

Cuadernos Europeos de Deusto

Núm. 19/ 1998

Sumario

Estudios

¿Eliminará la Unión Monetaria los diferenciales de inflación entre sus miembros?
E. Alberola Ila

La incidencia del euro en la estrategia de los agentes económicos españoles
L. Arana Suárez

Union monétaire ou Union monétaire?
A. Buzelay

El sistema financiero del euro
I. Caminos Otermin

La política presupuestaria en la Unión Monetaria Europea
J. Ferreiro Aparicio

Las consecuencias del euro en los mercados de valores
J. Madariaga Ibarra y E. Sáez Uribarri

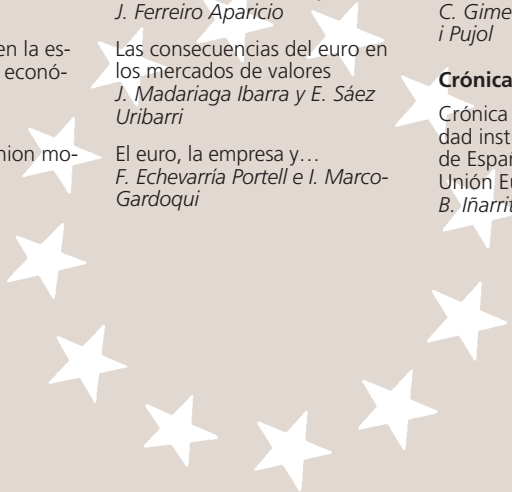
El euro, la empresa y...
F. Echevarria Portell e I. Marco-Gardoqui

Jurisprudencia

Crónica de la Jurisprudencia del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas
C. Gimeno Verdejo y M.I. Rofes i Pujol

Crónica

Crónica comunitaria: la actualidad institucional y económica de España en el marco de la Unión Europea
B. Iñarritu



Instituto de
Estudios Europeos

Cuadernos Europeos de Deusto

Cuadernos Europeos de Deusto

Núm. 19/1998

Dirección y Consejo de redacción:

Director: Nicolás Mariscal
Directora adjunta: Beatriz Pérez de las Heras
Secretario: Francisco Rodríguez
Consejo de redacción: Julio Arriola
 Iñigo Bullain
 José Ramón Canedo
 Félix Echevarría
 Carlos García Gallego
 Beatriz Iñarritu
 José Palacio

Administración y suscripciones:

Instituto de Estudios Europeos
Universidad de Deusto - Apartado 1 - E48080 Bilbao
Tfno.: (94) 413 90 00 Fax: (94) 413 92 84

Distribución:

Editorial Mensajero
Sancho Azpeitia, 2 - E48014 Bilbao
Tfno.: (94) 447 03 58 Fax: (94) 447 26 30

Precios de Suscripción (2 números al año):

España. 2.800 ptas. (IVA incluido)
Extranjero 32 dólares
Número suelto 1.700 ptas. o 17 \$ (IVA incluido)

NORMAS SOBRE ARTICULOS PARA LA REVISTA
CUADERNOS EUROPEOS DE DEUSTO

1. *Al publicarse en nuestra revista* los artículos deberán tener una *extensión* entre 15 páginas como mínimo (6.930 palabras) y 30 como máximo (13.860).
2. El autor o autores indicarán el *título académico* con el que desean aparecer.
3. Debe incluirse al comienzo del artículo un breve *sumario* de éste, referente a sus epígrafes.
4. Adjúntese al texto escrito, el correspondiente *diskette*.

Gracias.

Publicación impresa en papel ecológico

Impreso en España/Printed in Spain

ISSN: 1130-8354

Depósito legal: BI - 620-91

Fotocomposición: IPAR, S.Coop. - Bilbao

Impresión: Artes Gráficas Rontegui, S.A.L.

Cuadernos Europeos de Deusto

Núm. 19/1998

Sumario

Estudios

- E. ALBEROLA ILA, *¿Eliminará la Unión Monetaria los diferenciales de inflación entre sus miembros?* 11
- L. ARANA SUÁREZ, *La incidencia del euro en la estrategia de los agentes económicos españoles* 29
- A. BUZELAY, *Union monétaire ou Union monétariste?* 51
- I. CAMINOS OTERMIN, *El sistema financiero del euro* 65
- J. FERREIRO APARICIO, *La política presupuestaria en la Unión Monetaria Europea* 95
- J. MADARIAGA IBARRA y E. SÁEZ URIBARRI, *Las consecuencias del euro en los mercados de valores* 115
- F. ECHEVARRÍA PORTELL e I. MARCO-GARDOQUI, *El euro, la empresa y...* 141

Jurisprudencia

- C. GIMENO VERDEJO y M.I. ROFES I PUJOL, *Crónica de la Jurisprudencia del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas* 163

Crónica

- B. IÑARRITU, *Crónica comunitaria: la actualidad institucional y económica de España en el marco de la Unión Europea* 179
-

Estudios

¿Eliminará la Unión Monetaria los diferenciales de inflación entre sus miembros?¹

por Enrique Alberola
del Banco de España

Sumario: INTRODUCCIÓN.—CONVERGENCIA EN INFLACIÓN Y UNIÓN MONETARIA.—INFLACIÓN SECTORIAL Y DIFERENCIALES DE INFLACIÓN.—LA HIPÓTESIS DE PRODUCTIVIDAD Y LOS DIFERENCIALES DE INFLACIÓN.—DIFERENCIALES POTENCIALES DE INFLACIÓN EN LA UME.—FUENTES REALES DE INFLACIÓN DIFERENCIAL.—CONCLUSIÓN. DIFERENCIALES DE INFLACIÓN EN LA UNIÓN MONETARIA.

INTRODUCCIÓN

Cuando el 1 de enero de 1999 comience la Unión Monetaria en Europa, los tipos de cambio entre los países miembros quedarán irreversiblemente fijados al euro y se instaurará una política monetaria —y una oferta monetaria— común entre sus miembros.

El Banco Central Europeo sustituirá a los Bancos Centrales nacionales como autoridad monetaria y, dadas sus atribuciones y sus objetivos explícitos, es de esperar que la tasa de inflación en la Unión Monetaria será más cercana a las bajas tasas históricas de países como Alemania que a las elevadas tasas que han afectado en las últimas décadas a países como España e Italia. Este es uno de los grandes beneficios inmediatos de la Unión Monetaria para nuestro país, beneficio del que estamos disfrutando con antelación.

Ahora bien, la convergencia en inflación entre los países europeos hacia niveles bajos no significa necesariamente que la tasa de inflación vaya a ser la misma en todos los países. Sin embargo, las consecuencias

¹ Este artículo ha sido preparado para *Cuadernos Europeos de Deusto*. Agradezco la asistencia de José Manuel Marqués. Los análisis, opiniones y conclusiones de esta investigación representan las ideas del autor, con las que no necesariamente coincide el Banco de España.

de eventuales diferenciales de inflación en la Unión Monetaria ha estado ausente en el debate sobre la misma porque se da por sentado que las tasas de inflación serán homogéneas.

En principio, existen buenas razones que sustentan esta previsión. En primer lugar, es cierto que la inflación es un fenómeno fundamentalmente monetario; por lo tanto, una oferta monetaria común debe inducir una evolución común de los precios. En segundo lugar, es cierto que los diferenciales de inflación dentro de las Uniones Monetarias son pequeños y, en todo caso, no son persistentes ya que existen mecanismos de ajuste que lo evitan. Estos motivos salen reforzadas de la experiencia del reciente proceso de convergencia de inflación en los candidatos a participar en la UME.

No obstante, existen argumentos teóricos que predicen la posibilidad de diferenciales de inflación en la UME. Estos argumentos se recogen en los modelos de determinación del tipo de cambio real y se basan en la idea de que existen otros factores, además de la cantidad de dinero que permiten explicar los cambios en los precios relativos entre países. Puesto que en la UME el tipo de cambio nominal desaparecerá, las variaciones en el tipo de cambio real serán equivalentes a los diferenciales de inflación. En otras palabras, los mencionados modelos permiten explicar los diferenciales de inflación en una unión monetaria, tal como veremos en la próxima sección.

Supongamos por un momento que, efectivamente, la UME viniera acompañada de diferenciales de inflación entre países. Esta situación sería problemática, sobre todo si fueran persistentes, tanto desde el punto de vista del BCE como de los Gobiernos y Bancos Centrales nacionales. Estos problemas podrían generar tensiones en el seno de la UME y dificultar la gestión de la política monetaria.

Desde el punto de vista de los Gobiernos y Bancos Centrales nacionales la situación particular de cada país seguirá siendo relevante y, en definitiva, una inflación más alta que la de los vecinos en una UME podría implicar una pérdida de competitividad con efectos negativos sobre la producción y el empleo, con el consiguiente efecto sobre la estabilidad del área en su conjunto.

Por otro lado, la heterogeneidad en las tasas de inflación entre los miembros no es, en principio, relevante para la gestión de la política monetaria del BCE, puesto que el indicador de inflación a considerar deberá ser la media ponderada. Sin embargo, las decisiones en el BCE se toman de forma colegiada por parte de un Consejo al que pertenecen los Gobernadores de los Bancos Centrales nacionales que, como tales, podrían sesgar su voto por la situación particular de sus propios países. De este modo, se podrían producir tensiones entre los miembros que pueden socavar la reputación de una institución que requiere grandes dosis de la misma.

Dada la trascendencia de estos posibles problemas es destacable la falta de atención que ha recibido esta cuestión, máxime cuando existen modelos que permiten explicar los diferenciales de inflación fuera del ámbito monetario. De hecho, el objetivo de este trabajo es presentar estos argumentos y evaluar su posible relevancia para los países miembros de la Unión Monetaria.

CONVERGENCIA EN INFLACIÓN Y UNIÓN MONETARIA

La transición a la Moneda Unica ha venido marcada por la importante convergencia en tasas de inflación que se ha producido entre los países candidatos, tal como muestra la figura 1 para el caso español con Alemania. Aunque la reducción en la inflación ha afectado a todos los países de la OCDE, no deja de ser cierto que ha sido en los países interesados y con posibilidades de formar parte de ella desde el principio donde los avances han sido más espectaculares. La razón para esta convergencia es principalmente la mayor credibilidad en la disciplina de la política monetaria de los países tradicionalmente más inflacionistas al anclar su destino monetario al alemán dentro de la Unión Monetaria.

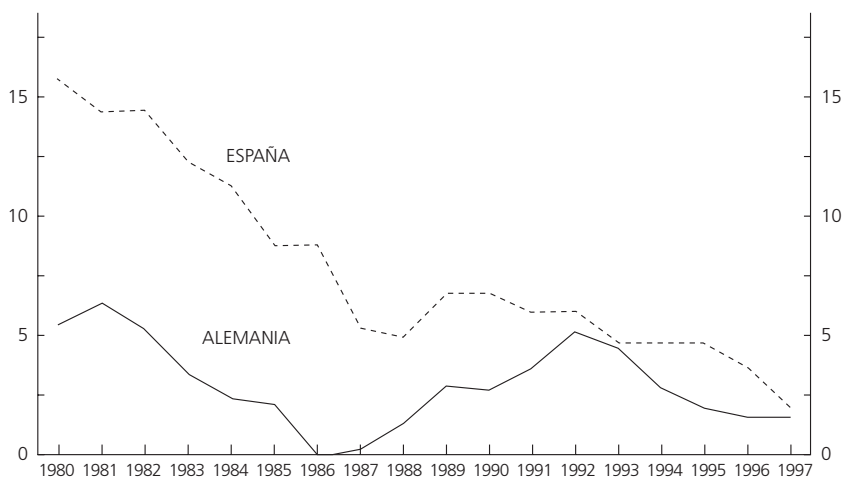
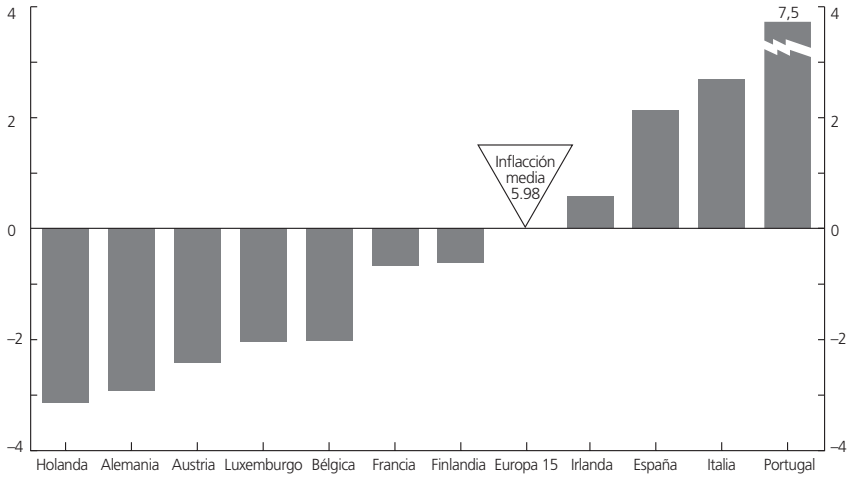


Figura 1

Tasa de inflación: Alemania y España

**Figura 2**

Diferencial de inflación con EUR 15.
(Media 1980-1997)

La figura 2 muestra los diferenciales de inflación en los países de la UME con respecto a la media comunitaria. Mientras que para países como Alemania tasas por debajo del 3% de inflación entran dentro de la normalidad, para un país como España este es un fenómeno novedoso. En el pasado los diferenciales de inflación entre uno y otro país han llegado a alcanzar cifras de dos dígitos. Como consecuencia de ello, el tipo de cambio de la peseta con el marco se ha venido depreciando paulatinamente para compensar estas diferencias de inflación. Este mecanismo se puede observar mucho mejor si consideramos la siguiente definición, del tipo de cambio real que llamaremos q , expresado en logaritmos:

$$q = e - (p - p^*)$$

donde e es el tipo de cambio nominal —el precio de la moneda extranjera en términos de la moneda doméstica, es decir, la peseta—. p es un índice de precios nacionales y p^* es un índice de precios extranjeros. Un incremento en e y q representan una depreciación de la peseta frente a la moneda extranjera. Supongamos que p y p^* representan el

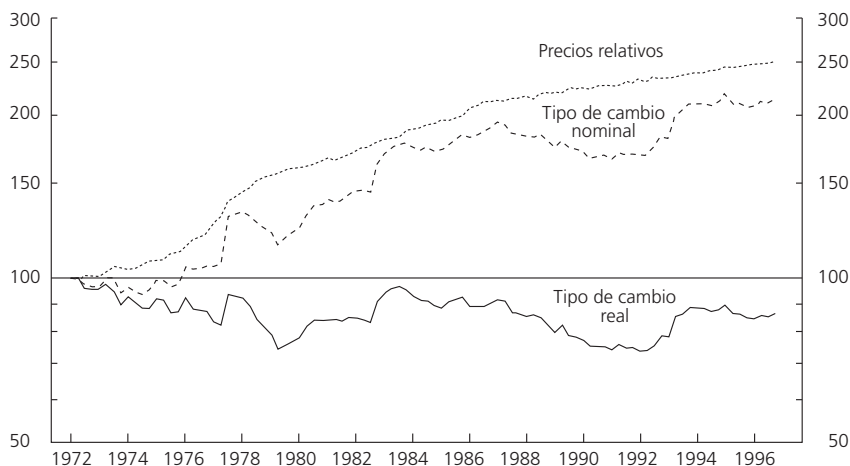
precio de un bien en vez del de una determinada cesta de bienes, en España y en el país extranjero. Si el tipo de cambio permanece fijo, un incremento del precio doméstico mayor que en el extranjero ($\Delta p > \Delta p^*$, el símbolo Δ significa incremento) supondrá una apreciación del tipo de cambio real. Consideremos ahora que el producto en cuestión es objeto de comercio entre países —es decir, se trata de un bien comercializable—; en términos prácticos esta apreciación de q significa que la economía pierde competitividad, puesto que ahora será más difícil vender el producto español, más caro, en el extranjero y para los importadores será más fácil colocar el producto extranjero en el país. Esta es evidentemente una situación insostenible, puesto que el producto doméstico sería expulsado del mercado. O bien, los precios domésticos se ajustan a la baja, o el tipo de cambio nominal se deprecia para recuperar la competitividad. De hecho, la llamada paridad del poder de compra —o PPC— implica que, en el largo plazo, la depreciación del tipo de cambio (Δe) compensará los diferenciales de inflación entre países ($\Delta p - \Delta p^*$), en otras palabras, que el tipo de cambio real permanece constante:

$$PPC: \Delta e = \Delta p - \Delta p^* \Rightarrow \Delta q = 0$$

¿Qué ocurrirá cuando el tipo de cambio dentro de la Unión Monetaria desaparezca? La respuesta depende de la visión que se tenga del proceso inflacionista. Si se considera que el fenómeno inflacionista es puramente monetario, se llega a una conclusión tranquilizadora: puesto que la UME implica una oferta monetaria única, los diferenciales de inflación desaparecerán tras la UME, por lo que en la práctica no se producirán pérdidas de competitividad ni serán necesarias las correcciones del tipo de cambio nominal. La convergencia en inflación mostrada en la figura 1 y que, como hemos dicho, viene dada por la perspectiva de la UME, parece sustentar esta visión. Sin embargo, la evolución de los precios también depende de factores reales. Si estos factores reales son diferentes entre países, podrían originarse diferenciales de inflación e, incluso, que fueran permanentes. En este caso, el tipo de cambio real no sería constante y la PPC no se cumpliría.

