

Boletín del FMI

Décimo aniversario del euro

El euro marca un hito, pero la unión monetaria enfrenta una desaceleración económica

Por Martin Čihák y Wim Fonteyne
Departamento de Europa del FMI
5 de agosto de 2008

- La unión monetaria es un éxito, pero la unión económica es un proyecto aún en marcha
- La zona del euro enfrenta un crecimiento más lento y un inquietante nivel de inflación
- Se requiere un fuerte liderazgo político para mejorar los mecanismos de estabilidad financiera

Aunque la economía de la zona del euro ha resistido bien, ahora enfrenta la combinación de una inflación preocupantemente elevada y una desaceleración de la actividad económica.

Hace diez años, los jefes de Estado de la Unión Europea (UE) dieron el visto bueno a la tercera etapa de la Unión Económica y Monetaria (UEM) al aprobar la adopción del euro en 11 Estados miembros el 1 de enero de 1999. Desde entonces, otros cuatro países han adoptado esa moneda, y Eslovaquia será el próximo en hacerlo a comienzos de 2009.

Un éxito manifiesto

En ocasión de su examen anual de las políticas económicas de la zona del euro, el [Directorio Ejecutivo del FMI](#) celebró ese aniversario como un logro trascendente, señalando que la unión monetaria representa un éxito manifiesto y que los marcos de política de la UEM han convertido a la zona del euro en un espacio de estabilidad en la economía internacional.

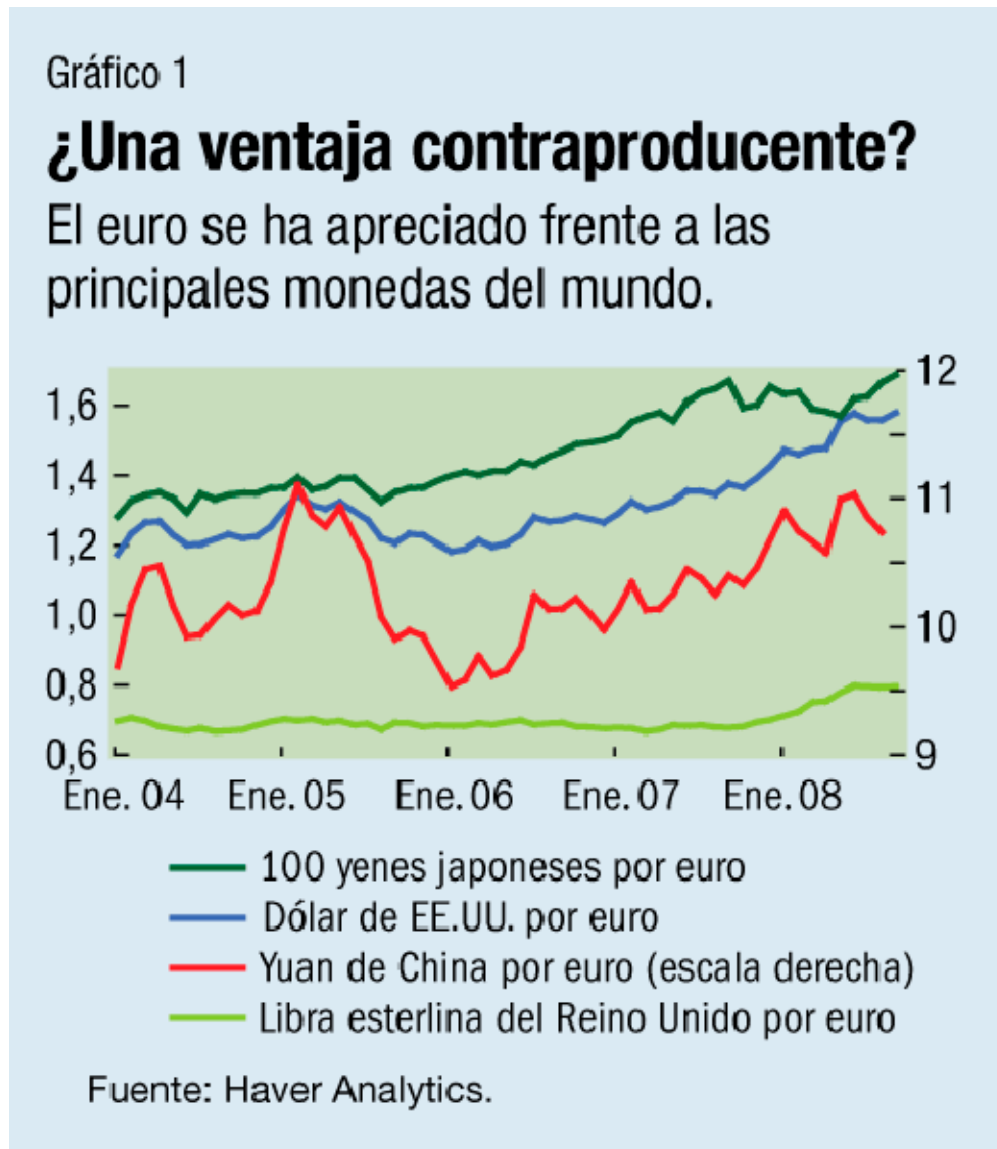
Pero los directores ejecutivos del FMI también recalcaron que la unión económica es todavía un proyecto inacabado: el crecimiento de la productividad en la zona del euro ha sido decepcionante y existen amplias disparidades económicas entre los 15 países que hoy emplean el euro como su moneda.

