d'empreses americanes per part d'empreses de la zona euro, sovint lligades a companyies de sectors vinculats a les noves tecnologies de la comunicació i la informació⁴⁸. El gran dinamisme dels EUA, la seva gran flexibilitat econòmica i la seva capacitat d'absorció i aplicació de

46. Veure Corsetti (2000).

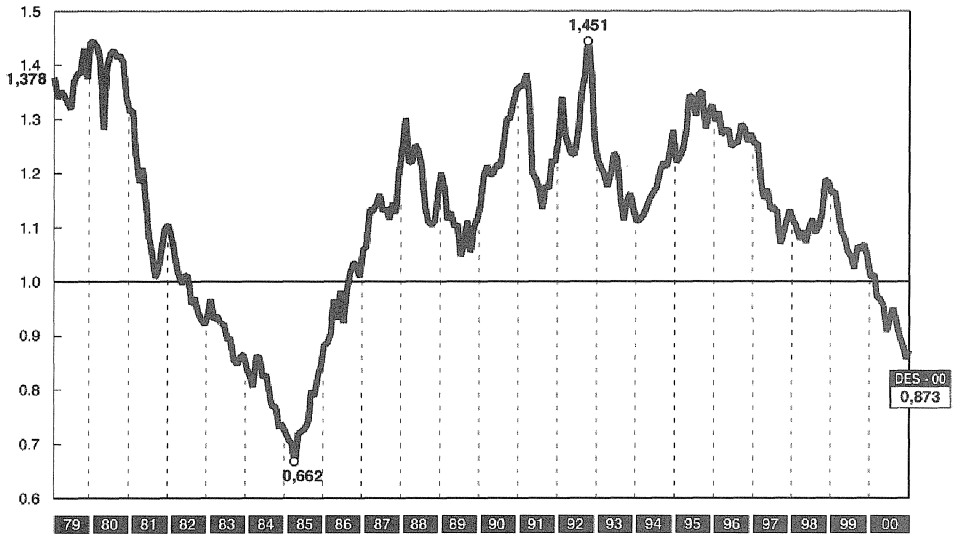
47. Veure Bank for International Settlements (2000).

48. Recents grans fusions o adquisicions inclouen les compres d'AirTouch per Vodafone, Amoco per British Petroleum, Chrysler per Daimler-Benz, Voicestream per Deutsche Telekom, Lycos per Terra, etc.



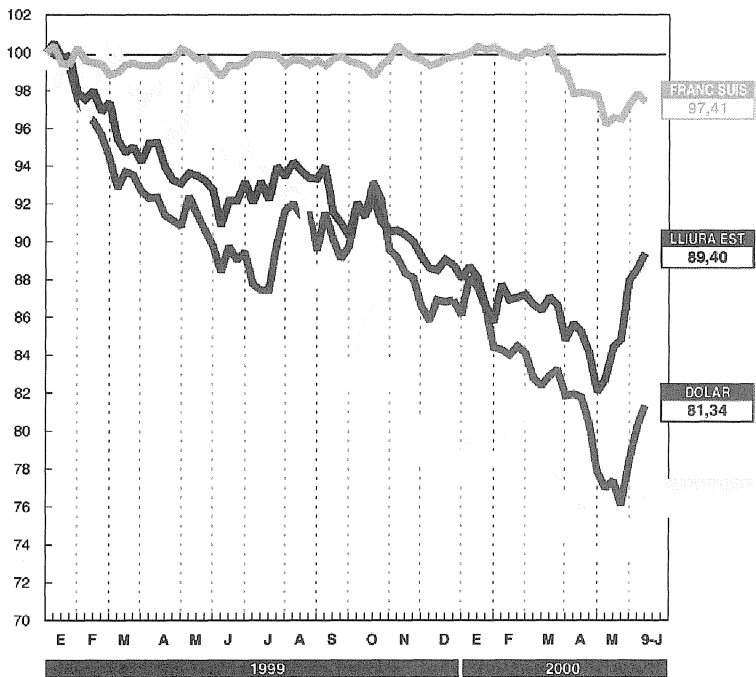
CANVI ECU/EURO - DÒLAR

Mitjanes mensuals



TIPUS DE CANVI DE L'EURO

Base 1-1-99 = 100



les noves tecnologies expliquen la seva major atracció de capital. Europa, més endarrerida en el procés que hom anomena *nova economia* i amb unes reformes estructurals més lentes en la seva maduració i resultats, pateix una situació de desavantatge en aquest sentit. Tot i així, el corrent de sortida de capitals es pot valorar positivament, en la mesura que significa guanyar posicions en els nous desenvolupaments de l'economia.