Por lo tanto, la clave para dilucidar si potencialmente pueden haber diferenciales de inflación en la UME es observar la evolución del tipo de cambio real y, posteriormente, describir cuáles son los factores reales que están detrás de tal evolución. Existen técnicas más o menos sofisticadas para identificar cuáles son estos determinantes, pero la mencionada PPC nos puede servir de simple regla para determinar esta cuestión.

La figura 3 muestra la evolución de los precios relativos —tomando como base los diferentes IPCs, el tipo de cambio nominal y el tipo de cambio real entre España y el resto del mundo—. Se observa que los precios relativos ($p - p^*$) muestran una tendencia ascendente, reflejando una mayor inflación en España por término medio; del mismo modo, el tipo de cambio nominal se ha depreciado paulatinamente ($\Delta e > 0$), pero esta depreciación ha sido insuficiente para compensar los diferenciales de inflación. A resultas de ello, el tipo de cambio real ha tendido a apreciarse ($\Delta q < 0$) y la hipótesis de la PPC no se ha cumplido.



Fuente: Banco de España.

Nota: En el tipo de cambio nominal y en el real una subida representa una depreciación.

Figura 3

Tipo de cambio y precios relativos.
(Frente a países desarrollados [1972 = 100])

¿Cuáles son las implicaciones de este resultados? La tendencia a la apreciación del tipo de cambio real indica que esta es un resultado de largo plazo y por lo tanto compatible con el equilibrio de la economía; en otras palabras, han existido factores reales que han determinado la apreciación del tipo de cambio real. La segunda implicación del cuadro es también interesante en el contexto de la Unión Monetaria: los dife-

renciales de precios han sido mucho mayores que la apreciación acumulada del tipo de cambio real y esto implica que los factores monetarios han jugado un papel predominante en los diferenciales de inflación y en la evolución del tipo de cambio nominal. La Unión Monetaria eliminará el diferencial debido a este factor, pero no afectará necesariamente la brecha debida a los factores reales, por lo que, en principio, es perfectamente posible que los diferenciales de inflación persistan en la Unión Monetaria.

Ahora bien, si esto es así, ¿qué ocurre con la competitividad de los productos en los países que tengan una tasa mayor de inflación? En la discusión anterior hemos hecho un supuesto fundamental: todos los bienes son *comercializables* y, en principio, la competitividad exterior sólo depende de la evolución de los precios de los bienes comercializables. Sin embargo, normalmente los índices de precios más utilizados (IPC, deflactor del PIB) representan una cesta de consumo a la que pertenecen multitud de bienes que no pueden ser objeto de transacción exterior (vivienda, sanidad, fontanería, etc.). La diferencia es clave porque en estos bienes el concepto de competitividad es más difuso y, por lo tanto, la lógica económica para el cumplimiento de la PPC no se da. Ello implica que la apreciación real observada en la figura no significa una pérdida de competitividad si los precios de los servicios tienden a crecer más que el de los bienes comercializables. Además esta distinción entre bienes comercializables y no comercializables resulta ser clave para determinar las fuentes de inflación diferencial en una Unión Monetaria.

INFLACIÓN SECTORIAL Y DIFERENCIALES DE INFLACIÓN

Con el fin de identificar la importancia de considerar dos sectores en la economía se requiere desarrollar un poco más la definición de q . Denotemos con el índice T a los bienes comercializables y con el índice N al sector de bienes no comercializables, que, por simplicidad, denominaremos servicios. El IPC (o el deflactor del PIB) de cada país es una media ponderada de los precios de cada sector, expresada en logaritmos:

$$\begin{aligned} p &= (1 - \alpha)p_T + \alpha p_N \\ p^* &= (1 - \alpha)p_T^* + \alpha p_N^* \end{aligned}$$

En esta expresión hemos supuesto que α , la participación de los bienes no comercializables en el IPC es igual entre países. Sustituyendo es-

tas expresiones en la definición del tipo de cambio real y operando obtenemos

$$q = e - (p - p^*) = [e - (p_T - p_T^*)] + \alpha[(p_N^* - p_T^*) - (p_N - p_T)]$$

La primera parte de la expresión está relacionada con la competitividad de la economía, pues se refiere a los bienes comercializables. Por las razones expuestas anteriormente, podemos suponer que la PPC se cumple en los bienes comercializables ($\Delta e = \Delta p_T - \Delta p_T^*$). Pero además, en la UME el tipo de cambio nominal desaparecerá. Esto implica que los diferenciales de inflación en la UME dependerán de los diferenciales de inflación en el sector de bienes no comercializables:

$$\Delta p - \Delta p^* = -\Delta q = \alpha(\Delta p_N - \Delta p_N^*)$$

Ahora bien, ¿por qué la inflación en el sector servicios puede ser diferente entre países? La respuesta inmediata es que, al tratarse de un sector protegido de la competencia externa, la evolución de sus precios y costes es autónoma y no tiene consecuencias inmediatas para la competitividad externa². De hecho, en países como España la inflación en el sector de bienes no comercializables ha sido tradicionalmente mayor que en el sector de comercializables, generando un problema de inflación dual, tal como veremos en la figura 4.

Aun siendo ésta una razón correcta, conviene formalizar un poco más la cuestión desarrollando la llamada hipótesis de productividad, según la cual los diferenciales de inflación entre sectores reflejan diferenciales de productividad.

LA HIPÓTESIS DE PRODUCTIVIDAD Y LOS DIFERENCIALES DE INFLACIÓN

La llamada hipótesis de productividad se deriva directamente de los supuestos básicos de los modelos de oferta. El primero es la igualación entre la productividad marginal del trabajo (*PML*) y el salario real en cada sector. En general, la productividad marginal puede aproximarse por la productividad media (y_T, y_N). El segundo supuesto es la movilidad del tra

² Sin embargo, a largo plazo la inflación en el sector de no comercializables sí que puede generar problemas de competitividad puesto que muchos servicios son un componente de los costes de los productos comercializables.

bajo entre sectores, en busca de un salario más alto. Si esto es así, el trabajo se desplaza a los sectores con productividad más alta, de tal manera que, en equilibrio, el salario nominal que denominamos w es igual entre sectores, obtenemos estas relaciones (expresadas en logaritmos)³:

$$\begin{aligned}w - p_T &= y_T \\w - p_N &= y_N\end{aligned}$$

Si despejamos el diferencial de precios en esta expresión, podemos derivar la hipótesis de productividad:

$$p_N - p_T = y_T - y_N$$

Esta igualdad, expresada en tasas de crecimiento implica que, cuanto mayor sea la diferencia entre el crecimiento de la productividad en el sector comercializable y en el sector servicios ($y_T - y_N$), mayor será la inflación diferencial en éste último. La razón para este resultado estriba en la movilidad del trabajo entre sectores y la consecuente igualación de los salarios nominales. Si la productividad en el sector servicios crece menos que en el sector de bienes comercializables, para que se cumpla la igualdad entre salario real y productividad marginal sectorial, sus precios deberán crecer más.

En el contexto de la UME es evidente que si los diferenciales de productividad son diferentes entre países, existirán diferenciales de inflación entre países. En concreto, es fácil demostrar que los diferenciales de inflación entre países vienen dados por la siguiente expresión:

$$\Delta p - \Delta p^* = \alpha[\Delta(y_T - y_N) - \Delta(y_T^* - y_N^*)]$$

Por lo tanto, aquellos países en que los incrementos en la productividad en el sector de comercializables es relativamente mayor tendrán una mayor tasa de inflación.

³ Esta expresión es una simplificación del resultado que se obtiene en los modelos neoclásicos con una producción Cobb-Douglas.

En la tercera expresión k refleja la intensidad relativa de utilización del factor trabajo en cada uno de los sectores. k suele tomar un valor negativo cero —en logaritmos—, puesto que los servicios suelen ser más intensivos en el factor trabajo que los bienes comercializables.

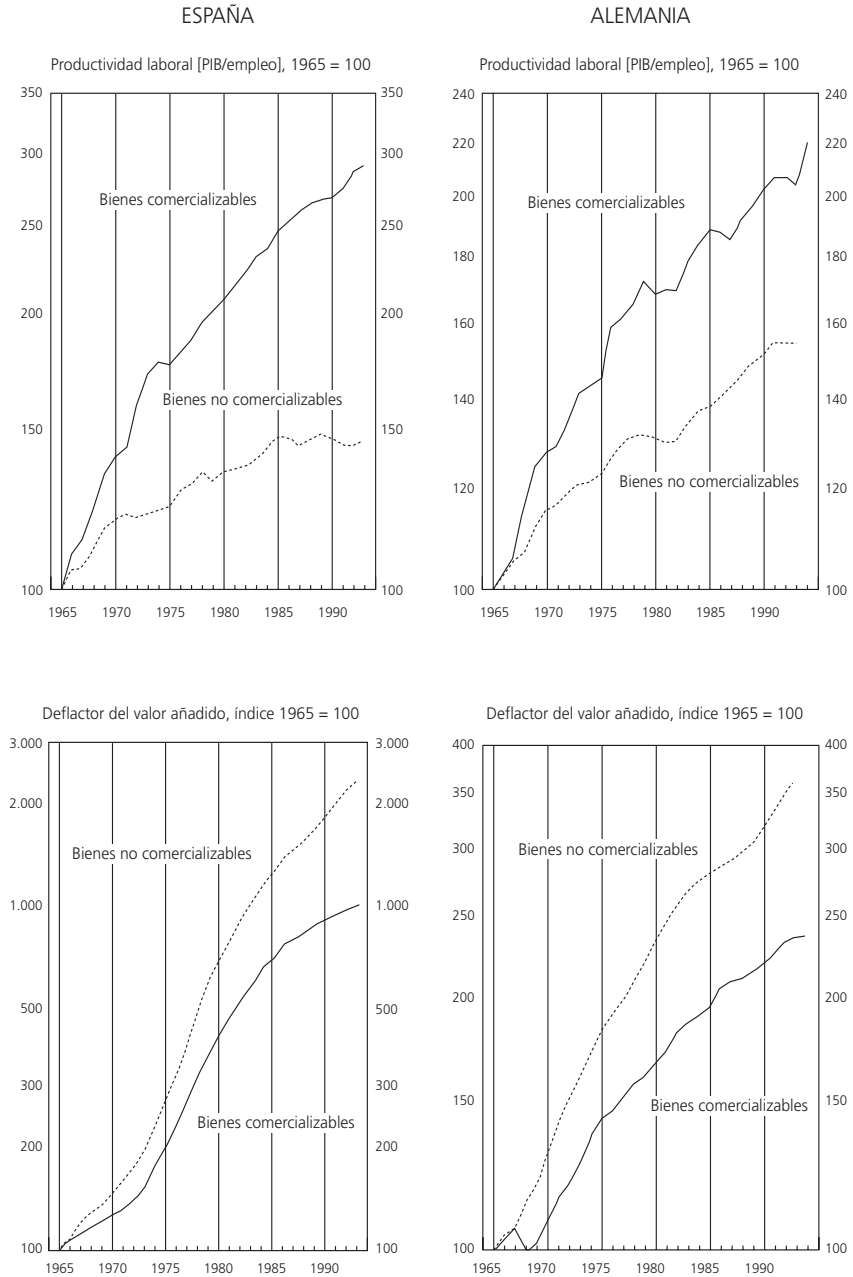


Figura 4

DIFERENCIAS POTENCIALES DE INFLACIÓN EN LA UME

La figura 4 nos muestra los diferenciales de productividad y los niveles de precios por sectores en España y en un país de referencia como es Alemania. En ambos se observa el cumplimiento de la hipótesis de productividad, puesto que el mayor crecimiento de la productividad de los comercializables se traduce en una mayor inflación en los bienes no comercializables. Pero además una inspección más detenida de la figura nos indica que el crecimiento de la productividad en el sector de comercializables ha sido mayor en España, mientras que las diferencias son menores en el sector de bienes no comercializables. De aquí se deduce que, *a priori* y dada la teoría presentada en la sección anterior, la inflación española dentro de la Unión Monetaria también tenderá a ser mayor que la alemana, a pesar de la existencia de una oferta monetaria común.

Para cuantificar teóricamente cuales son los potenciales diferenciales de inflación hemos realizado un ejercicio, en el que extrapolamos al futuro las diferencias de productividad entre los países miembros de la UME y aplicamos la fórmula que aparece en la ecuación anterior. Dado un objetivo de inflación *agregado* del 2%, que la PPC se cumple en el sector de bienes comercializables, la figura 5 muestra las tasas de inflación nacionales⁴. Hemos dibujado la figura a la misma escala que la anterior, para que se pueda observar la magnitud de los diferenciales. Destaca el hecho de que Alemania es el país que goza de la menor tasa de inflación, mientras que Italia y Bélgica son los países más inflacionistas. España está situada por encima de la media de inflación.

Se debe subrayar que, en principio, estas tasas de inflación están determinadas exclusivamente por factores reales. Los factores monetarios, la divergencia en el crecimiento de la cantidad de dinero han sido habitualmente considerados como la principal fuente de inflación, de tal modo que la naturaleza de la inflación de esta figura es completamente diferente a la de la figura 2. Llama la atención sin embargo, que los países considerados entre los menos y los más inflacionistas, Alemania e Italia, respectivamente mantengan su situación. Por el contrario,

⁴ El ejercicio se ha realizado con un valor de α igual a $2/3$ para todos los países. La inflación agregada es una media de las inflaciones nacionales ponderadas por la participación en el PIB de la UME. Para más detalles sobre cómo se han hallado las inflaciones nacionales, ver el trabajo de ALBEROLA & TYRVÄINEN (1998), *Is there scope for inflation differentials in EMU?*, publicado como Documento de Trabajo del Banco de España. Para los países de la UME que faltan en la tabla (Portugal, Irlanda y Luxemburgo, no se disponían de datos desagregados sectorialmente).

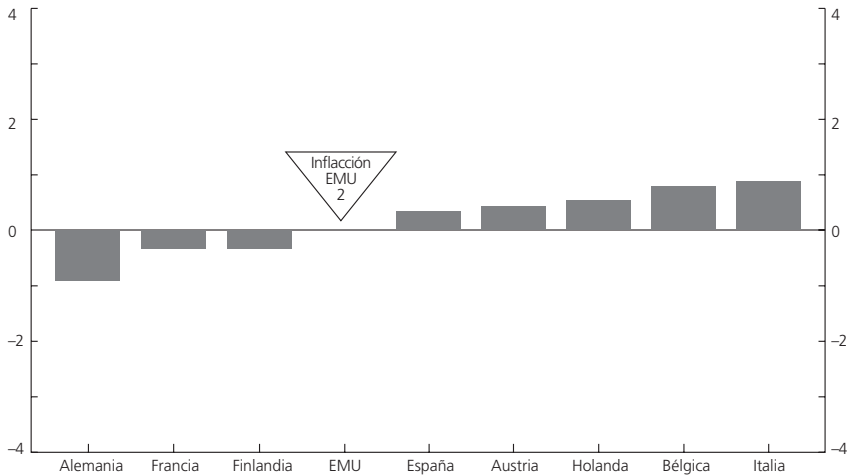


Figura 5

Diferencial de inflación derivados de diferenciales de productividad.
(Ejercicio de simulación)

otros países de inflación baja como Holanda, Bélgica o Austria aparecen como países inflacionistas, mientras que Finlandia, que ha sufrido altas tasas de inflación, aparece con una baja tasa.

¿Cuál es la trascendencia de este ejercicio para la existencia *efectiva* de diferenciales de inflación en la UME? En realidad, no demasiada. En todo caso, alertar sobre la posibilidad de que *potencialmente* pueden persistir diferenciales de inflación una vez eliminada la diversidad de ofertas monetarias. Sin embargo, para poder juzgar si dicho potencial se verificará es necesario conocer qué se oculta detrás de los diferenciales de productividad.

FUENTES REALES DE INFLACIÓN DIFERENCIAL

¿Por qué es de esperar que la productividad crezca más en el sector de bienes comercializables? ¿Puede esperarse que este diferencial sea diferente entre países tras la Unión Monetaria? En la sección anterior observamos que efectivamente la hipótesis de productividad se cumple, pero no hemos indagado en sus causas. Sólo si logramos contestar a ambas preguntas de modo razonable, podremos identificar las posibles fuentes de inflación diferencial en la Unión Monetaria.

Existen tres teorías diferentes que permiten explicar la hipótesis de productividad y los diferenciales de inflación entre países. La primera está basada en factores de oferta, la segunda en factores de demanda y la tercera está relacionada con el funcionamiento de los mercados de trabajo y productos.

Factores de oferta. La hipótesis de Balassa y Samuelson

La explicación que Bela Balassa y Paul Samuelson dieron a la hipótesis de productividad es, sin duda, la interpretación más popular de la misma. De hecho, el modelo esbozado arriba es el que utilizaron estos autores⁵.

El sector de bienes comercializables, como hemos dicho, se caracteriza por ser más intensivo en capital. El desarrollo económico se basa en el progreso técnico incorporado en el nuevo capital; por el contrario, en el sector servicios la productividad crece a ritmos más moderados por su baja relación capital-trabajo. Por lo tanto, resulta lógico que la productividad en el sector servicios crezca menos que en el sector de comercializables, lo que implica —como hemos visto— una mayor inflación en los servicios. Si extrapolamos este argumento a la comparación entre países, llegamos a la conclusión de que aquellos países que más crezcan observarán una apreciación de su tipo de cambio y, en general, mayores tasas de inflación.

Evidentemente, esta teoría mantiene una visión optimista del proceso inflacionario, que, a lo sumo, puede considerarse como necesario, en el proceso de convergencia entre países. Así, la apreciación real de la peseta, derivada del mayor crecimiento relativo de la productividad en nuestro país, sería una consecuencia de la convergencia con los países ricos.