Una sucesión de shocks

Esos desafíos estructurales se han visto agravados por una serie de acontecimientos. La economía de la zona del euro soporta las tensiones emergentes de diversos shocks, como los que han afectado los mercados de materias primas y los mercados financieros. Recientemente, los precios del petróleo han alcanzado máximos históricos, los saldos

financieros han caído sustancialmente, los costos de endeudamiento y las primas por riesgo de incumplimiento han aumentado y los diferenciales entre las tasas de interés para operaciones de distintos plazos en los mercados monetarios se mantienen elevados.

La mayoría de esos shocks son de alcance mundial, pero la zona del euro enfrenta el problema particular de que su moneda ha soportado de manera desproporcionada la carga de la depreciación del dólar (véase el gráfico 1). Según estimaciones del personal técnico del FMI, el tipo de cambio efectivo real del euro se sitúa hoy al menos 10% por encima del nivel que cabría esperar según los parámetros fundamentales a mediano plazo.



Aunque al principio la economía de la zona del euro resistió bien esos embates, ahora enfrenta la combinación de una inflación preocupantemente alta y una deceleración de la actividad económica. La inflación ha alcanzado un máximo sin precedentes para la UEM del

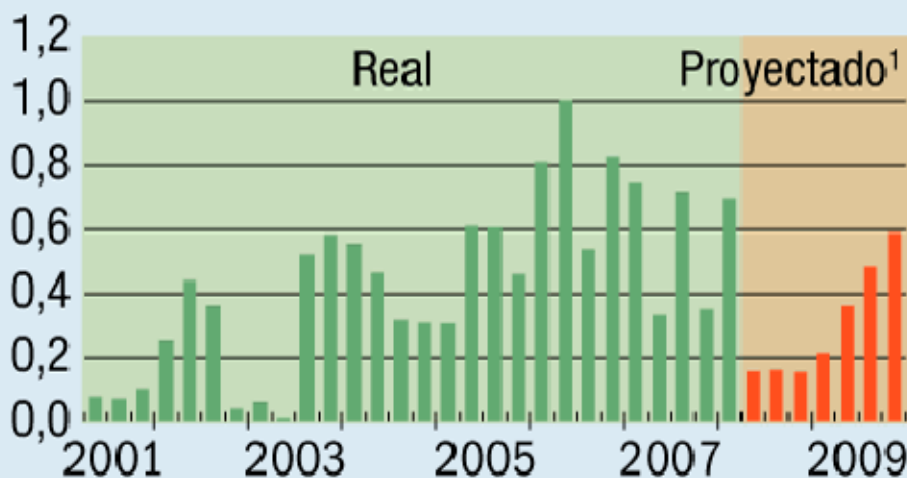
4,1% (aunque se mantiene por debajo del 2% si se excluyen la energía y los alimentos), y el crecimiento pierde rápidamente impulso. El personal técnico del FMI prevé que el crecimiento seguirá siendo débil en los próximos trimestres antes de recuperar su tendencia durante 2009 (véase el gráfico 2).

Gráfico 2

Una mala racha

Se prevén varios trimestres de lento crecimiento en la zona del euro.

(Crecimiento del PIB por trimestre, porcentaje)



Fuentes: Eurostat y cálculos del personal técnico del FMI.

¹Proyección preliminar de *Perspectivas de la economía mundial* del FMI.