En aquesta línia, la bona marxa del mercat d'emissió de bons de renda fixa de la zona euro també ha contribuït, paradoxalment, a debilitar l'euro. La causa seria l'increment de la participació dels emissors no residents, que hauria passat a representar al voltant de la meitat del total⁴⁹, portant la quota de les emissions denominades en euros al 45% del total mundial, enfront d'una mitjana al voltant del 30% entre 1995 i 1998. En la mesura que aquestes emissions eren convertides en altres monedes, principalment dòlars, aquesta conversió exercia una forta pressió en contra de l'euro.

Pel que fa a l'evolució respecte al ien japonès, també la balança bàsica és positiva per al Japó. En aquest cas, es tractaria d'un corrent de repatriació de capitals com a conseqüència de l'especial situació de l'economia nipona, immersa en un procés de profunda reestructuració. S'ha comprovat també que al llarg del 1999 la recuperació de les economies asiàtiques emergents, després del daltabaix de la crisi de 1997, provocà un fort creixement de les reserves exteriors d'aquesta àrea, unes reserves que es componen bàsicament de dòlars dels Estats Units. En definitiva, l'explicació dels fluxos és coherent amb l'evolució del canvi de l'euro, per bé que no acabi d'explicar completament la forta i persistent debilitat d'aquest als mercats de canvis aquest dos anys.

Les raons de fons o polítiques

Davant de l'aparent insuficiència dels arguments convencionals per a explicar la manca de confiança en l'euro, no és estrany que s'hagi recorregut a altres explicacions per a comprendre la davallada de la moneda europea en els seus moments inicials d'existència. El plantejament més radical és el que assenyalava que el projecte de la moneda única és inviable per ell mateix; la manca d'una unió política sòlida que doni suport a la moneda única fa a aquesta vulnerable davant de qualsevol crisi monetària, econòmica o institucional. S'acusa el projecte de la moneda única de ser un pretext per a avançar cap a una unió política forçada, a través d'unes vies poc democràtiques. Altres arguments apunten a l'inadequat disseny del canvi a la moneda única. En general, es tracta de motius molt difícils d'avaluar, i no hi ha a hores d'ara una verificació empírica d'una hipotètica *prima de desconfiança* que pogués pesar sobre el tipus de canvi de l'euro per aquestes raons.

Un corrent d'opinió molt estès, si més no als mitjans de comunicació, apunta a la incompetència dels òrgans de govern del BCE com a culpables de la feblesa de l'euro als mercats. Donarien suport a aquesta argumentació les deficiències en la política de comunicació del president i dels membres del Comitè Executiu. Concretament, la política de *benign neglect* inicial, és a dir, el desentendre's de la cotització de l'euro, provocà desconcert als mercats. Més endavant, les contradiccions entre declaracions dels mateixos membres del Comitè i alguns governadors dels bancs centrals de la zona de

49. IMF (2000).

l'euro, i també amb alguns ministres de finances, tingueren efectes negatius. En aquests casos, es pot comprovar la correlació entre les esmentades declaracions i els retrocessos de l'euro, però és difícil justificar la davallada continuada de la moneda europea per aquest motiu. Cal assenyalar, a més, que com s'ha indicat més amunt, el mandat del TCE al SEBC és exclusivament mantenir l'estabilitat dels preus i que la responsabilitat de la política de canvi de l'euro rau en el Consell.