Otros factores: demanda y funcionamiento de los mercados

Los factores de demanda complementan la hipótesis anterior, debido a que, como es bien sabido, la demanda de servicios, turismo, etc —que entran dentro de la categoría de bienes no comercializables— se incrementa con el nivel de renta de la economía. Puesto que los precios de este sector se determinan autónomamente, la mayor demanda irá aparejada a una mayor inflación. Por lo tanto, la convergencia real tenderá a llevar aparejada inflación dual y apreciación cambiaria, tanto por el lado de la oferta como de la demanda.

⁵ Bela BALASSA (1964). «The Purchasing Power Parity: A Reappraisal», *Journal of Political Economy*, pp. 584-596. Paul SAMUELSON (1964). «Theoretical Notes on Trade Problems», *Review of Economics and Statistics*, pp. 145-54.

Hasta aquí, pues, los posibles diferenciales de inflación tras la unión monetaria tienen una lectura positiva: si surgen será porque se está convergiendo en términos reales con el resto de Europa. Sin embargo, esta visión se ensombrece cuando tenemos en cuenta otros factores que también generan diferenciales de productividad.

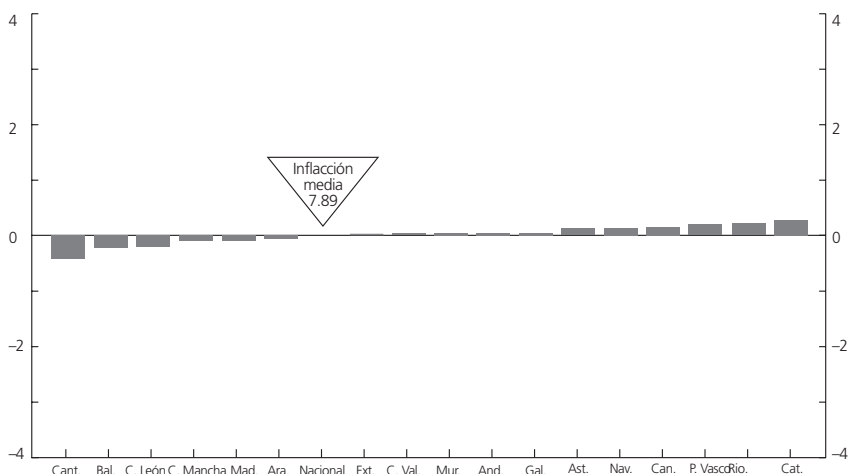
Estos factores están relacionados con el funcionamiento de los mercados de bienes. La dicotomía entre el sector de comercializables —abierto a la competencia— y el sector de no comercializables —protegido de la competencia— significa, sobre todo cuando en este último tampoco hay competencia *interna*, que las empresas pueden trasladar más fácilmente a incrementos de precios las demandas salariales. En estas circunstancias, las presiones salariales pueden acomodarse, y por lo tanto, tenderán a ser mayores.

Por otro lado, en algunos países como el nuestro, las negociaciones salariales no son independientes entre sectores. Ello implica que las presiones salariales pueden trasladarse al sector de comercializables. En este caso, las fábricas de ese sector perderán competitividad y a largo plazo, reajustarán su plantilla o, simplemente cerrarán, incrementándose la productividad observada en este sector, pero no por las razones positivas que observábamos antes, sino por un comportamiento inadecuado de los mercados.

En realidad, la experiencia española permite sospechar que una parte importante de los diferenciales de productividad e inflación observados se explica por este tipo de comportamiento: falta de competencia en el sector servicios y rigideces en el mercado de trabajo. Además, en nuestro caso, la crisis de empleo en el sector manufacturero ha sido absorbida parcialmente por empleo público, derivado principalmente de la descentralización administrativa y de la mayor provisión de bienes públicos, lo cual ha contribuido ulteriormente a incrementar la demanda y los precios en el sector de bienes no comercializables.

CONCLUSIÓN. DIFERENCIALES DE INFLACIÓN EN LA UNIÓN MONETARIA

Llegados a este punto, tenemos los elementos teóricos para cuestionarnos sobre la posibilidad de que persistan diferenciales de inflación dentro de la Unión Monetaria. Hemos observado que existen razones teóricas relevantes que permiten explicar los diferenciales de productividad entre sectores y países y, por ende, la posibilidad de que existan diferenciales de inflación. De hecho, si pensamos que la UME debería contribuir a permitir una convergencia real entre países, la existencia de diferenciales de inflación puede ser vista como una consecuencia indeseada pero inevitable del proceso de convergencia.

**Figura 6**

Diferencial de inflación regional con la nacional.
(Media 1980-1997)

Si extrapolamos las tendencias de productividad pasadas observamos que los diferenciales de inflación son apreciables. De aquí podríamos inferir la posibilidad de que haya importantes diferenciales de inflación en la Unión Monetaria. Pero, ¿qué ocurre en realidad en las uniones monetarias? La figura 6 muestra los diferenciales de inflación de una unión monetaria bien conocida: las regiones españolas. Puesto que la figura está hecho a la misma escala de las anteriores, es inmediato observar que los diferenciales de inflación son de muy pequeña magnitud. Esta alta convergencia en inflación entre regiones de una unión monetaria es generalizada y persiste aun en el caso de que existan diferenciales de productividad entre regiones. La razón para esta drástica reducción se puede ilustrar recordando la expresión del diferencial de inflación, donde ahora nos referimos a las regiones:

$$\Delta p - \Delta p^* = \alpha[\Delta(y_T - y_N) - \Delta(y_T^* - y_N^*)]$$

Como vemos la existencia de un diferencial de inflación depende tanto de los diferenciales de productividad como del valor que tome α , el porcentaje de no comercializables en el gasto. Ahora bien, en la derivación de esta expresión lo que caracteriza a los bienes comercializables

no es su naturaleza, sino el hecho de que se cumpla la PPC, es decir que sus precios evolucionen igual en todos los países o regiones. Si nos paramos a pensar un poco, en una unión monetaria como la nuestra, plenamente consolidada y con un altísimo grado de integración, en la que la estructura impositiva es igual en todas las regiones, en las que multitud de empresas de servicios —grandes almacenes, hoteles, seguros, servicios médicos, etc.— fijan sus precios y salarios a nivel nacional, existe un gran porcentaje de servicios para los que también se cumple la PPC, por lo que, de hecho, el valor de $\pi\alpha$, y por lo tanto, los diferenciales de inflación regionales son mucho menores de lo que implica la expresión anterior.

Así pues, entre la simulación realizada y la realidad de las uniones monetaria existe un fuerte contraste. ¿Que ocurrirá entonces cuando se instaure la moneda única?

La UME supone un gran cambio de régimen económico entre países, un impulso muy importante a la integración económica y una mayor competencia entre países al no existir la posibilidad de recurrir a devaluaciones para restaurar los niveles de competitividad. En definitiva, la moneda única es un fuerte elemento disciplinador que debe contribuir a cambiar la actitud de los agentes, tanto de los trabajadores como de los empresarios, y la de las autoridades. Como hemos señalado, existe la sospecha de que los diferenciales de productividad han reflejado precisamente esta falta de disciplina en la fijación de precios y salarios.

En la medida en que esto cambie a raíz de la instauración de la moneda única, los diferenciales de productividad y la inflación diferencial pueden moderarse sustancialmente, incluso si la UME favorece un proceso de convergencia real. Es de destacar en este sentido, la fuerte aceleración del crecimiento en países como Irlanda, España o Portugal, favorecidos por un clima de estabilidad macroeconómica que se ha traducido en mejores perspectivas empresariales y en una fuerte caída de los tipos reales de interés que, hasta el momento, no ha generado presiones inflacionistas importantes.

No obstante, tenemos que tener en cuenta que las reducidas divergencias regionales de inflación son el producto de un proceso de integración secular y que la UME, aunque supone un salto cualitativo muy importante en términos de integración, de adaptación de las actitudes, comportamientos y estrategias de los agentes, puede llevar un largo tiempo.

Por lo tanto, podemos augurar que los diferenciales de inflación en los primeros años de la UME pueden ser significativos. Probablemente serán menores que lo que nuestro ejercicio indica, pero mayores que las divergencia de inflación entre las regiones de las uniones monetarias

consolidadas. Puesto que, como señalamos en la introducción, los diferenciales de inflación entre países pueden causar problemas importantes en la gestión de las políticas económicas nacionales y en la propia gestión del BCE, los gobiernos deben fomentar la reducción de los diferenciales de productividad entre sectores. ¿Cómo hacerlo? Por un lado, fomentando incrementos de productividad de los bienes no comercializables, a través de la desregulación y liberalización de sus sectores. Por otro lado, incrementando la flexibilidad en la fijación salarial y, en general, en el mercado de trabajo, para que las presiones salariales no se trasmitan entre sectores.

La incidencia del euro en la estrategia de los agentes económicos españoles

por Leyre Arana Suárez
Alumna del Master del IEE

Sumario: 1. INTRODUCCIÓN.—2. EL CAMINO HACIA LA MONEDA ÚNICA: INCERTIDUMBRES DEL PROYECTO DE UNIÓN MONETARIA.—2.1. **Calendario de la UEM: una visión desde la empresa.**—2.2. **Incertidumbres para la empresa.**—3. ESTRATEGIAS DE LAS EMPRESAS ANTE EL EURO.—3.1. **Posibles estrategias de transición para las empresas.**—3.2. **Necesidad de una estrategia global.**—4. EL IMPACTO DEL EURO EN LOS AGENTES ECONÓMICOS ESPAÑOLES.—4.1. **Las PYMES.**—4.2. **Otras empresas.**—4.3. **Sector público.**—4.4. **Consumidores.**—5. CONCLUSIONES.

1. INTRODUCCIÓN

Cuando en febrero de 1992 se firmaba el Tratado de Maastricht se vivían en Europa momentos de euforia y optimismo en el proyecto de construcción europea. Poco después, con el referéndum de Dinamarca y el posterior en Francia, se temió una vez más que se aplazaría la Unión Monetaria. En la actualidad, en las puertas del siglo XXI, nos enfrentamos a un hecho sin precedentes en la historia.

La construcción del mercado interior no ha sido fácil. Suprimir los derechos arancelarios, símbolo de la protección a la producción nacional, es un paso adelante; unificar nuestros aranceles de cara al mundo exterior supone una toma de conciencia de la unidad del mercado europeo; pero la próxima pérdida de las distintas monedas europeas, símbolos nacionales por excelencia, no sólo supone ahondar en el mercado interior sino también enfrentarse al exterior aprovechando la sinergia del poder económico y político de los estados miembros.

El proceso hacia la convergencia real es laborioso. Como señala José Luis Raymond Bara¹,

¹ RAYMOND BARA, José Luis: «Crecimiento económico, convergencia real con Europa y paro en España» en *El espacio social y el empleo en la construcción europea*, Federación de Cajas de Ahorro Vasco Navarras, Ekonomi Gerizan, Vitoria, 1998, p. 176.

«La convergencia real de España con Europa lleva estancada del orden de dos décadas. Reanudar esta convergencia real exige por parte de España un esfuerzo diferencial por crecer, que debe materializarse en una tasa de inversión más elevada que en el promedio de los países comunitarios, así como en un mejor aprovechamiento de los recursos productivos y, en particular, de su población potencialmente ocupada».

El esfuerzo debe ser importante, porque el reparto de beneficios que traerá consigo la UME es, por el momento, imprevisible, ya que será función de la capacidad de los diversos agentes, sectores y países para competir en la nueva Europa. Con la moneda única, la Unión Europea va a incrementar su poder económico en el mundo, por lo que nos enfrentamos a un reto que puede suponer una gran oportunidad para nuestras empresas.

Datos económicos de la UE y USA

	UE	USA
Habitantes	350 mill.	260 mill.
%PIB total países industrializados	40%	40%
%PIB total mundial	20%	20%
%exportaciones mundiales	16%	12%

Fuente: Banco de España, La Unión Monetaria Europea: cuestiones fundamentales, Madrid (1997).

El camino por recorrer es largo y será necesario esforzarse si queremos llegar con éxito hasta el final.

2. EL CAMINO HACIA LA MONEDA ÚNICA: INCERTIDUMBRES DEL PROYECTO DE UNIÓN MONETARIA

2.1. Calendario de la UEM: una visión desde la empresa

Hoy ya nadie duda de la incorporación de España a la UME en el primer grupo de salida. Tampoco nadie duda ya del cumplimiento de los plazos previstos en el calendario del Consejo de Madrid (1995). El aplazamiento de la UME llevaría a una pérdida de confianza de los mercados en el proyecto, lo que generaría graves tensiones cambiarias. A nivel político, el coste del aplazamiento también sería alto: se ha apostado fuerte por la moneda única, los políticos se han comprometido de forma reite-

rada con el proyecto y el aplazamiento se sentiría como un fallo en el camino de la construcción europea, un parón tal vez sin solución.

De sobra es conocido el calendario del proyecto, pero, ¿qué significa cada etapa para las empresas? La publicación en España del Plan Nacional para la Transición al euro ha supuesto la clarificación de algunas cuestiones todavía pendientes de dilucidar por la administración. Es probable que algunas de las fechas señaladas sean meramente orientativas, pero, en conjunto, los agentes económicos tienen ahora una referencia bastante precisa a la que atenerse.

El día 3 de mayo de 1998 será un día clave en la historia europea. Este día se clausurará el Consejo Europeo en el que se habrán elegido los países que accedan a la tercera fase de la UEM y se anunciarán los tipos de cambio bilaterales entre las monedas nacionales de dichos países. Al mismo tiempo, se nombrará el Comité Ejecutivo del BCE, se establecerá el SEBC y se llevarán a cabo los preparativos finales del BCE-SEBC (adopción de legislaciones...).

El día 1 de enero de 1999 se iniciará la tercera fase de la UEM con la sustitución de las monedas nacionales de los países miembros por el euro, y además se fijará el tipo de conversión irrevocable entre éstas y el euro. Comenzará a funcionar el nuevo mecanismo de cambio que vinculará el euro con las monedas nacionales de los países comunitarios pero no participantes en la UEM.

Desde el día 4 de enero se iniciará el uso del euro de manera escritural (transferencias, anotaciones, actos jurídicos...); esta utilización estará sujeta al principio de «no obligación - no prohibición», es decir, dependerá de la voluntad de ambas partes y coexistirá con la utilización de la peseta. El mercado de capitales pasará a operar en euros —las bolsas españolas estarán preparadas para cotizar en euros desde el 4 de enero de 1999: en principio esta medida afectará a los mercados y a los intermediarios, pudiendo los inversores decidir en cada caso si su relación con los intermediarios se realiza en euros o en su moneda nacional durante el período transitorio hasta el año 2002— y la deuda pública española se emitirá en euros. Además, se redenominará en la nueva moneda la deuda pública viva. El Banco de España también redenominará en euros todas sus cuentas con las administraciones públicas. En general, cualquier acto podrá denominarse en euros si así lo acuerdan las partes.

Podrán crearse sociedades cuyo capital social se exprese en euros y las ya existentes podrán convertir dicha cifra a la nueva moneda. Un dato interesante es que desde el día 1 de enero de 1999 las empresas españolas podrán llevar su contabilidad exclusivamente en euros, a diferencia de lo que se exigía en una anterior directiva por la que habría que acompañar las cuentas en euros de las cuentas en la moneda nacional corres-

pondiente hasta el año 2001 incluido. Así, las empresas podrán elegir la moneda en la que van a expresar sus cuentas, aunque se podrá exigir un resumen de las cuentas en pesetas y el primer año que presenten sus cuentas en euros también se adjuntarán en euros las cifras de las cuentas del año precedente para facilitar la comparación de las cuentas de ambos ejercicios. Una vez elegida la moneda en la que se denominarán las cuentas, ésta deberá ser la misma para todas las operaciones y para todos los libros y registros. También podrán presentarse en euros las declaraciones del impuesto de sociedades e IVA desde ese mismo día.

En el año 2001 se prepararán y discutirán en euros los Presupuestos Generales del año siguiente. A partir del año 2002, todos los pagos escriturales se harán exclusivamente en euros y todo acto jurídico que contenga referencias a pesetas se tomará como referido al euro sin que sea necesaria la modificación material o física del documento.

El siguiente cuadro intenta reflejar en qué consistirá la utilización opcional del euro durante los próximos años²:

	Fecha
<i>Opciones para las empresas</i>	
Creación de sociedades en euros	1-1-1999
Redenominación del Capital Social	1-1-1999
Redenominación automática del Capital Social	1-1-2002
Contabilidad privada en euros	1-1-1999
Formulación y depósito de cuentas en euros	1-1-1999
Información en euros a Organismos de Supervisión	1-1-1999
Pago de impuestos en euros	1-1-1999
Declaración del Impuesto de Sociedades	1-1-1999
Declaración de IVA	1-1-1999
Declaración de impuestos locales	1-1-2002
Daclaración del resto de figuras impositivas	1-1-2002
Pago de cotizaciones a la Seguridad Social	1-1-1999
<i>Administraciones públicas</i>	
Contabilidad Pública en euros	1-1-2002
Deuda Pública: nuevas emisiones	1-1-1999
Deuda Pública: redenominación de la deuda pública	1-1-1999
<i>Personas físicas</i>	
Pagos y cobros en metálico	1-1-2002
Pago de impuestos en euros	1-1-1999
Declaraciones de impuestos	1-1-2002

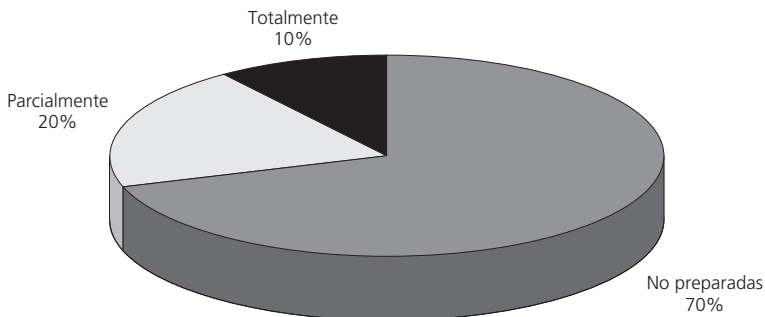
² Datos del Plan Nacional para la Transición al Euro, 1997.