Difíciles disyuntivas de política

En este contexto, la política monetaria tiene que equilibrar el riesgo de que el actual shock de precios pueda generar un aumento generalizado y duradero de la inflación y la perspectiva de que la desaceleración del crecimiento gradualmente comience a ejercer una presión a la baja sobre los precios y los salarios.

Mucho dependerá de la forma en que evolucionen los costos de la mano de obra y las expectativas de inflación. La persistente moderación salarial registrada en la última década ha sido una sorpresa positiva, que indica que las anteriores reformas del mercado de trabajo han mejorado el equilibrio entre inflación y empleo. Este es un hecho tranquilizador, como lo es la ausencia de señales de que las expectativas inflacionarias se estén desbordando. No obstante, subsiste el riesgo de que se produzcan efectos de segunda ronda.

La actual turbulencia financiera complica el desafío para la política monetaria: las condiciones financieras se han endurecido sustancialmente desde el verano pasado y el contexto financiero sigue bajo presión. En esta situación, el ajuste de la política monetaria plantea sus propios riesgos. Luego de elevar su principal tasa de referencia a 4,25% el 3 de julio, el [Banco Central Europeo \(BCE\)](#) anunció que seguiría observando estrechamente la situación y que haría todo lo necesario para mantener la estabilidad de precios, la única aguja que guía la brújula de sus objetivos de política. El personal técnico del FMI considera que por el momento lo mejor es mantener inalteradas las tasas de referencia.

La contracción del crédito

El BCE ha desempeñado un papel fundamental en la contención del impacto de la turbulencia financiera mundial, dentro de un marco de gestión de la liquidez que ha probado ser flexible y sólido. De cara al futuro, el principal desafío consiste en restablecer la profundidad y el funcionamiento ordenado de los mercados interbancarios. A este respecto, el BCE actúa correctamente al someter su marco operativo a una revisión constante, especialmente en lo concerniente a las garantías que admite.

Pero las operaciones de liquidez del BCE no pueden resolver los problemas básicos que generan la turbulencia, y la estabilidad financiera plantea un panorama sumamente incierto. Si bien el sistema bancario de la zona del euro es esencialmente sólido, su entorno operativo y su rentabilidad se han visto afectados negativamente.

Si hay un aspecto positivo en la turbulencia actual, quizá lo sea el haber dado mayor ímpetu al debate sobre el marco de estabilidad financiera de la UE. El compromiso de desarrollar un mercado único de servicios financieros exige propender a un mayor grado de responsabilidad conjunta y rendición de cuentas por la estabilidad del sector. Últimamente se han hecho importantes avances en pos de ese objetivo, como la adopción de principios comunes para la gestión de las crisis transfronterizas y un memorando de entendimiento conexo cuya finalidad es ponerlos en práctica.

No obstante, es preciso armonizar los marcos nacionales de estabilidad financiera con los principios comunes. Para ello se requerirá un fuerte liderazgo político, como el que llevó a la creación del euro diez años atrás.

Un enfoque disciplinado

Las tensiones financieras y de otra índole no deben desviar la atención de la importancia de contar con sólidas políticas fiscales y estructurales, esenciales para el desempeño económico de la zona del euro a largo plazo.

Lo más conveniente para la zona del euro y sus Estados miembros es seguir un marco de política fiscal basado en reglas, como lo dispone el [Pacto de Estabilidad y Crecimiento \(PEC\)](#). Este Pacto ha contribuido a fomentar una mayor disciplina fiscal, pero es fundamental avanzar más en la reducción del déficit público para atender los costos del envejecimiento de la población, que crecerán rápidamente después de 2010.

Por otra parte, las reformas estructurales anteriores y actuales están rindiendo frutos, especialmente en cuanto a una mayor utilización de mano de obra. Para capitalizar estos logros y construir una unión económica próspera, será necesario focalizar coordinadamente las políticas estructurales en los mercados de servicios, todavía protegidos, y en la capacidad de los países de ajustarse a los shocks.

En resumen, al hacer un balance de sus primeros diez años de existencia, la zona del euro tiene muchos motivos para celebrar. Además, está en condiciones de prevenir los riesgos emergentes de las secuelas de la contracción del crédito, siempre que adopte las decisiones de política correctas.

Este artículo se basa en el informe del personal técnico del FMI sobre la zona del euro y documentos conexos (<http://www.imf.org/external/np/sec/pn/2008/pn0898.htm>).

Los comentarios sobre este artículo deberán enviarse a imfsurvey@imf.org

Traducción del artículo extraído de la revista del *Boletín del FMI* disponible en www.imf.org/imfsurvey