Això ens porta a examinar la labor del Consell en la definició de la política de tipus de canvi de la moneda comuna. Aquí trobem un problema inicial de disseny, en el sentit que el TCE fixa com a responsable de l'esmentada política al Consell. Per bé que els Estats membres *acollits a una excepció*, és a dir, fora de la moneda única, no participen a les votacions relatives als temes monetaris i canviaris, no sembla que el Consell sigui l'òrgan adequat per a debatre i discutir els afers de la UEM. És per això que el Consell Ecofin realitza reunions de caràcter informal entre els onze ministres de l'euro en el que s'anomena l'Eurogrup, on es discuteixen els temes relacionats amb la moneda única. També s'ha hagut de precisar la representació exterior en afers relacionats amb la UEM, i en concret en les reunions del G7, ja que els Estats de la zona de l'euro que fins a l'entrada de la tercera fase de la UEM participaven a les reunions, no van renunciar a cedir el lloc a una única representació per part de la zona euro⁵⁰.

En qualsevol cas, ni el Consell ni l'Eurogrup han concretat orientacions sobre la política de tipus de canvi. Només en els moments de major feblesa de l'euro s'ha produït alguna declaració institucional del Consell, mostrant el seu convenciment que una depreciació ulterior es consideraria com a excessiva⁵¹. Al mateix temps, l'inici d'una política d'intervenció activa del BCE als mercats de canvis en suport de l'euro⁵² indicaria un hipotètic posicionament ferm de les autoritats comunitàries en contra de determinats nivells del tipus de canvi de l'euro.

La manca d'un poder polític sòlid i perceptible al darrera de la moneda única constitueix un motiu de preocupació, ja que deixa a aquesta en un cert estat de desprotecció en front de les monedes nacionals. En aquest sentit, cal destacar la tímida proposta de crear una mena de *Mr. Euro*, cap visible de la política de tipus de canvi. En la línia de l'Alt Representant de la Política Exterior i de Seguretat Comuna, aquesta figura permetria visualitzar i individualitzar el poder del Consell respecte a la moneda única, solucionant el buit que crea la dispersió del poder monetari dins dels nombrosos Estats membres del Consell i seria un element de referència per als mercats financers. No cal dir, però, que una mesura d'aquest caire requeriria una modificació del TCE i que hauria de superar les habituals resistències nacionals per a aquesta mena de reformes. Donaria, a més, un gir més governamental a la política monetària única en contra dels desitjos de la Comissió⁵³, quan l'experiència de l'actual Mr. PESC és discutida des de certs àmbits.

Finalment, un altre element institucional que pot jugar en contra de l'euro és la perspectiva de

50. Veure el Report of the Council on the external representation of the Community in Stage 3 of the EMU, endorsed by the European Council in Vienna on 11 and 12 December 1998.

51. La primera declaració de l'Euro-1 en aquest sentit es produí el maig de 2000.

52. El 22 de setembre de 2000 es produí la primera intervenció conjunta dels bancs centrals en suport de l'euro.

53. Romano Prodi, en un discurs al plenari del Parlament Europeu, el 3 d'octubre de 2000, afirmà que "The search for such an essential point of reference for any monetary policy must not lead to the creation of another High Representative, this time for economic policy. The simple, natural, effective solution is there, under our very noses: the Commission".

l'ampliació futura de la UE. Aquesta es farà cap a països econòmicament dèbils i com que no hi ha perspectives de modificació de l'actual estructura institucional del SEBC, cada nou banc central de l'Estat membre que assoleixi l'adhesió tindrà dret a seure al Consell General del SEBC i en la mesura que vagin passant a formar part de l'Eurosistema prendran part en les decisions monetàries del mateix. És a dir, l'ampliació de la zona euro eixamplarà poc el seu potencial econòmic, debilitarà la imatge de l'euro com a moneda hipotèticament forta i diluirà el poder de decisió de l'Eurosistema a un cúmul de països, posant possiblement en qüestió la coherència del sistema.

Reflexions finals

Dos anys després de l'inici de la tercera fase de la UEM, l'euro és la moneda nacional d'onze dels quinze Estats de la UE. Representa la culminació d'un procés que s'inicià a finals dels anys setanta, es frustrà als setanta i es reprengué als vuitanta. La moneda única tracta de perfeccionar un gran mercat interior on béns, serveis i factors productius han de moure's sense entrebancs per a així assolir les finalitats últimes dels tractats originaris. Compromet a tots els Estats membres en una política d'estabilitat amb baixa inflació, equilibri pressupostari i liberalització dels mercats de productes i factors. Constitueix un lligam polític més estret entre els membres, en un procés d'integració que de tota manera no està definit en termes d'horitzó final.