Las empresas deben, en base a este calendario, prepararse para el euro. Deben seguir muy atentamente el proceso de convergencia, y analizar los acuerdos que se vayan alcanzando. El paso fundamental es identificar los efectos de todos estos acontecimientos sobre la empresa concreta y, una vez identificados, diseñar las estrategias de adaptación. Este análisis debería haberse iniciado hace tiempo, con la firma del Tratado de Maastricht, sin embargo, sólo las grandes empresas y la banca se están preparando seriamente para la moneda única.

Según un estudio de Price Waterhouse, las empresas españolas son, junto a las francesas, las menos preparadas, mientras que muchas alemanas ya lo están totalmente. Numerosas encuestas muestran el optimismo de los empresarios respecto a las repercusiones positivas del euro en sus negocios, sin embargo, todas ellas muestran también que su información sobre el euro es mínima —así concluyen estudios del BBV, KPMG Management Consulting y Andersen Consulting entre otros—. Resulta difícil comprender por qué, si las empresas piensan que la moneda única va a suponer una mejora de la economía, no se detienen a analizar cómo obtener el mayor beneficio posible.

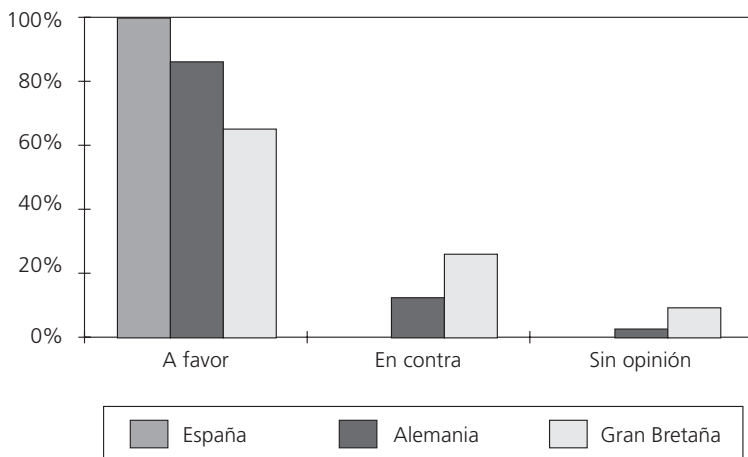
Teniendo en cuenta la importancia de la preparación estratégica de las empresas, se podría decir que «más vale tarde que nunca», por lo que las empresas que no hayan iniciado sus planes estratégicos de cara al euro todavía están a tiempo de iniciarlos pero no deben retrasarse más. Cada día que transcurre sin prepararse adecuadamente puede suponer una menor competitividad en el futuro.

A partir del 1 de enero del año 2002, las empresas se encontrarán con la dualidad de monedas, ésto llevará a la dualidad de precios, a importantes cambios en la tesorería y a una necesaria adaptación técnica de las máquinas expendedoras y registradoras y, por supuesto, del soporte informático.



Fuente: Price Waterhouse.

Nivel de preparación de las empresas españolas de cara al euro



Fuente: Andersen Consulting.

Apoyo al euro

Por último, el día 1 de julio del mismo año supone el fin del proceso de adaptación, lo que conlleva el fin de la dualidad y por tanto el inicio de la operativa exclusiva en euros.

La competitividad de las empresas en este nuevo mercado totalmente integrado dependerá en gran medida de la preparación de las empresas hasta el día 1 de julio del año 2002. Las empresas deberán llevar a cabo un intenso trabajo de investigación y planificación si pretenden diseñar una estrategia de transición que se adecúe al máximo a sus necesidades y al entorno competitivo en el que operan. El cambio al euro afectará a todas las empresas, y en todas sus áreas de actividad. Los directivos tendrán que estudiar detenidamente las ventajas e inconvenientes de utilizar el euro durante el período transitorio: este equilibrio entre beneficios y costes variará de una empresa a otra, dependiendo del sector de actividad, de su grado de internacionalización, su especialización y su capacidad competitiva entre otros factores.

2.2. Incertidumbres para las empresas

El camino hacia el euro está ya bastante definido. Pero hay mucho dinero que depende del desarrollo concreto del calendario. Es cierto que la publicación del Plan Nacional para la Transición al euro ha ayudado a aclarar algunas cuestiones a las empresas. Este plan, junto con la reciente

resolución adoptada por los ministros de Hacienda de los Quince en Mondorf-les-Bains (Luxemburgo) —respecto al anuncio de los tipos de cambio bilaterales entre las monedas participantes en la UEM que se producirá simultáneamente al de la lista de miembros del primer grupo del euro— ha supuesto un alivio para las empresas inmersas en un mar de incertidumbres a las que nadie daba solución³. El objetivo principal de adelantar el anuncio de los tipos de cambio bilaterales es reforzar la credibilidad de la UEM y disminuir la incertidumbre, de forma que los operadores puedan ajustar sus estrategias desde la primavera de este año hasta comienzos de 1999.

A pesar de las numerosas preguntas que se hacen los agentes económicos sobre la introducción del euro y sus repercusiones legales, muchos aspectos ya han sido definidos. Muy importantes son el principio de la continuidad de los contratos, la presunción de que toda referencia al ecu en cualquier contrato se refiere al ecu oficial (si bien las partes podrán llegar a otro acuerdo), y la fijación de la conversión del ecu al euro en 1:1.

Pero todavía son muchas las preguntas sin respuesta: si los gastos de adaptación al euro se deben contabilizar como costes o como inversiones, en cuántos ejercicios se van a poder amortizar. Además, cada sector tiene inherentes unas incertidumbres concretas: por ejemplo, el comercio es el más interesado en que se aclare cuanto antes todo lo relativo a duplicidad de etiquetaje, el redondeo de los precios en el momento de su redenominación al euro y la decisión final sobre el inicio y duración del período de coexistencia entre monedas nacionales y euros. También los sectores de distribución y la banca abogan por un acortamiento de esta fase de convivencia de las monedas.

La queja fundamental de las empresas se basa en que todavía no conocemos qué países formarán parte de la primera velocidad de la Unión Monetaria. Es perfectamente comprensible su miedo: sería interesante saber con total seguridad si vamos a estar en ese grupo de salida, y, en caso de estarlo, quiénes nos acompañarán. Así sabríamos el nivel de competitividad al que nos vamos a tener que enfrentar y qué países podrán seguir utilizando el tipo de cambio como instrumento para ganar dicha competitividad⁴. Pero hay que tener en cuenta que la duración del período de transición ya se puede considerar excesiva por las posibles

³ Tal y como se anuncia en el Tratado, el tipo de cambio del euro no se definirá hasta el 1 de enero de 1999, basándose en los tipos de cambio entre el euro y las divisas participantes correspondientes al valor del ecu del 31 de diciembre de 1998.

⁴ Si bien es cierto que con el futuro SME-bis se pretende evitar que los países que se queden fuera en un primer momento puedan recurrir a las devaluaciones en lugar de avanzar en el camino hacia la convergencia mediante políticas más estructurales.

tensiones monetarias que puede acarrear y el consiguiente efecto negativo en los países «out», por lo que no parece en absoluto adecuado adelantar el anuncio de quiénes serán los primeros miembros de la UEM ya que ésto desembocaría en fuertes movimientos especulativos que finalmente desestabilizarían la relación entre los países «in» y «out».

3. ESTRATEGIAS DE LAS EMPRESAS ANTE EL EURO

3.1. Posibles estrategias de transición para las empresas

Las empresas deben formar a su personal, realizar las inversiones necesarias, redefinir sus estrategias comerciales y adaptar sus sistemas contables. Estas tareas requieren tiempo y dedicación.

En cualquier caso, las empresas se enfrentan a distintas alternativas de cara a la utilización del euro:

- *Opción «euro completo» o transición completa e inmediata:* será la utilizada por algunas grandes empresas. Supone que su funcionamiento interno se regirá completamente por la moneda común desde enero de 1999. No obstante tendrán que continuar realizando ciertas operaciones en moneda nacional (algunos proveedores, consumidor final, personal...).
- *Transición postergada a enero del año 2002:* será la utilizada fundamentalmente por las empresas de ámbito estatal y en general por las PYMES.
- *Uso parcial del euro:* también será una opción muy utilizada: el euro será la moneda de ciertas actividades, sobre todo aquellas en conexión con el comercio internacional, pero se mantendrá la moneda nacional para la contabilidad de la empresa. La conversión completa no se producirá hasta el 1 de enero del año 2002.

3.2. Necesidad de una estrategia global

En el informe de la Asociación para la Moneda Única (AMUE) sobre «Gestión de la Transición a la Moneda Única», se resalta la necesidad de un plan para prepararse al euro. Cada empresa debe formar un comité o «plataforma del euro» con representantes de cada departamento de forma que desarrollen un plan de transición.

En un primer momento lo importante es identificar los principales efectos del euro en cada una de las actividades de la empresa: para ésto es necesario constituir grupos de trabajo especializados.

Es necesario estudiar minuciosamente qué modelo de transición de los vistos anteriormente es el más adecuado para la empresa. Cada empresa debe analizar cuáles son sus ventajas concretas para utilizar el euro durante el período transitorio —así por ejemplo la capacidad para ofrecer bienes y servicios en euros puede suponer una ventaja comercial dependiendo del ámbito concreto en el que se mueva la empresa; simplificación y seguridad en el comercio intracomunitario al desaparecer los riesgos cambiarios; acceso a servicios financieros en euros...— y por supuesto, también los inconvenientes de pasarse al euro antes del 1 de enero del 2002 —por ejemplo, el coste de instalar sistemas preparados para trabajar con dos monedas—. Este análisis supondrá la definición de una estrategia de paso a la moneda única con un calendario y un presupuesto fijados.

Como destaca el informe de la AMUE es importante que las empresas inicien sus proyectos de transición a la moneda única cuanto antes. La constitución de la plataforma del euro y el análisis de la estrategia de transición al euro no suponen en un primer momento grandes inversiones financieras, aunque sí la formación del personal y su posterior dedicación. De estas plataformas surgirán los planes estratégicos de las empresas y sus inversiones para llegar a ser más competitivas, sin todo lo cual la empresa estará condenada a la desaparición en un mercado cada vez más competitivo. El impacto estratégico será muy fuerte: la comparación entre precios, salarios y productividades será muy sencilla y totalmente transparente. Y es que la introducción del euro va a afectar a todas las áreas de la empresa:

Departamento Financiero y de Tesorería

Dada la futura desaparición del riesgo cambiario y del coste de transacción, sería conveniente estudiar nuevas alternativas de financiación ajena. Además, a medida que el euro se vaya haciendo un lugar entre las monedas de reserva internacionales, las empresas podrán exigir en sus operaciones extracomunitarias el uso del euro como moneda de pago y cobro, lo que traerá consigo una mayor seguridad. En cuanto a la emisión de pagarés y otros productos financieros, habrá que analizar la conveniencia o no de realizar dichas emisiones en euros o en la moneda nacional durante el período transitorio. Cuando el euro se vaya afianzando en el uso entre los ciudadanos, las empresas serán cada vez menos importantes en relación al gran tamaño que va a suponer el mercado una vez integrado, por lo que dejarán de beneficiarse del prestigio del que gozan actualmente en sus mercados nacionales y que, junto con el riesgo de cambio y la incertidumbre que supone para cualquier ciudadano el te-

ner sus ahorros en una moneda distinta a la suya, hacían que las empresas tuvieran sus emisiones de empréstitos prácticamente aseguradas entre el público nacional de su estado.

En cuanto a la contabilidad, serán imprescindibles cambios en los sistemas contables y en los programas informáticos de forma que sean capaces de desarrollar una contabilidad con la moneda nacional y con el euro durante el período transitorio.

Departamento Comercial

El euro va a tener como consecuencia un aumento del comercio intracomunitario que llevará a una mayor competencia. La transparencia de precios terminará con la actual discriminación de precios entre países que practican algunas empresas. Será necesario establecer los nuevos precios psicológicos en euros⁵ y mantener informado al consumidor. El ciudadano va a agradecer la ayuda de los comerciantes: la información podría suponer con el tiempo una fidelización de la clientela.

Por otro lado, un mercado más abierto va a significar que la empresa esté más cerca de millones de potenciales consumidores europeos. Habrá que analizar las necesidades de dichos ciudadanos europeos, y saber si podemos adaptarnos a ellas a un coste razonable. Esto podría llevar a un cambio de los canales de distribución o a una ampliación de los mismos. Para llegar a estos mercados también habrá que estudiar las características de nuestros competidores en los demás países comunitarios.

En lo que se refiere a aprovisionamiento, la competencia será mucho más abierta, por lo que sería conveniente revisar los costes de los proveedores y compararlos con otros alternativos.

Departamento de Recursos Humanos

La formación del personal puede resultar un factor diferenciador de las empresas ya que, en el largo plazo, traerá consigo beneficiosos resultados: esta formación facilitará que los clientes se sientan bien informados. En un primer momento la formación debe dirigirse fundamentalmente al personal

⁵ Estos nuevos precios psicológicos serán la causa de que los nuevos precios en euros no sean simplemente el resultado de aplicar el tipo de conversión al precio en moneda nacional; sino que una vez aplicado dicho tipo de conversión, el resultado obtenido se modificará de forma que el nuevo precio en euros sea eficaz desde el punto de vista comercial. Es decir, en muchos casos se variará el precio real del producto. El consumidor va a desconfiar en general de los nuevos precios ya que va a pensar que son perjudiciales para él. De ahí la importancia de una adecuada información.

encargado de preparar la estrategia de transición. Así, el personal de los departamentos financiero, contable y de tecnologías de la información son los prioritarios para ser formados; no obstante hay que destacar una vez más la importancia de la formación del personal de toda la empresa, por lo que aunque se puede empezar por los departamentos ya citados, no se debe dejar atrás al resto de empleados. Además, habrá que informar a los trabajadores sobre sus nuevos salarios en euros y también sobre sus futuras pensiones.

Departamento de Informática

Este departamento va a ser clave en la transición al euro. Todos los programas, archivos, bases de datos... con referencias financieras deberán ser modificados. Este departamento necesita que la estrategia de transición de la empresa esté claramente definida: cuándo va a empezar a trabajar la empresa en euros, qué operaciones va a realizar en euros y qué operaciones en moneda nacional... Sería interesante conseguir sinergias con proyectos dirigidos a solucionar el paso al año 2000.

Como señala Angel Corcóstegui⁶,

«No todas las empresas reúnen las condiciones necesarias para actuar en el mercado global europeo. Por ello, tendrán que medir su capacidad y sus posibilidades, y también las de sus competidores. Aquellas empresas que por su dimensión no puedan actuar en el mercado global europeo deben adoptar una estrategia defensiva mediante la especialización de su producto o aprovechando ventajas competitivas en una fase concreta del proceso de producción».

Es decir, no hay que lanzarse al mercado exterior por el simple hecho de ser más fácil y menos arriesgado si la empresa no está suficientemente preparada para ello.

Las empresas de los eventuales países «pre-in»

Estas empresas también deben desarrollar su plan estratégico sin demora. Hay que tener en cuenta que el Tratado estipula que, cada 2 años como máximo, se reexaminará a los países pre-in de su cumplimiento de los criterios de convergencia. Por tanto, en el año 2000 habrá una nueva

⁶ CORCÓSTEGUI GURAYA, A.: «Pautas para el proceso de adaptación empresarial a la moneda única» en *La empresa española ante la Unión Económica y Monetaria*, Círculo de Empresarios Vascos, Bilbao, 1997.

convocatoria de examen, por lo que es posible que se incorporen a la UME nuevos países incluso antes de la puesta en circulación de billetes y monedas en euros.

Además, en cualquier caso, las empresas de los países pre-in deben estar preparadas para trabajar en euros desde el inicio de la UEM. Es probable que las operaciones comerciales entre los participantes y los no participantes se expresen en euros, y también podrán recurrir a servicios financieros en euros.

4. EL IMPACTO DEL EURO EN LOS AGENTES ECONÓMICOS ESPAÑOLES

4.1. Las PYMES

La especialización, más necesaria cada día, ha llevado a las PYMES a una importancia creciente en las economías actuales. Estas PYMES podrán traspasar las fronteras nacionales más fácilmente al no tener que hacer frente a los costes del tipo de cambio (incertidumbre, riesgos asociados a dicha variable). Es decir, casi con total seguridad, van a tender a abrirse al mercado internacional. Y con mercado internacional no me refiero sólo al mercado intracomunitario ya que, a medida que el euro se convierta en moneda de reserva será también más fácil el comercio a nivel mundial para nuestras PYMES. Pero estas empresas, por sus propias características, tienen grandes inconvenientes respecto a las grandes empresas⁷.