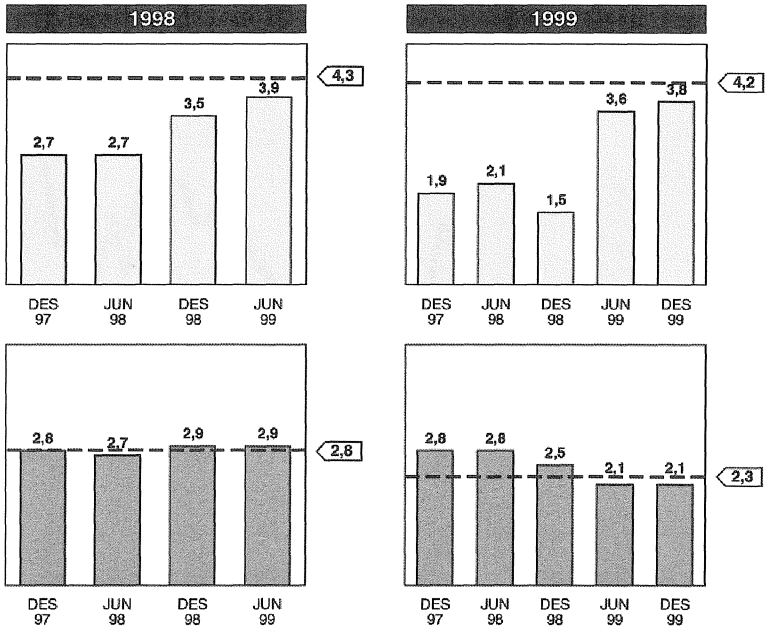
El procés de pas a la moneda única s'ha fet en general sense problemes rellevants i només ha estat enterbolit per la intensa davallada de la moneda única. No hi ha una explicació convincent o única per a aquesta davallada, per bé que les fluctuacions de les monedes nacionals als mercats de canvis no és estrany que siguin intenses i que les seves fases de debilitat o fortalesa siguin prolongades en el temps. La debilitat de l'euro ha creat la lògica preocupació de fins a quin punt responia a moviments dels mercats de canvis normals o reflexava un problema de fons quant al disseny o les perspectives de la moneda única. La dispersió política que representa el Consell, autèntic responsable de l'euro en termes de tipus de canvi, constitueix una feblesa amb la que haurà de conviure la moneda única, ja que mentre la UE no s'estructuri d'una altra forma (com una federació, per exemple) no serà possible donar una major solidesa política a la moneda única. D'altra banda, està clar que el risc de dissolució de la zona de l'euro, i per tant de la moneda única, és una possibilitat que per més remota que sigui, sempre serà percebuda com a més possible del que ho pot ser a un Estat nacional com ara els Estats Units o Japó. Aquesta realitat dóna un cert component de feblesa a l'hora d'instaurar-se com a moneda internacional de referència, a la mateixa alçada del dòlar americà o fins i tot del ien japonès. Però, en qualsevol cas, això no hauria d'afectar al comportament corrent de la moneda única als mercats de canvis. Inevitablement, el paper internacional de l'euro ha d'anar quallant al llarg de molt de temps, el mateix que li va passar al marc alemany i, encara més, al dòlar americà.

En aquest camí de consolidació de la moneda única, l'evolució institucional necessària ha d'afectar necessàriament al SEBC, tant pel que fa a la instrumentació de la política monetària com al seu sistema de presa de decisions. S'han comentat algunes de les deficiències de l'estratègia de política monetària i de la política de comunicació del BCE. L'experiència inevitablement permetrà anar modulant aquests elements tal com ha passat a tots els bancs centrals, sense que per a això es posi en perill l'objectiu bàsic del sistema, és a dir, l'estabilitat de preus. En canvi, pel que