Su pequeño tamaño hace que les resulte más difícil obtener información, y en un mercado tan integrado y tan abierto como el actual, la información es muy importante. Esta menor capacidad de información provoca una gran incertidumbre en las PYMES, mayor cuanto más grande es el cambio al que nos enfrentamos.

Como ya he señalado anteriormente, son pocas las PYMES que se están preparando para la moneda única; creen que el sector público será el encargado de realizar los preparativos y coordinar las estrategias necesarias para enfrentarse al euro. En este planteamiento se puede apreciar que no se han dado cuenta del gran paso que vamos a dar y que, particularmente a ellas, les puede afectar positiva o negativamente en base, principalmente, a su preparación anterior. Un error fatal de las PYMES

⁷ Como pueden ser el bajo nivel de autofinanciación, su dificultad para acceder a los mercados internacionales, y su dependencia de las grandes empresas que les lleva a tener un reducido poder de negociación .

sería creer que el euro va a suponer un mero cambio técnico, y no darse cuenta del cambio estratégico al que nos enfrentamos.

Por otro lado, la Comisión intenta ayudar a estas empresas, pero dando siempre prioridad a las actuaciones descentralizadas: la Comisión trata de impulsar a las Cámaras de Comercio, sector financiero, y a las propias administraciones públicas nacionales para que éstas apoyen a las PYMES. No obstante, la Comisión por sí misma también intenta ayudarlas mediante campañas de información sobre el euro y sobre cómo prepararse adecuadamente para la moneda única.

Como señaló recientemente Christos Papoutsis, comisario europeo de Energía, PYMES y Turismo⁸, las PYMES pueden resultar muy beneficiadas por el paso al euro ya que son las más afectadas por las fluctuaciones monetarias: pocas veces disponen de medios para protegerse de los riesgos de cambio y se sienten reacias a la hora de utilizar varias divisas, lo que provoca su bajo nivel de relaciones comerciales internacionales. Ahora, con el paso al euro les va a resultar más fácil acceder a los mercados internacionales, tanto a las que actualmente ya realizan una cierta actividad internacional como a las que todavía no han salido fuera de su mercado nacional.

Un problema adicional para las PYMES españolas es su menor tamaño en comparación al de las de otros países europeos: ésto va a suponer una desventaja más ya que una menor dimensión supone una menor capacidad de actuación sobre la estructura de costes de la empresa y con la transparencia de precios que vamos a vivir, la estructura de los costes debería ser flexible a la baja. Muchas PYMES han conseguido establecerse en nichos de mercado que ahora van a peligrar. Lo importante es la diferenciación del producto, la búsqueda de la eficiencia en los procesos productivos que lleve a una competitividad que permita la continuidad de la empresa. En mi opinión, las PYMES tienen dos alternativas: o bien especializarse en un producto o en una fase del proceso productivo; o bien diferenciar su producto, pero en ningún caso intentar diferenciarse en base al precio si no se incide sobre la estructura del mismo ya que podemos entrar en un círculo vicioso del que finalmente sólo sobrevivirá la empresa más fuerte. Como señala Francisco Rodríguez,

«El saldo positivo en una Unión Monetaria que refuerza la competencia va a depender de la acumulación de aquellas ventajas competitivas que permiten ganar cuotas de mercado en base a una mejora de las condiciones de la oferta»⁹

⁸ En una entrevista concedida a Infoeuro en octubre de 1997.

⁹ RODRÍGUEZ ORTIZ, Francisco: *La incidencia de la UEM en el empleo*, 1998.

La transparencia de precios y la pérdida del tipo de cambio como variable de ajuste frente a shocks asimétricos van a llevar a una igualación de los precios que va a permitir a las PYMES mejorar su poder de negociación frente a sus proveedores: se deberá analizar detenidamente qué proveedores contratar, y observar si los menores costes de sus proveedores (porque sus respectivos proveedores también bajarán sus precios) se traducen en un menor coste para ellas mismas. El aprovisionamiento es un elemento clave en la estructura de los costes de la empresa, y que incide de forma muy especial sobre su competitividad. Si muchas PYMES hasta el momento se sentían obligadas a trabajar exclusivamente con proveedores nacionales por el temor que les produce trabajar en otra moneda, ahora ya pueden elegir también proveedores de países comunitarios.

Y ésto se puede aplicar no sólo a proveedores de inmovilizado material sino también a proveedores financieros. Como ya he señalado anteriormente, las PYMES tienen un problema de autofinanciación que les lleva en muchas ocasiones a recurrir al crédito bancario. Con la moneda única, también la competencia entre el sector financiero va a ser mayor. Ésto les va a proporcionar financiación en mejores condiciones, ya que los márgenes de las entidades financieras serán mucho más estrechos y vamos a vivir en los próximos años una intensa lucha por la captación de clientes desde el sector bancario que inevitablemente llevará a unos precios más bajos.

El criterio de Maastricht sobre tipos de interés va a ser, en mi opinión, el gran impulsor de las PYMES. En España hemos sufrido en los últimos años las consecuencias de elevados tipos de interés que han hecho peligrar la estabilidad de muchas pequeñas empresas, que tanto dependen de dicha variable económica. Su incapacidad para autofinanciarse y para recurrir a los mercados de capitales les ha llevado a depender en exceso del precio del dinero. Y teniendo en cuenta la imparable expansión de las PYMES recientemente —no sólo ha aumentado su número sino también su importancia en el valor añadido de la producción española— es de prever que con unas condiciones de financiación mucho mejores, la repercusión en este sector sea notablemente favorable.

Pero en cualquier caso no hay que olvidar que, si bien los repuntes de los tipos de interés nos llegan rápidamente a todos, consumidores y empresarios; no ocurre así cuando los tipos de interés varían a la baja. La disminución de los tipos de interés se produce de forma lenta y gradual, de manera que desde que el Banco de España anuncia la rebaja del precio del dinero hasta que la notamos en nuestros bolsillos, transcurre un lapso de tiempo considerable. Por todo ésto se puede concluir que, si bien todas las PYMES se van a ver claramente beneficiadas por los nuevos tipos de interés, las más beneficiadas van a ser las que se constituyan de ahora en adelante, pues a las anteriores no les va a llegar de forma inmediata la

disminución de los tipos de interés en sus préstamos ya contraídos, mientras que las nuevas van a negociar desde su constitución unos tipos de interés muy inferiores.

Sería importante impulsar un mayor nivel de asociacionismo entre las PYMES que les proporcionaría una mejor posición negociadora, tanto frente a sus proveedores de inmovilizado material, como a entidades bancarias, empresas multinacionales clientes y también frente a las instituciones. También será importante analizar la viabilidad de alianzas con otras PYMES —no sólo a nivel nacional sino también comunitario—, que podrán resultar interesantes para competir con empresas de mayor tamaño.

Las PYMES, como todas las empresas europeas, se enfrentan a un cambio estratégico del que pueden conseguir muchos beneficios, si se analiza anticipadamente el reto histórico al que nos enfrentamos y cada empresa estudia sus puntos débiles y sus puntos fuertes de cara al euro. Los puntos débiles se deben corregir, no disimular, porque nos dirigimos hacia un mercado muy competitivo y será necesaria una preparación de carácter estructural. De los puntos fuertes debemos averiguar cómo obtener los futuros beneficios inherentes al euro, de forma que obtengamos el mejor resultado posible.

4.2. Otras empresas

Como señala Vicente Benedito¹⁰, los sectores productivos más beneficiados con la moneda única son los que en la actualidad se encuentran endeudados y los intensivos en capital. A estos sectores les conviene una moneda fuerte, con bajos tipos de interés: el pago de su deuda y la financiación de sus actividades serán mucho más baratos. Por otro lado, los sectores más perjudicados serán los que se hayan acostumbrado a verse favorecidos por devaluaciones de la peseta y aquellos en los que los costes de adaptación sean más altos en relación a su volumen de negocio. En general, las empresas exportadoras se verán perjudicadas por una moneda más fuerte.

El proceso de desarme arancelario y la progresiva integración de España en la Comunidad Europea han supuesto un fuerte impacto para el sector industrial español. Antes de nuestra entrada en la CE, muchos sectores contaban con una fuerte protección arancelaria, y además existía un considerable retraso tecnológico en nuestra industria. Desde 1986 hasta

¹⁰ Vicente Benedito es Consejero Delegado del Banco de Comercio y habitualmente publica artículos sobre el tema del euro.

el momento actual, nuestras empresas han luchado por conseguir una parte del mercado europeo. Lejos de haber finalizado esta lucha, con el euro se va a recrudecer. Pero las grandes empresas tienen más facilidades que las PYMES para acceder al euro: cuentan con más información, están habituadas a trabajar en mercados internacionales... El euro va a simplificar sus operaciones comerciales —por la desaparición del riesgo de cambio— y también las va a impulsar.

Las grandes empresas ya se están preparando de cara al euro: conocen su impacto estratégico y lo están estudiando a fondo para obtener el mayor beneficio posible. A nivel operativo, también están adaptando sus sistemas informáticos. El ejemplo más claro de adaptación es el sector financiero, que está dedicando recursos financieros y humanos a la preparación para la moneda única.

En conjunto, y aunque en un principio las empresas sufrirán altos costes como consecuencia del euro, posteriormente obtendrán altos beneficios —siempre que su preparación haya sido adecuada—. No en vano accederán con más facilidad a otros mercados —no sólo a los de países comunitarios sino también a los del resto del mundo—, la posibilidad de financiación será mayor, y la estabilidad macroeconómica facilitará la inversión.

Para sobrevivir en esta lucha, las empresas deben ser altamente competitivas, por lo que es ahora cuando deben poner el énfasis en su competitividad. Hay que buscar la eficiencia en los procesos de producción. Es decir, al final de este proyecto, las empresas ganarán en eficiencia y competitividad y ésto repercutirá en todos nosotros.

4.3. Sector público

Tras el Consejo Europeo de Madrid, la Comisión creó una red informal con los coordinadores nacionales responsables de la Transición de las Administraciones Públicas al euro con el objetivo de establecer un contacto directo entre funcionarios nacionales con las mismas tareas durante la transición al euro y facilitar un intercambio de planes y experiencias prácticas así como fomentar la cooperación bilateral entre países con características similares.

Como señala M.^a Carmen Gallastegui¹¹, la actuación del sector público va a ser crucial en todo este proceso. Se deberían organizar seminarios de

¹¹ M.^a Carmen Gallastegui, Catedrática del departamento de Fundamentos de Análisis Económico de la UPV, pronunció una conferencia sobre «La Unión Monetaria y el euro» en la Bolsa de Bilbao en junio de 1997.

formación, tanto para los funcionarios como para los empleados de empresas privadas; examinar los problemas prácticos a los que se enfrentarán las empresas en el momento de aplicar las medidas de transición... y sobre todo, adoptar una actitud de liderazgo en la preparación hacia el euro que impulse a las empresas privadas a imitar a las administraciones públicas.

Es importante que ciudadanos y empresas perciban que las autoridades se están preparando para el euro, y también que se tengan en cuenta sus opiniones constituyendo grupos de trabajo con personas ajenas a la administración. En estos momentos de incertidumbre, las administraciones públicas deberían hacer un gran esfuerzo para prepararse ellas mismas de cara al euro, pero también para ayudar a las PYMES: cursos de formación, subvenciones para desarrollar sus planes estratégicos que les lleven a una mayor competitividad, apoyo a las PYMES para iniciar su andadura por el mercado intracomunitario... Sin embargo, el límite impuesto por Maastricht puede suponer una menor implicación del sector público en estas actividades. La disciplina presupuestaria impuesta por los criterios de convergencia y por el Pacto de Estabilidad, puede llevar a una disminución de la demanda agregada como consecuencia de la obligada caída del gasto público. Es necesario reactivar la economía mediante otras variables de forma que se frene y disminuya el paro. Siguiendo la lógica de Maastricht, son los menores tipos de interés los que deben provocar la mejoría económica, pero dicha disminución de los tipos de interés deberá ser lo suficientemente importante como para compensar la bajada del gasto público. El gran problema de Maastricht es, en mi opinión, creer que somos más fuertes que la propia coyuntura: se cifra que el déficit público debe ser siempre menor o igual que el 3% del PIB cuando el déficit depende del gasto y el gasto es una variable que depende del ciclo económico. Con ésto no pretendo defender elevados déficits presupuestarios, sino simplemente destacar la importancia del sector público en todo este proceso y animarle en su papel crucial en el período de transición.

En la actualidad asistimos a una globalización de la economía cada día mayor, globalización que hace necesarias profundas reformas en el estado del bienestar: esta idea es generalmente aceptada, si bien la forma de llevarla a cabo se entiende desde distintas perspectivas. Mientras algunos economistas creen que el estado debe tener un papel de mera supervisión y que lo adecuado sería sustituir el actual método de aportaciones por el de ahorro para uno mismo; otros consideramos necesario el papel del estado como árbitro en el reparto, y más cuando la moneda única va a suponer en un principio graves problemas en el mercado de trabajo español que, como es habitual, afectarán más a los más desprotegidos.

Entre 1975 y 1995 el gasto público en España ha pasado del 26% al 47% del PIB. Este importante incremento no ha sido correctamente aplicado: las ineficiencias de la administración son muchas y hay que corregirlas. Se debería estudiar en profundidad una reforma estructural de los servicios públicos, sin menoscabo de los logros alcanzados por el estado del bienestar. Es necesaria una reforma que lleve a una mejora de la eficiencia en los recursos empleados. Una reforma adecuada puede no sólo aumentar la eficiencia del sector público sino también la de la economía española en su conjunto, y así el ciudadano percibirá un mejor servicio.

Debemos mantener el estado del bienestar, no dar un paso atrás en los logros conseguidos, pero tenemos que mantenerlo de la forma más eficiente posible: que nuestros servicios públicos sean competitivos. El incremento de la competencia no va a afectar sólo a las empresas privadas: los servicios públicos también deben prepararse. El estado del bienestar consiste en conseguir un alto nivel de equidad entre los ciudadanos pero siempre da la forma más eficiente y competitiva posible.

4.4. Consumidores

El proceso de conversión a la moneda única va a suponer una dificultad para los ciudadanos —sobre todo para grupos como los ancianos—, que en el corto plazo van a sentir más los inconvenientes del euro que sus beneficios. A partir del 1 de enero del año 2002, se iniciará la introducción de billetes y monedas en euros, y seis meses después esta será la única moneda válida. Es decir, viviremos seis meses de coexistencia de las dos monedas, a pesar de lo cual el ciudadano corriente retrasará al máximo el uso del euro. Numerosos sectores de la población han abogado por una entrada del euro en una fecha diferente, ya que aunque el día 1 de enero coincide con los ejercicios fiscales y contables de las empresas, no parece el día más adecuado para el comercio por su coincidencia con la época navideña y las rebajas. También para este sector es preferible que el período de convivencia de ambas monedas sea más corto¹². En cualquier caso, se considera necesario un período suficiente para que el ciudadano se acostumbre a la nueva moneda. Es fundamental que la sociedad esté capacitada para comprender y aceptar el nuevo sistema de valores y reconocer los nuevos billetes y monedas. Para ésto se ha ideado el sistema de

¹² Finalmente se ha decidido que la puesta en circulación de billetes y monedas en euros se producirá el día 1 de enero del año 2002: la elección de esta fecha es el resultado de un trabajo de preparación y consulta que la Comisión Europea ha realizado con la colaboración de todos los agentes interesados. El Consejo ha confirmado dicha fecha, ya fijada en el Consejo de Madrid.

doble exhibición en euros y monedas nacionales de los precios. Pero no se ha llegado a un consenso generalizado sobre las modalidades, alcance y marco temporal de dicha doble exhibición. En mi opinión, en este caso debe prevalecer la educación y protección de los consumidores sobre los costes que pueda suponer al comercio. Si pretendemos que los ciudadanos europeos confíen en la nueva moneda, será necesario que se acostumbren a su uso y a su valor. Habrá que vigilar que el coste de la doble exhibición no repercuta en el consumidor final ayudando al comerciante desde el sector público y las instituciones comunitarias.

Tras este período de incertidumbre ante la nueva moneda, el consumidor comenzará a percibir sus beneficios, como la desaparición de los costes de transacción para todos aquellos que viajen por Europa. Y son muchas las familias, sobre todo los jóvenes, que tienen que recurrir al crédito bancario para comprar una vivienda o un coche, incluso un ordenador: teniendo en cuenta que durante años hemos estado pagando en España tipos de interés superiores al 10%, ahora todos vamos a notar la estabilidad macroeconómica en nuestros bolsillos. Pero los ahorradores más «conservadores» o con menor «cultura» financiera se van a ver perjudicados —de hecho, ya hace tiempo que sus ingresos han disminuido como consecuencia de la caída de los tipos de interés—. Aunque se puede decir que padecen de cierta ilusión monetaria, por lo que habrá que explicarles que al bajar la inflación sus ingresos en términos reales no han disminuido tanto como ellos piensan.

En el largo plazo los beneficios del euro nos llegarán a todos si las políticas económicas son las adecuadas. Si aprovechamos la estabilidad macroeconómica que con esfuerzo estamos intentando alcanzar, aumentará el empleo que es, hoy por hoy, nuestra principal preocupación.

5. CONCLUSIONES

Como señala Juan Antonio Maroto Acín¹³,

«La integración de la economía española en un mercado único, unido además por una sola moneda, supone un reto trascendental para las empresas españolas. Puede generar en ellas una dinámica de crecimiento que redunde en favor del empleo y la cohesión social, siempre que se afronte adecuadamente mediante planteamientos estratégicos y actuaciones operativas. Pero puede convertirse también en amenaza e incluso forzar la misma desaparición de la empresa (...)».