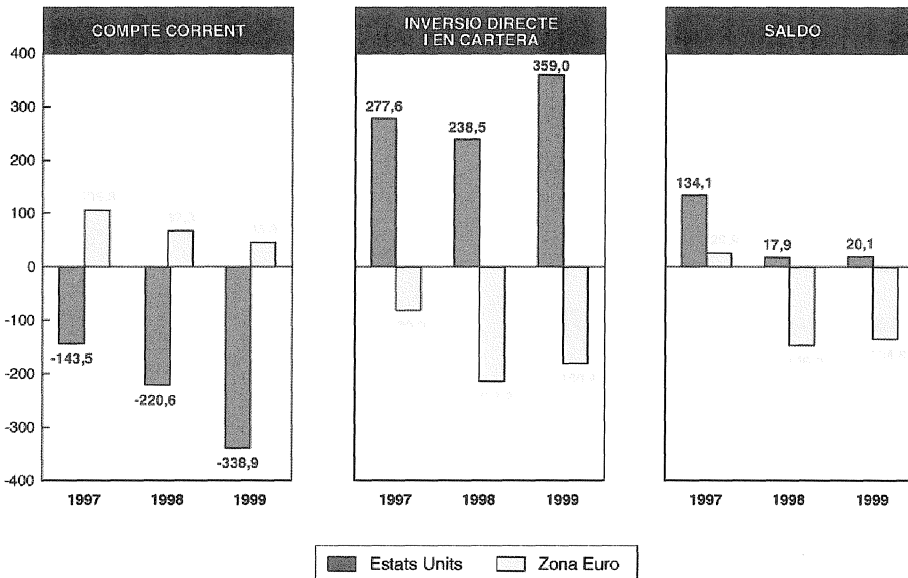
PREVISIONS DE CREIXEMENT OCDE

ESTATS UNITS



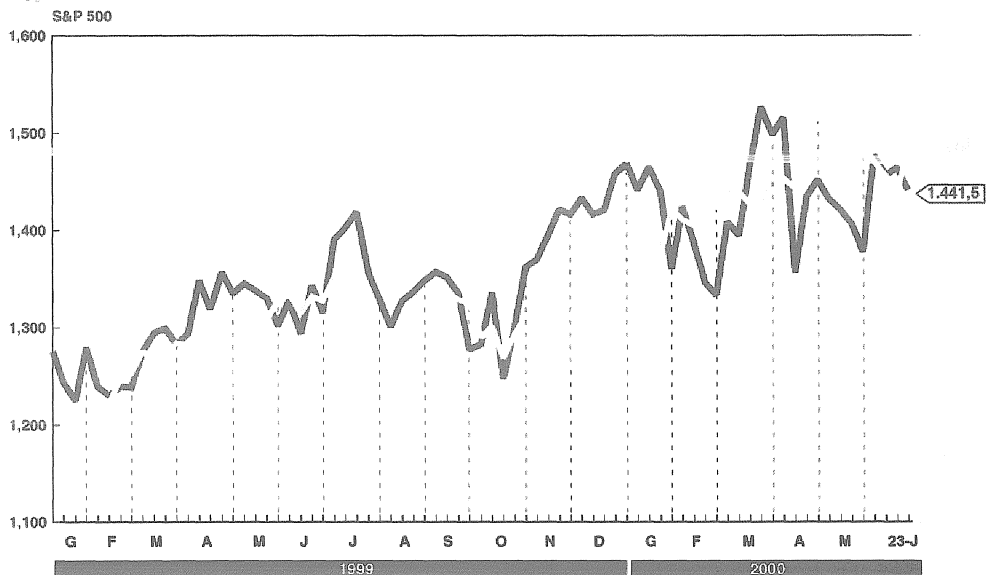
ZONA EURO

BALANCES DE PAGAMENTS

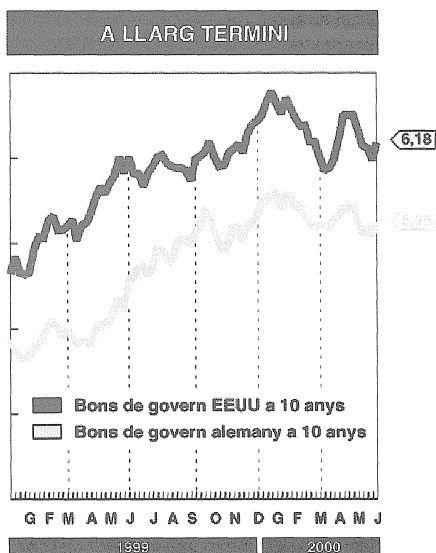
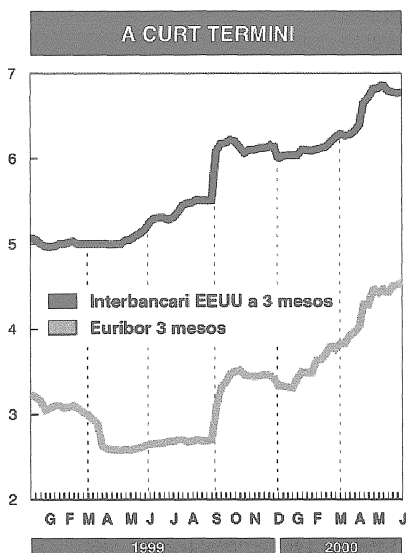




TIPUS DE CANVI EURO/DÒLAR I ÍNDEX BORSARI S&P 500



TIPUS D'INTERÈS



fa a la presa de decisions es detecta una certa dificultat no ja per avançar, sinó per plantejar determinats temes que a mitjà termini prendran més rellevància, com per exemple la imbricació dels nous Estats membres a l'estructura decisòria de l'Eurosistema o la política de tipus de canvi de l'euro.

Mentrestant, cal esperar que l'euro es comporti com ho faria qualsevol moneda, és a dir, amb fluctuacions més o menys imprevisibles. Per bé que tenint en compte que els antecedents de l'euro estan en l'ecu, que aquest va heredar la composició de les diferents unitats de compte utilitzades a les comunitats europees des de la seva creació i que aquestes, a la vegada, recollien el valor de la unitat utilitzada a la Unió Europea de Pagaments, que es dissenyà per ser igual al valor del dòlar, podem concloure que si no s'ha trencat aquest vincle, encara podríem pensar que les fluctuacions, més o menys grans, han de ser sempre al voltant de la paritat del dòlar.

Referències

- Bank for International Settlements (2000), *70th Annual Report*, Basilea.
- BBVA (2000) "Arbitraje de activos: la paridad de los tipos de interés" *Claves del mes*, 37, mayo.