¹³ MAROTO ACÍN, Juan Antonio, «Los retos del euro para las empresas españolas», *Cuadernos de Información Económica*, n.º 130, enero 1998.

La Unión Monetaria puede suponer un éxito o un fracaso para los países europeos. Será un éxito si la acompañamos de las políticas económicas necesarias y si logramos una recuperación del nivel del empleo. Debemos evitar que el intento de sobrevivir en la UME lleve a las empresas, en su afán por ser competitivas, al dumping social. Otmar Issing, economista del Bundesbak, manifestó ya en 1996 que:

«La unión social en el debate social europeo significa especialmente una armonización de los estándares sociales y, lo que es más, al nivel más alto posible. La unión social requiere un gran número de regulaciones más estrictas del mercado de trabajo. La unión monetaria requiere lo contrario: una flexibilidad considerablemente mayor en el mercado de trabajo»¹⁴.

La cohesión social es tan importante que, si no la cuidamos, puede conducir al fracaso del proyecto. Es necesario reestructurar las políticas comunitarias, dando más importancia a la política regional —impulsando la igualdad entre las distintas zonas comunitarias— o creando una política activa del empleo. Con el actual problema del paro, deberíamos preguntarnos si es viable utilizar el nivel de empleo como instrumento de ajuste para ganar competitividad en la futura Europa. Caminamos hacia una nueva Europa, con una moneda fuerte y una gran estabilidad macroeconómica, pero no podemos olvidar al ciudadano medio. La fijación de unos criterios de convergencia nominal no debe hacernos olvidar la importancia de la convergencia real, con la que se conseguirán no sólo objetivos económicos sino también sociales. Debemos aprovechar la mejora en las variables macroeconómicas de forma que repercuta en todos los europeos y la única forma de conseguirlo es creando puestos de trabajo. Aprovechemos las ventajas de la UEM para mantener el estado del bienestar: para ésto es necesario crear empleo.

Sólo así conseguiremos dar un enfoque humano al proyecto de construcción europea. No hacerlo sería un grave error.

BIBLIOGRAFÍA BÁSICA

BANCO DE ESPAÑA: *La Unión Monetaria Europea: cuestiones fundamentales*, Madrid, 1997.

COMISIÓN EUROPEA: *Aspectos Prácticos de la Introducción del Euro*, Bruselas, octubre de 1997.

¹⁴ ISSING, Otmar, en *Cuadernos de Información Económica*, n.º 112, Madrid, 1996, p. 40.

- CORCÓSTEGUI, A.; FIGUEROLA, M.; y otros: *La empresa española ante la Unión Económica y Monetaria*, Círculo de Empresarios Vascos, Bilbao, 1997.
- DÍAZ, N.; DURÁNDEZ, A.; y otros: *Los efectos del euro en los sectores productivos españoles*, Instituto de Estudios Económicos, Madrid, 1997.
- ELIAS, Joan: *El desafío de la moneda única europea*, Servicio de Estudios de La Caixa, Barcelona, 1996.
- FONTELA, E.; JIMENO, J.F.; y otros: *El espacio social y el empleo en la construcción europea*, Federación de Cajas de Ahorro Vasco-Navarras, Ekonomi Gerizan, Vitoria, 1998.
- MUNS, Joaquim: *España y el euro: riesgos y oportunidades*, Servicio de Estudios de La Caixa, Barcelona, 1997.
- RODRÍGUEZ ORTIZ, Francisco: «*La Unión Monetaria y España: ¿Integración económica o desintegración social?*», Universidad de Deusto, 1997.

Union monétaire ou Union monétariste?

por Alain Buzelay*

Sumario: LA MONNAIE UNIQUE: AVANTAGES CERTAINS, RÉFÉRENCES AMBIGÜES.—1. LE RISQUE D'UNE DÉRIVE MONÉTARISTE.—1.1. **De la maîtrise à la psychose de l'inflation.**—1.2. **Le coût économique et social d'un ajustement trop rigoureux.**—2. LES LIMITES DE L'ORTHODOXIE MONÉTAIRE.—2.1. **Le relativisme de la liaison entre masse monétaire et niveau des prix.**—2.2. **La précarité du seul outil monétaire face à l'inflation.**—3. D'UNE RÉGULATION MONÉTARISTE À UNE RÉGULATION ÉCONOMIQUE.—3.1. **Au-delà du pacte de stabilité.**—3.2. **L'amorce du pacte social et du sommet de Luxembourg.**—4. CONCLUSION.

LA MONNAIE UNIQUE: AVANTAGES CERTAINS, RÉFÉRENCES AMBIGÜES

Les avantages attendus d'une organisation monétaire européenne engendrant une monnaie unique sont à extrapoler de ceux attendus à l'échelle nationale, dont l'évidence tend à en faire oublier la nécessité. Parmi ces avantages, il y a d'abord la sécurité des transactions commerciales et financières consécutives à la disparition des opérations et risques de change, sécurité que confirme la présence d'une même structure des taux d'intérêt. Les stratégies de vente, de production et d'investissements s'en trouvent facilitées et leur développement, qui n'est plus contraint aux pratiques des dévaluations compétitives, se substitue à celui d'opérations de pure spéculation financière induites par les différentiels effectifs ou anticipés de taux. C'est ensuite l'unité de l'action communautaire en faveur d'une régulation plus globale de l'économie où se produisent les déséquilibres et une moindre dépendance à l'égard des fluctuations des devises internationales, notamment du dollar. Ces

* Alain Buzelay est Professeur à l'Université de Nancy II où il dirige le Département de Sciences économiques et Gestion du Centre Européen Universitaire. Titulaire d'une chaire Jean Monnet, ses recherches et publications portent principalement sur l'analyse des phénomènes d'intégration communautaire. Il enseigne également à la Fondation Nationale des Sciences Politiques et à l'Université de Paris I Panthéon-Sorbonne.

avantages tiennent encore à la possibilité d'avoir une balance commune des paiements devant permettre la compensation des soldes entre partenaires et une mise en commun des réserves en devises pour faciliter le règlement du solde global extérieur.

L'union monétaire pouvait se limiter à l'obtention d'une fixité absolue des taux de change entre les États membres, la monnaie européenne étant appelée à circuler parallèlement aux autres. Mais les vicissitudes financières internationales —notamment celles de l'été 1993— ont nécessité que l'on substitue à l'objectif de monnaie parallèle celui de monnaie unique. En évacuant le principe même des changes intracommunautaires, cette substitution de l'Euro à chacune des monnaies nationales élimine définitivement tout retour éventuel à leurs variations et entérine ainsi l'irréversibilité de l'union économique et monétaire.

Conjointement au passage de la monnaie parallèle à la monnaie unique, l'analyse, qui très vite s'est référée au principe d'une harmonisation par les règles comme préalable à celle devant s'effectuer par le marché, a évolué d'une attitude active vers une attitude de défi.

Si la théorie des zones monétaires optimales élaborée au début des années 1960 exposait les conditions d'existence d'une zone de fixité monétaire, l'approche de type classique dont elle relève restait passive dans la mesure où elle se bornait à rappeler les conditions et, par là même, les limites de l'étendue d'une telle zone sur la base des critères de mobilité, d'ouverture et de diversification¹. Cependant les réflexions et projets concernant l'union monétaire adoptèrent très vite une attitude plus active en justifiant la nécessité d'un minimum d'interventionnisme et d'harmonisation communautaire. Le premier projet, présenté par Robert Triffin le 7 novembre 1958, posait déjà comme préalable à l'instauration d'un «Fonds de réserve européen» (à l'image de celui des États-Unis) l'institutionnalisation d'une nécessaire collaboration entre banques centrales, conformément à l'article 105 du Traité de Rome. Ce fut ensuite Raymond Barre, alors vice-président de la Commission, qui dans son plan d'organisation d'une Europe monétaire présenté lors de la Conférence de Paris des 24 et 25 février 1969 insista sur la nécessité de construire simultanément l'Europe économique et l'Europe monétaire et de coordonner ainsi les politiques économiques à court terme tout en rapprochant leurs objectifs à moyen terme. Enfin le 20 mai 1969, le groupe d'experts présidé par Pierre Werner remettait son rapport. Celui-ci prévoyait la création d'une zone monétaire européenne caractérisée par la fixité des taux de change en son

¹ Cf. à ce sujet les travaux de R.A. MUNDELL (A.E.R., 1961), de MCKINON et de KENEN (A.E.R.; 1969).

sein et leur flexibilité conjointe face au reste du monde, ainsi que la mise en place de politiques communes de lutte contre l'inflation incluant notamment la centralisation des décisions en matière budgétaire.

La théorie de la monnaie parallèle sous-tendant la mise en place du Système Monétaire Européen² traduisit ensuite le passage d'une attitude devenue active à une attitude de défi. Plutôt que de vouloir obtenir une stabilité de plus en plus grande puis une totale fixité des rapports de change entre monnaies communautaires, et ce en vue de parvenir à une monnaie européenne pouvant être convertie sans limite et à taux fixe en monnaie des États membres, on créa ex nihilo cette monnaie parallèle autour de laquelle il s'agissait d'accrocher selon un lien de plus en plus étroit et stable chaque monnaie nationale. Puis la substitution de la monnaie unique aux monnaies nationales, et par conséquent à la monnaie parallèle, marqua un second défi: extrapoler à l'échelle communautaire l'organisation monétaire interne à nos États membres.

La convergence des taux de change vers la fixité, indispensable à la mise en place de l'Euro, constitue un pari sur celle des économies qui en sont le gage. Le Traité de Maastricht, conscient de cette réalité, fixa par conséquent des critères spécifiques pour les taux d'inflation, les finances publiques et les taux d'intérêt, le respect des critères de finances publiques devant être maintenu après la mise en place de l'Euro.

Dans l'actuel contexte européen, la poursuite de ces seules convergences nominales, en l'absence de convergences plus économiques, sociales et politiques témoigne d'une stratégie d'ajustement automatique par les prix, excluant tout ajustement discrétionnaire préalable par les règles. Cette référence aux thèses monétaristes est contraire aux principes posés par les traités ayant institué le marché commun puis le grand marché, enfin l'actuelle Union.

1. LE RISQUE D'UNE DÉRIVE MONÉTARISTE

1.1. De la maîtrise à la psychose de l'inflation

Préoccupation ancienne pour chacun de nos États membres, la stabilité monétaire est au cœur de la construction européenne. Les avantages de cette stabilité, parfois difficilement quantifiables, se déduisent corollairement des coûts considérables engendrés par l'inflation.

² Cf. Rapport Optica. *Inflation and Exchange Rates. Evidence and Policy guidelines for the European Community*. Bruxelles, février 1976.

Selon la théorie macroéconomique des années soixante, il existe une relation inverse et stable entre le taux annuel de variation des prix et le taux de chômage. En référence à cette thèse initiée par Phillips, les autorités monétaires pourraient atteindre et maîtriser le niveau de chômage souhaité en retenant un taux d'inflation approprié. Mais cette possibilité est contestée par celle des auteurs monétaristes pour qui la verticalité de la courbe de Phillips à long terme exclurait cette relation inverse entre inflation et chômage et par là même toute stratégie d'arbitrage. La coexistence d'un taux d'inflation élevé avec un taux de chômage commençant à croître au cours des années soixante-dix pouvait confirmer cette objection. La relation Phillips n'étant plus manifeste, les autorités monétaires ont alors opté pour la poursuite de l'objectif d'une parfaite stabilité des prix en vue d'éviter les inconvénients d'une inflation anticipée ou non³.

Du point de vue micro-économique, l'approche traditionnelle nous apprend qu'une inflation anticipée, c'est-à-dire prévisionnelle et à taux constant —ici de 10%— entraînerait des pertes de bien-être du même ordre que les économies en coûts de transactions attendues de l'Union économique et monétaire. Sous l'angle macroéconomique, l'évolution du monde industrialisé depuis les années cinquante laisse à penser que les pays à forte inflation ont généralement connu un taux de chômage plus élevé et un revenu par habitant plus faible que dans les pays moins inflationnistes. Ajoutons que si l'inflation est non anticipée, c'est-à-dire non prévisible et à taux variables, ses effets sont encore plus néfastes dans la mesure où les taux sont d'autant plus élevés qu'ils sont variables.

Cette lutte contre l'inflation répond à l'objectif du volet monétaire du Traité de Maastricht qui précise que pour constituer une zone monétaire, les États membres doivent entre autres partager «un fort consensus sur la priorité absolue de l'objectif de stabilité des prix».

Recourant depuis le milieu des années quatre-vingt à une forte réduction des taux de croissance de la masse monétaire, les autorités ont pu stopper dans leurs États membres respectifs une inflation parfois très importante (Cf. Tableau 1).

Devant faire face à la montée du chômage et à une récession trop enracinée, les autorités, au cours de ces dernières années, ont relâché le frein sur la croissance de la masse monétaire, ce dont témoigne la baisse des taux d'intérêt. Mais une telle évolution a été et reste très mal perçue par les marchés financiers qui —inspirés par des analyses exclusivement anglo-saxonnes— ont la psychose d'une reprise inflationniste. Ainsi anticipent-ils une indispensable remontée des taux liée à un contrôle plus drastique de

³ Cf. *Économie européenne*, octobre 1990, n.º 44.

l'évolution des masses monétaires et sanctionnent-ils par les opérations en bourse des politiques monétaires qu'ils jugent trop laxistes.

Tableau 1
Évolution des taux d'inflation
[prix à la consommation]

	1978	1980	1982	1985	1988	1991	1994	1995	1996	1997
Allemagne	2,7	5,4	5,2	2,1	1,3	3,6	2,7	1,8	1,5	1,4
Belgique	4,5	6,7	8,7	4,9	1,2	3,2	2,4	1,5	2,1	1,3
Danemark	10,0	12,3	10,1	4,7	4,5	2,4	2,0	2,1	2,1	1,7
Espagne	19,8	15,7	14,4	8,8	4,9	5,9	4,7	4,7	3,6	1,9
France	9,1	13,6	11,8	5,8	2,7	3,2	1,7	1,7	2,0	1,4
Grèce	12,6	19,1	21,0	19,3	13,5	19,5	10,9	8,9	8,2	5,0
Irlande	7,7	13,2	17,1	5,5	2,1	3,2	2,3	2,5	1,7	1,1
Italie	12,4	21,2	16,4	8,6	5,0	6,5	3,9	5,4	3,8	1,8
Luxembourg	3,1	4,5	9,4	4,1	1,4	3,2	2,2	1,9	1,4	1,5
Pays-Bas	4,1	4,2	5,9	2,3	0,7	3,2	2,8	1,9	2,0	2,6
Portugal	22,5	23,9	22,4	19,8	9,7	11,4	5,2	4,1	3,1	1,9
Royaume-Uni	8,3	18,0	8,6	6,1	4,9	5,9	2,5	3,4	2,4	2,0
Europe des 12	8,6	10,3	10,3	5,9	3,5	5,0	3,0	3,0	2,4	1,8

Source: d'après les statistiques de l'O.C.D.E.

N.B. Précisons que depuis 1997, les comparaisons entre les États membres sont facilitées par une harmonisation calculée sur la base du plus petit commun dénominateur des indices nationaux, éliminant les dépenses traitées de façons trop différentes selon les pays membres.

1.2. Le coût économique et social d'un ajustement trop rigoureux

Si en aidant à la stabilité des prix le processus d'union économique et monétaire doit, à terme, permettre une amélioration de la croissance et de l'emploi, le respect des critères de convergence qu'il implique au préalable impose le recours à des stratégies de lutte contre l'inflation pouvant s'accompagner d'une forte réduction des dépenses publiques qui —en période de récession ou de croissance lente— engendrent inévitablement une pression sur les coûts salariaux et sociaux. Dans un tel contexte, l'intégration du marché européen et l'intensification de la concurrence en résultant renforcent l'élasticité prix de la demande de biens et de services, et par suite celle de la demande de travail. Ces contraintes de convergence et l'engagement du pacte de stabilité sur la poursuite des normes budgétaires après la mise en place de la monnaie unique peuvent nécessiter un processus d'ajustement par les prix économiquement et socialement régressif parce que trop rigoureux.

Selon l'analyse classique, l'ajustement par les prix doit permettre le maintien ou le retour à l'équilibre dans un environnement structurel encore stable. Face aux faibles marges puis à l'impossible utilisation des variations nominales des taux de change faisant suite à la monnaie unique, la flexibilité des prix semble pouvoir s'y substituer grâce à la modification des taux de change réels qu'elle engendre de fait. Le processus déflationniste pouvant en résulter est le moyen d'absorber les chocs et de répartir leurs coûts sur l'ensemble de la société en même temps que le prix à payer pour parvenir à l'équilibre budgétaire favorisant une baisse des prix et des taux d'intérêt allant dans le sens d'une croissance stable et d'une monnaie forte.

La rigueur des critères de convergence, plus lourdement ressentie dans la conjoncture présente qu'au moment de leur fixation, résulte d'un engagement contractuel entre les États membres en échange de l'adhésion de l'Allemagne au principe d'une monnaie unique ne se confondant pas avec le mark.

Pour les États membres les moins favorisés, la poursuite d'une stratégie de désinflation compétitive pose un problème de compatibilité entre les objectifs à atteindre (réduction du chômage) et les variables de pilotage retenues pour y parvenir (coûts salariaux, prix, taux d'intérêt, déficits publics...). La question qui se pose, d'une façon plus générale, concerne l'articulation entre ces variables de pilotage et les conditions d'ajustement qui prévalent sur les marchés réels. En France, par exemple, la seule réduction du solde budgétaire au seuil de 3% aurait coûté près de deux points de croissance sur 1996 et 1997 —de même au Portugal, contre quatre points en Belgique et en Italie. Or ce constat est paradoxal si l'on se souvient qu'au cours de ces dernières années, la détérioration des soldes budgétaires aurait été principalement due à une conjoncture récessionniste alors que la croissance restait l'élément de base pour la soutenabilité de l'endettement.