- Bofinger, P. (1999), "Options de la BCE en matière de gestion des taux de change", *Parlement Européen, Document de Travail*, Série Affaires économiques, ECON 115 FR.
- Cecchetti, S., H. Genberg, J. Lipsky and S. Wadhvani (2000), *Asset prices and central bank policy*, Geneva Reports on the World Economy, 2, ICBM-CEPR.
- Coenen, G. and J. L. Vega (1999), "The demand for M3 in the euro area", *ECB Working Paper*, 6.
- Corsetti, G. (2000), "A Perspective on the Euro", University of Bologna, Yale and CEPR.
- De la Dehesa, G. (2000), "¿Por qué ha cambiado el BCE a tipo variable la subasta semanal?," *Expansión*, 29 de junio.
- Domingo Solans, E. (2000), "La política monetària del BCE: un primer balanç", *Revista Econòmica de Catalunya*, 38.
- European Central Bank, (1999a), "The Stability-oriented Monetary Policy Strategy of the Eurosystem", *Monthly Bulletin*, January, pp. 39-50.
- International Monetary Fund (2000), *World Economic Outlook*, September.
- Issing, O. (2000), "Why Price Stability?," First Central Banking Conference, November.
- Trecroci, C. and J. L. Vega (2000), "The Information Content of M3 for Future Inflation", *ECB Working Paper*, 33.
- Viñals, J. (1999), "El marco general de la política monetaria única: racionalidad, consecuencias y cuestiones pendientes" *Documentos de Trabajo del Banco de España*, 9907.
- Wren-Lewis, S. (1998), "Exchange Rates for the Dollar, Yen and Euro", *International Economics Policy Briefs*, 98-3, Institute for International Economics.
- Wyplosz, C. (2000), "Do We Know How Low Should Inflation Be?," First Central Banking Conference, November.