Si la rigueur assure la crédibilité, rappelons que cette crédibilité n'est pas exclusivement reliée à la rigueur dans la mesure où cette dernière doit être cohérente par rapport à l'équilibre socio-économique que l'on recherche à terme.

2. LES LIMITES DE L'ORTHODOXIE MONÉTAIRE

2.1. **Le relativisme de la liaison entre masse monétaire et niveau des prix**

Depuis la forte inflation des années quatre-vingt, et suite à la moindre efficacité des politiques keynésiennes de régulation par les quantités, des

politiques monétaires restrictives axées sur une régulation exclusive par les prix sont devenues l'instrument privilégié de lutte contre l'inflation. Qu'elle relève d'une conviction doctrinale ou d'une attitude plus pragmatique, l'adhésion à cette conception laisse croire que le taux de chômage ne relève pas de la responsabilité des autorités monétaires dans la mesure où il se heurte très vite à un seuil incompressible —dit *taux naturel*—, conséquence des seules rigidités structurelles de l'économie et non des variables monétaires. Ces dernières, en référence à la théorie quantitative, n'ont d'impact que sur le niveau moyen des prix pour un revenu national donné. D'où le message monétariste de ne considérer l'action monétaire qu'au regard du seul objectif de stabilité des prix, grâce à une évolution restrictive de la masse monétaire.

Il nous faut cependant d'abord observer qu'une même réduction du taux de croissance de la masse monétaire —pour un revenu national donné— peut avoir des résultats différents suivant les pays. À titre d'exemple, nous référons à une étude économétrique antérieure couvrant la période 1961-1984, nous reprenons les seuls cas de l'Allemagne et des Pays-Bas pour lesquels nous sélectionnons les équations ci-après avec pour variables le déflateur du P.I.B. et la masse monétaire correspondant à l'agrégat M2 (monnaie plus quasi-monnaie)⁴:

$$(a) \quad \text{DPIB} = 0,10 \text{ M-1} + 0,79 \text{ DPIB-1} \quad \text{R2} = 0,70 \\ (2,27) \quad (7,55) \quad \text{DW} = 1,96$$

$$(b) \quad \text{DPIB} = 0,15 \text{ M-1} + 0,74 \text{ DPIB-1} \quad \text{R2} = 0,68 \\ (1,87) \quad (5,30) \quad \text{DW} = 2,36$$

Pour l'Allemagne, l'équation (a) indique que tout accroissement de la masse monétaire induit une augmentation des prix d'un dixième de ce montant à court terme. La suite des calculs devait montrer qu'à plus long terme (suivant un laps moyen de trois à cinq ans), 48% du montant de M2 entraînerait une augmentation des prix de (0,10) / (1-0,79).

Pour les Pays-Bas, l'équation (b) révèle que toute augmentation de la masse monétaire d'un certain montant induit à court terme une progression des prix de 15% de ce montant et qu'à plus long terme, 58% du montant de M2 entraînerait une augmentation du niveau moyen des prix de (0,15) / (1-0,74).

⁴ Cf. Alain BUZELAY. «Politique monétaire et convergences au sein du S.M.E.», in *Revue Eurépargne*, Luxembourg, octobre 1985, pp. 20-26.

Ces deux seuls cas montrent ainsi qu'une même variation de la masse monétaire appréhendée par M2 a une plus grande influence sur les prix aux Pays-Bas qu'en Allemagne, cet effet se produisant aussi plus vite, la différence dans le contenu des agrégats nationaux utilisés ne pouvant pas altérer sensiblement les résultats obtenus.

Il convient aussi d'ajouter que l'impact des masses monétaires sur les prix est fonction des phases conjoncturelles. Cet impact serait d'autant plus stabilisant que les chocs de la demande de monnaie seraient de plus en plus faible amplitude par rapport aux chocs de la demande de biens et de services et que ces deux catégories de chocs seraient corrélées. Cette capacité de stabilisation est encore fonction de mécanismes de transmission de l'action monétaire sur les différents marchés.

Mais contrairement aux anticipations de référence anglo-saxonne sur les marchés financiers, la relation entre masse monétaire et niveau des prix semble être beaucoup plus lâche qu'elle ne le fut antérieurement. Les analyses concluant sur les dangers inflationnistes d'un taux de croissance moins bridé des agrégats monétaires oublient qu'en dépit d'une croissance de ces agrégats parfois plus laxiste, d'une remontée des cours des matières premières, du baril de pétrole et de la valeur des actifs financiers, les indices de prix fléchissent dans les pays industrialisés. La «logique inflationniste» des années soixante-dix ne s'applique plus aujourd'hui dans la mesure où la plus grande concurrence émanant de la dérégulation européenne et mondiale freine la répercussion des hausses de coûts sur les prix et commande aux entreprises de s'adapter au marché ou d'en sortir. Ajoutons que l'existence de capacités nationales de production largement inutilisées éloigne l'ancien risque dit de surchauffe. Les firmes ne sont plus ainsi en mesure d'imposer une hausse de leurs prix. L'écart entre cette économie réelle et les anticipations qui prévalent sur les marchés financiers est le fait d'une multitude de références extrapolées de tendances antérieures et qui alimentent la volatilité des cours.

2.2. La précarité du seul outil monétaire face à l'inflation

La libéralisation des mouvements de capitaux a ôté aux États membres, conformément au théorème de Mundell et de Fleming⁵, une grande partie de l'efficacité et de l'autonomie de leur politique monétaire. Puis en supprimant définitivement toute possibilité de recours aux

⁵ MUNDELL: *The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policy for Internal and External Stability*; FLEMING: «Domestic Financial Policies under Fixed and Floating Exchange Rates», in *Staff Papers*, 1962.

variations des taux de change et de taux d'intérêt, la mise en place de la monnaie unique transfère toute action monétaire nationale à l'échelle communautaire. Mais face au danger inflationniste, l'efficacité ici retrouvée reste précaire. Elle dépend en fait de plusieurs facteurs:

- cette efficacité tient d'abord aux caractéristiques du pays ou du groupe de pays. Interviennent ici la taille de l'économie considérée, son degré d'ouverture, le niveau de diversification de ses importations et de ses exportations, son degré d'intégration financière avec le reste du monde.
- cette efficacité dépend aussi des sources de perturbations qui frappent l'économie, de la nature réelle ou monétaire de ces perturbations, de leurs fréquences, de la capacité de réponse des autorités monétaires à ces chocs.

En supposant que toutes les causes de l'inflation puissent se ramener à la seule quantité de monnaie en circulation, l'action sur celle-ci peut être relayée par d'autres actions agissant sur ses causes réelles.

- L'intensification de la concurrence liée au grand marché, une politique de transferts redistributifs gérant l'interdépendance entre liens monétaires et liens financiers, constituent pour l'Europe de puissants régulateurs complétant l'action monétaire de stabilisation des prix.
- La recherche d'un meilleur consensus social peut aussi être un outil de lutte efficace contre l'inflation. Sous l'angle micro-économique, il permet d'éviter la contamination d'une hausse des coûts salariaux entre secteurs d'activités de productivités différentes. Si des secteurs efficaces dégagent un surplus suffisant pour financer une hausse des rémunérations, l'étendue sans condition des revendications à des secteurs moins productifs les contraint à augmenter leurs prix de vente pour y satisfaire. Sous l'angle macroéconomique, en parvenant à un partage plus stable parce que mieux accepté de la valeur ajoutée, un meilleur consensus social évite les effets inflationnistes d'une course aux ajustements nominaux. Si, par exemple, les revendications salariales exigent, à un moment donné, que la part des salaires augmente de 10% en passant de 50 à 55% du P.I.B., celle des profits devrait passer de 50 à 45% pour respecter l'équilibre du revenu réel. Mais en l'absence d'un accord consensuel en faveur d'un nouveau partage, les entreprises augmentent leurs prix de 10% pour financer intégralement la hausse des coûts salariaux. Le produit nominal (ou valeur ajoutée nominale) passera donc de 100 à 110, permettant

ainsi de retrouver le partage initial de 50% entre salaires et profits —mais en entretenant une course sans fin aux ajustements nominaux. Cette illustration révèle que si l'inflation est traditionnellement perçue comme un phénomène monétaire aux conséquences sociales, elle apparaît ici comme un phénomène social lié à l'absence ou à l'insuffisance de consensus, aux conséquences monétaires illustrées par la hausse des prix. C'est ainsi que l'insuffisance ou la perte du consensus quant au partage du coût de la réunification a participé aux tensions inflationnistes que l'Allemagne a connues en 1991.

3. D'UNE RÉGULATION MONÉTARISTE À UNE RÉGULATION ÉCONOMIQUE

3.1. Au-delà du pacte de stabilité

Pour garder confiance dans l'union économique et monétaire et assurer la crédibilité de l'Euro, le Conseil européen, réuni à Dublin en décembre 1996, a signé un pacte de stabilité et de croissance qui maintient le respect des contraintes budgétaires au-delà de la mise en place de la monnaie unique. Tout dépassement du solde de 3% du P.I.B. sera sanctionné, à moins que l'activité économique nationale n'ait baissé de plus de 2% sur un an. Les contrevenants seront pénalisés par un dépôt sans intérêt auprès de la Banque centrale, puis par une amende si, deux ans plus tard, le dépassement subsiste.

Du point de vue de l'analyse, cette volonté de rigueur budgétaire répond au fait que depuis le début des années quatre-vingt, la moindre efficacité de la régulation keynésienne fait porter tout le poids de l'ajustement sur les variables monétaires dont l'un des éléments est le budget. Du point de vue politique, la discipline budgétaire est conçue tel un moyen d'éviter tout conflit entre le niveau communautaire des décisions monétaires et celui, toujours d'ordre national, des décisions de finances publique.

Observons que le respect de normes budgétaires trop contraignantes aura des effets récessionnistes importants. Toute contraction de la dette publique suppose que les gouvernements empruntent moins que les intérêts à payer sur la dette existante. En d'autres termes, ils doivent obtenir un surplus primaire, c'est-à-dire un excédent de recettes sur les dépenses totales (dépenses courantes plus dépenses d'investissements), déduction faite du paiement des intérêts. La dette augmentera alors moins vite que les intérêts à payer. Quant à la réduction du déficit annuel, elle conduit à une compression du revenu disponible et/ou à une

augmentation de la fiscalité que seule une amputation de l'épargne des ménages peut compenser pour conserver, voire accroître, leur niveau de dépense. Mais un tel comportement dépend des anticipations en faveur d'une reprise réelle et durable qui ne se décrète pas. Pour les États membres, le problème posé est celui de la compatibilité entre les objectifs d'une réduction des taux de chômage et les instruments de désinflation compétitive utilisés pour y parvenir. Le risque est que la poursuite de normes budgétaires trop rigoureuses ajoute du chômage au chômage, conséquence des effets pervers résultant d'une verrouillage nominal excessif.

Précisons néanmoins qu'en matière budgétaire, le Traité de Maastricht prévoit des marges d'interprétation et que, plus généralement, il donne toute latitude quant aux stratégies de régulation économique à adopter.

Selon les principes ayant amorcé puis guidé la construction européenne, la régulation publique ne doit pas s'opposer à la logique du marché en voulant s'y substituer ou s'en exclure, mais l'accompagner pour renforcer son efficacité allocative. En témoigne la redynamisation du processus d'intégration à partir de l'«Euro» monnaie unique et non plus de l'«Ecu» monnaie parallèle. Cette régulation «de complémentarité» qui doit s'étendre au-delà du domaine monétaire, dans la mesure où la monnaie ne peut porter à elle seule tout le poids de l'ajustement, exige un minimum de coordination.

La coordination s'impose en raison des possibles disjonctions des politiques nationales, notamment en cas de chocs asymétriques, c'est-à-dire n'affectant qu'un seul pays. La coordination s'impose pour atténuer la crise de l'exogénéité selon laquelle les variables instrumentales (ou exogènes) n'ont plus d'effets sur les variables objectives (ou endogènes), en créant le lien inducteur à un échelon plus communautaire.

Dans cette optique, pour mieux gérer les contraintes du pacte de stabilité, vient d'être créé le futur Conseil de la zone Euro. Désigné présentement sous le sigle E 11 (en référence aux onze États membres susceptibles d'adhérer dès 1999 à la monnaie unique), cette institution, qui se veut une sorte de gouvernement économique informel, sera appelée à se prononcer sur le problème du change de l'Euro vis-à-vis des monnaies tierces et devra s'efforcer de coordonner les politiques budgétaires, fiscales et structurelles nationales. Sans remettre en cause l'indispensable indépendance de la Banque Centrale Européenne, la création de ce Conseil de la zone Euro signifie que la politique de la Banque —si efficace soit-elle— ne peut à elle seule conduire toutes les stratégies de pilotage macroéconomique et qu'en ce domaine, une mission de coopération s'impose.

3.2. L'amorce du pacte social et du sommet de Luxembourg

La finalité de l'intégration européenne étant l'amélioration du bien-être de chacun et non l'augmentation des disparités déjà existantes pouvant résulter de contraintes récessionnistes, le domaine social ne pouvait échapper plus longtemps au champ de l'action communautaire.

Ne pouvant revenir sur les critères de convergence budgétaire ni contraindre l'Allemagne, en raison de sa participation déjà jugée lourde au financement communautaire, à donner de nouvelles compétences à l'Union en matière sociale, l'initiative française a obtenu en juin 1996 que soit associé au Traité de Maastricht un protocole visant le respect d'une relance à des fins sociales. En vertu de cet accord, les États membres doivent présenter des programmes pluriannuels pour la relance de l'emploi, programmes les exposant à des recommandations des instances communautaires au cas où les résultats ne seraient pas conformes aux engagements programmés. Le financement en faveur de l'emploi devrait provenir de la Banque Européenne d'Investissement et, à terme, des réserves de la C.E.C.A dont l'échéance de fonctionnement est prévue en 2001.

Bien qu'aucune sanction ne soit prévue en cas d'objectifs non réalisés, ce protocole constitue l'amorce du pilier économique et social pouvant faire face à son pendant monétaire institutionnellement créé par le Système Européen des Banques Centrales (S.E.B.C.).

Dans cette logique, lors du sommet de Luxembourg du 21 novembre 1997, les chefs d'Etat et de gouvernement ont arrêté une stratégie de lutte contre le chômage. Inspirée de la méthode suivie pour la convergence des politiques économiques en prévision de l'Euro, cette stratégie consiste à définir chaque année des lignes directrices communes pour encadrer les plans nationaux d'actions contre le chômage. Ces lignes proposent une philosophie générale et fixent des objectifs concrets dont la réalisation sera régulièrement évaluée. Chaque année, le Conseil procédera à un examen de la façon dont elles auront été transposées dans les politiques nationales, les partenaires sociaux étant associés à la démarche.

Quatre lignes directrices ont été arrêtées pour l'année 1998. La première vise l'amélioration de la capacité d'insertion professionnelle, de manière à pouvoir offrir, d'ici au moins cinq ans, une formation ou une reconversion professionnelle à tout jeune en chômage depuis plus de six mois. Par ailleurs, les systèmes d'indemnisation et de formation doivent être revus pour promouvoir la capacité d'insertion professionnelle et inciter à la reprise du travail. La deuxième ligne directrice a pour objet le

développement de l'esprit d'entreprise, principalement grâce à des incitations fiscales. La troisième ligne a trait à l'encouragement de la capacité d'adaptation des entreprises et de leurs travailleurs à partir d'innovations et de souplesse dans l'organisation du travail. La quatrième ligne directrice, enfin, vise à une organisation du travail mieux équilibrée et plus équitable, grâce à la mise en œuvre, entre autres, d'accords en matière d'interruption de carrière, de travail à temps partiel...

Cet accord a mis en place un dispositif qui, si léger soit-il, donne une impulsion nouvelle au dialogue européen. Encore faut-il que les gouvernements européens le concrétisent en dépit de leurs divergences doctrinales et de la diversité des situations nationales.

4. CONCLUSION

L'impact récessionniste des ajustements liés à l'adoption de la monnaie unique —si nécessaires soient-ils— doit être compensé par un programme européen de mesures économiques destiné au soutien ou à la relance de l'activité économique. Cette nécessité justifie la mise en place du Conseil de l'Euro qui, dans le respect de l'indépendance de la Banque Centrale Européenne, doit renforcer les prérogatives de l'actuel Conseil des ministres des finances (ECOFIN) en vue d'obtenir une meilleure cohérence entre objectifs budgétaires et objectifs monétaires et de mettre au point une stratégie de change entre l'Euro et les grandes devises tierces.

Plus généralement, il s'agit de maîtriser, au sein de la zone Euro, les effets de la globalisation des économies en s'efforçant d'y recréer les conditions de compatibilité entre l'ouverture commerciale et financière intra et extraeuropéenne d'une part et la stabilité de l'équilibre macroéconomique et social d'autre part.

Le Conseil de l'Euro est ainsi au centre d'un défi de politique économique et sociale. Le sommet tenu fin 1997 à Luxembourg semble en avoir fait prendre conscience en dégagant un consensus quant aux moyens à utiliser pour relancer l'emploi. Encore faut-il que cette relance soit pensée à l'échelle communautaire et non seulement à celle des États membres, certains pouvant remplacer les dévaluations monétaires compétitives par des «dégradations sociales compétitives»... D'où la nécessité de définir un socle minimum de règles et d'acquis sociaux afin que la guerre contre le chômage dans l'Union ne sombre pas en une guerre sociale entre ses États membres. Dans son œuvre maîtresse sur *La nature et les causes de la richesse des Nations*, Adam Smith, l'apôtre du libéralisme, concluait dès 1776 en évoquant l'importance du lien social

au-delà de l'économie dès lors que l'état des richesses permet de dépasser l'organisation de la lutte pour la survie. Les pays de l'Union n'auraient-ils pas atteint ce stade?

Depuis le Traité de Maastricht, la monnaie unique est voulue comme un puissant vecteur d'intégration. Elle pourrait au contraire devenir un dangereux vecteur de désintégration si l'organisation et la politique de l'Union devaient principalement se cantonner à cette monnaie unique... dans une optique exclusivement monétariste.

El sistema financiero del euro

por Iñaki Caminos Otermin

Director del Departamento de Planificación Estratégica
y Desarrollo de la BBK

Sumario: 1. EL NACIMIENTO DEL EURO: LA CUMBRE DE MAYO.—2. LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA: ESTRATEGIA E INSTRUMENTACIÓN.—3. LA SUPERVISIÓN DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS EN LA UEM.—4. EL SISTEMA FINANCIERO ANTE UN ESCENARIO DE ESTABILIDAD MACROECONÓMICA.—5. MERCADOS FINANCIEROS: TRANSFORMACIÓN ESTRUCTURAL Y CAMBIOS OPERATIVOS.—5.1. **Deuda pública.**—5.2. **Mercados monetarios.**—5.3. **Mercados de capitales.**—6. NUEVOS ACTIVOS FINANCIEROS: LA INVERSIÓN COLECTIVA Y LA DESINTERMEDIACIÓN.—7. EL EFECTO DEL EURO SOBRE LAS ENTIDADES FINANCIERAS.—7.1. **El coste de adaptación a la moneda única.**—7.2. **Cambios estratégicos frente a un nuevo entorno competitivo.**—7.3. **El efecto del euro sobre los distintos negocios bancarios.**—7.3.1. *Negocio minorista.*—7.3.2. *Actividades mayoristas.*—7.4. **Repercusiones sobre la Cuenta de Resultados de las entidades financieras.**—8. SÍNTESIS Y CONCLUSIONES.—9. NOTAS, DOCUMENTOS Y REFERENCIAS.

1. EL NACIMIENTO DEL EURO: LA CUMBRE DE MAYO

La cumbre del Euro ha resuelto una de las principales incógnitas que pesaba sobre el proceso de construcción de la UEM: la constitución de un núcleo amplio de once países que en 1999 adoptará el euro como Moneda Única Europea y se someterá a los dictados del Sistema Europeo de Bancos Centrales en materia de política monetaria. A pesar de las dudas suscitadas sobre la independencia del Banco Central Europeo y de los pactos políticos en torno al mandato de su presidente, el nacimiento actual del euro representa un paso histórico de indudable trascendencia. En términos macroeconómicos, la cumbre de mayo aporta dos novedades fundamentales: por un lado, supone la sustitución de los criterios de convergencia de Maastricht de 1991 por el Pacto de Estabilidad y Creci-

miento aprobado en la cumbre de Dublín de diciembre de 1996 bajo el impulso de Alemania. Por otro, el ECOFIN ha establecido las paridades bilaterales fijas entre las monedas integradas en el euro.

Una vez seleccionado el núcleo de países que integrarán el euro en su primera fase en base a los criterios de convergencia, la clave del proceso pasa a ser la sostenibilidad a largo plazo de la estabilidad de precios y del saneamiento de las finanzas públicas alcanzados. En síntesis, los Pactos por la Estabilidad y Crecimiento establecen una política económica cuyo objetivo a medio plazo es el de alcanzar el equilibrio presupuestario del Sector público imponiendo una serie de sanciones a aquellos países que incurran en déficits superiores al 3% del PIB bajo un esquema de vigilancia multilateral en el que sólo caben excepciones temporales ocasionadas por una verdadera recesión.

Al mismo tiempo, y una vez revaluada la libra irlandesa, el ECOFIN de mayo estableció las paridades bilaterales de las monedas integrantes en el euro sobre la base de los tipos de cambio centrales vigentes en el actual SME. Sin embargo, este acuerdo no permite conocer el valor del euro frente a sus divisas integrantes hasta el 31 de diciembre de 1998 debido a que el Tratado contempla un cambio de 1:1 entre el ecu y el euro y al principio de que la conversión a la moneda única no debe alterar por sí misma el valor externo del ecu. Estos dos principios, junto con el hecho de que el ecu-cesta se compone de algunas monedas que no entrarán en el euro (libra esterlina, dracma, corona danesa) y que sus respectivos bancos centrales no tienen el compromiso de conducir su cotización hacia un nivel determinado, hacen imprevisible anticipar el valor exacto del tipo de cambio del euro frente a las divisas a que sustituye el día final de 1998.

Tipo de cambio a plazo (Ene. 99) frente a la peseta de las divisas del euro

	Forward 4-ene-99	T. cambio central	Desv. percent.
Irlandesa	212,120	211,270	0,41%
F.Francés	25,395	25,365	0,12%
Marco	85,130	85,070	0,06%
Belga	4,127	4,125	0,05%
Florín	75,545	75,503	0,06%
Chelín	12,098	12,092	0,05%
Finlandés	27,983	27,984	-0,01%
Lira	8,590	8,593	-0,09%
Escudo	82,903	82,990	-0,17%

Fuente: AFI, Informe Semanal n.º 535/14 mayo 98

(Anexo I: Parrilla de paridades de las monedas euro)

Por el momento, ni la reacción de los mercados después de la oficialización de las paridades bilaterales, ni la historia reciente de los tipos de cambio, ni el análisis de los tipos forward de las monedas euro al 4 de enero de 1999 en relación con el tipo de cambio central del SME permiten prever inestabilidades monetarias basadas en divergencias importantes en materia de competitividad. En efecto, tampoco las desviaciones de las paridades centrales en relación a la paridad del poder adquisitivo (PPA) presentan desajustes graves, con la excepción de la sobrevaloración del escudo portugués y la infravaloración de la corona danesa (menores ambos del 10%), en relación a su nivel de competitividad expresado en la PPA.

2. LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA: ESTRATEGIA E INSTRUMENTACIÓN

El siguiente paso en la construcción de la UEM será el salto cualitativo que se producirá el 1 de enero de 1999, fecha a partir de la cual el SEBC decidirá la política monetaria única para toda el área, definida por el BCE y ejecutada en euros de una manera descentralizada por los bancos centrales nacionales. Por definición, una política monetaria única supone que las operaciones de regulación de la liquidez se realizan en igualdad de condiciones para todas las entidades del área. En la práctica, la política monetaria única exige que los tipos de interés de los mercados interbancarios a muy corto plazo tiendan a igualarse en toda el área euro.

Siguiendo la tradición de los países de mayor credibilidad antiinflacionista, el objetivo último del SEBC, de acuerdo con el propio TUE, será la *estabilidad de precios del área* y su variable instrumental, el *nivel de tipos de interés a corto plazo*. Debido al carácter complejo de los mecanismos y procedimientos de la política monetaria y su relación con el objetivo último a alcanzar, la estabilidad de precios, se han debatido varias *estrategias monetarias* basadas siempre en la eficacia general del sistema y en la transparencia de objetivos, métodos y procedimientos frente a los agentes económicos del área. (1)

Después de descartar otros criterios (los de renta nominal, tipos de interés y tipos de cambio), al SEBC se le plantea una doble opción: la del seguimiento de los agregados monetarios europeos, siguiendo la tradición alemana, o el seguimiento directo de la inflación en base a una amplia batería de indicadores económicos. En cualquier caso, la *estrategia* de la futura política monetaria única debe cumplir una serie de requisitos (2), entre los cuales hay que destacar el compromiso de hacer públicos los

objetivos de la política monetaria, establecer el seguimiento de un conjunto amplio de indicadores, mantener unas previsiones de inflación por parte del propio SEBC y velar por la transparencia y comunicación con los agentes del sistema.

La *instrumentación de la política monetaria* se basa también en el principio de la eficiencia operativa. La variable instrumental básica será el nivel de tipos de interés a muy corto plazo y los instrumentos a disposición del SEBC se pueden agrupar en las siguientes tres clases: operaciones en el mercado abierto, facilidades de crédito y depósito y un coeficiente de caja para las entidades financieras operantes en el área.

Las operaciones en el mercado abierto más habituales serán las operaciones temporales mediante subastas. Dentro de las mismas, las más importantes serán las que proporcionen el grueso de la liquidez al sistema a través de un mecanismo de subastas a un plazo de dos semanas con un tipo de interés que constituirá la base de referencia de la política monetaria. Al mismo tiempo, existirán otro tipo de operaciones regulares a más largo plazo con periodicidad mensual y vencimiento cada tres meses en las que se inyectará un volumen reducido de liquidez. Por otra parte, las operaciones de ajuste fino, tanto de inyección como de drenaje de liquidez, permitirán ajustar en el muy corto plazo el nivel de los tipos de interés.

Una última categoría de operaciones de mercado abierto son las operaciones estructurales cuyo objetivo será el de alterar la posición permanente de liquidez de la conjunto del sistema.

Además de las operaciones de mercado abierto, el segundo tipo de instrumento del SEBC serán las denominadas facilidades de crédito y depósito marginales, a través de las cuales las entidades pueden obtener liquidez al plazo de un día mediante la presentación de un colateral suficiente y un tipo de interés superior al fijado en las operaciones regulares de suministro de liquidez. Estas facilidades de crédito y depósitos generarán una banda dentro de la cual evolucionarán los tipos de interés en el corto plazo y representarán el tono general de la política monetaria en todo momento.

Finalmente, el SEBC puede hacer uso de un coeficiente de caja sobre las entidades financieras aunque por el momento no está clara ni la definición del núcleo de entidades que se verán sometidas ni la estructura del propio coeficiente. (3)

Adicionalmente, hay que señalar que las operaciones de inyección de liquidez tienen que estar basadas en activos de garantía adecuados incluidos dentro de un conjunto amplio de colaterales aceptado por el SEBC en las dos categorías que ha establecido.

(Anexo II: Operaciones de política monetaria del SEBC)

Dentro del Sistema Financiero español, la puesta en marcha del SEBC supone que a partir de la tercera fase de la UEM, el BE dejará de ser la autoridad monetaria para formar parte, junto con el BCE y los bancos centrales nacionales, del Sistema Europeo de Bancos Centrales que definirá la política monetaria para todo el area del euro de una manera independiente del poder político.

3. LA SUPERVISIÓN DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS EN LA UEM

En toda el area de la UE existen varios sistemas de supervisión bancaria. En algunos países (Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, Finlandia, Suecia, Reino Unido) la supervisión se realiza por entidades independientes del Banco Central, mientras que en el resto de países, con mayor o menor homogeneidad, los bancos centrales (junto con otros organismos en algún caso, como el caso de las Comunidades Autónomas del Estado español en el ámbito de las cajas de ahorros) juegan el papel central en materia de supervisión.

El esquema actual está contenido en diversas directivas reguladoras de la actividad bancaria y está basado en el principio de supervisión por el país de origen. Entre las directivas aprobadas destacan las que regulan el acceso a la actividad bancaria, la consolidación de entidades financieras, la regulación de los fondos propios y el coeficiente de solvencia, los límites a los grandes riesgos y diversas normas sobre transparencia frente a la clientela. Todas estas directivas tratan de establecer un marco más o menos homogéneo para facilitar el funcionamiento de un mercado único de servicios financieros.

Aunque por el momento no parece que vaya a cambiar la situación actual y la supervisión bancaria siga siendo ejercida por las autoridades nacionales bajo unos esquemas normativos establecidos a nivel europeo, el artículo 105 del Tratado de la Unión prevé la posibilidad de que el BCE pueda asumir funciones de supervisión prudencial.

En buena lógica, los cambios previstos para el sistema financiero tendrán su reflejo en los esquemas de supervisión prudencial. En general, hay que destacar el creciente grado de complicación derivado de las estructuras multinacionales, multiproducto y multimercado de las entidades financieras actuales, lo cual requerirá algún tipo de coordinación internacional para desarrollar la función supervisora.

Resulta de capital importancia subrayar los nuevos riesgos asociados al nuevo escenario para adecuar los esquemas de supervisión a los mismos. Entre estos riesgos cabe mencionar los derivados de los nuevos productos y mercados, las estructuras más complicadas por la aparición de

conglomerados financieros, el desplazamiento hacia actividades no bancarias, el uso de las nuevas tecnologías que puede aumentar el riesgo operativo, el «riesgo moral» asociado a la creación de grandes entidades («too big to fail») y los riesgos estratégicos, legales y de mercado en un área más amplia. Sin embargo, a pesar de la irrupción de nuevos riesgos o de una reconsideración de los mismos bajo nuevas coordenadas, la supervisión prudencial (ejercida por las autoridades nacionales ahora y quizá en el futuro por el BCE) se desarrollará sobre nuevas bases: las entidades deberán poner en práctica sistemas propios de gestión y control de riesgos sometidos a la aprobación de la autoridad supervisora mientras que los aumentos imprevistos de los riesgos deben estar respaldados por una mayor exigencia de recursos propios a las entidades.

En general, el modelo financiero del futuro otorgará un mayor papel al mercado para depurar el sistema y solucionar, a través de quiebras, absorciones o cualquier otro instrumento, los problemas de una mala gestión o una asunción indebida de riesgos. De ahí la importancia de establecer sistemas de alerta y control del nivel de riesgos incurrido.

En todo caso, es previsible que, a medida que se consolide el mercado único financiero, las autoridades centrales (BCE) vayan asumiendo paulatinamente funciones hoy asignadas a las autoridades nacionales.

4. EL SISTEMA FINANCIERO ANTE UN ESCENARIO DE ESTABILIDAD MACROECONÓMICA

En términos financieros, la Unión Monetaria Europea supone la desaparición de los riesgos de cambio entre las divisas euro, la igualación de los tipos de interés a corto plazo y la creación de un único mercado en euros. Pero el modelo que inspira el Tratado de la Unión tiene más consecuencias macroeconómicas: es un modelo de convergencia nominal antiinflacionista que tiene como objetivo la estabilidad financiera y la disciplina monetaria como condiciones para alcanzar un crecimiento económico sostenido. En realidad, al perder los estados nacionales los instrumentos monetarios como variables de política económica, los ajustes a realizar por las economías europeas ante las pérdidas de competitividad (o los shocks asimétricos) deberán girar en torno a otras variables (salarios o empleo), lo cual, teniendo en cuenta la elevada tasa de desempleo europea y la escasa flexibilidad de las economías integradas, exige la puesta en marcha de reformas estructurales que flexibilicen mercados y sectores para afrontar la cesión de soberanía política que entraña la creación del euro.

Las características más importantes del escenario macroeconómico del euro, que afectará sustancialmente a todos los sectores económicos son: un menor nivel de inflación, unos tipos de interés reducidos y unos menores déficits públicos.

En el sector financiero, la UEM significa unos *tipos de interés monetarios y reales reducidos*, que incentivarán la inversión y una mayor demanda de financiación, ya sea por la vía del crédito bancario o por la del acceso a los mercados de capitales. Lógicamente unos menores tipos de interés significan el descenso del coste de capital asociado a las inversiones empresariales y, en consecuencia, del coste de la financiación de los activos.

Además de la reducción de tipos de interés, otros factores pueden favorecer el aumento de la actividad financiera: la disminución general de los precios de los servicios financieros, la ampliación de los mercados, la disminución del nivel de riesgos de mercado, la mayor internacionalización de los agentes económicos o la constitución del euro como moneda de reserva internacional frente al dólar o al yen. La estabilidad de la nueva moneda y su mercado producirán seguramente un aumento de la actividad financiera más importante que la contracción que va a suponer la desaparición del negocio de cambio entre divisas intraeuro actual.

Por otro lado, los Pactos de Estabilidad consagran la necesidad de la *consolidación fiscal* de los Estados en condiciones de sostenibilidad estableciendo sanciones a los déficits públicos excesivos. Hasta ahora, la necesidad de alcanzar la convergencia nominal en materia de déficit por los Estados del euro ha dado lugar a importantes procesos de privatización que han empujado al alza a los mercados de renta fija y variable. A partir de la constitución del euro, el Sector Público tendrá una menor necesidad de acudir a los mercados de financiación y cuando lo haga, lo hará en condiciones de transparencia y precios de mercado, sin disponer de ningún circuito privilegiado de financiación.

Con carácter general, se puede afirmar que el Sistema Financiero se verá afectado en su totalidad por la implantación del euro: además de los cambios operativos que implica la redenominación de todas las transacciones económicas en euros, la moneda única europea traerá consigo una nueva configuración del sistema que se podría sintetizar en los siguientes ejes: un mayor impulso para los mercados de capitales, una mayor competencia entre las entidades financieras (de intensidad diferente según los segmentos de mercado) y una continuación de las tendencias de desplazamiento de recursos financieros hacia instrumentos no bancarios, de más largo plazo y gestionados por inversores institucionales (fondos de inversión y de pensiones).

5. MERCADOS FINANCIEROS: TRANSFORMACIÓN ESTRUCTURAL Y CAMBIOS OPERATIVOS

La UEM culminará un proceso histórico, ya muy avanzado, de integración de mercados financieros. Con la desaparición del riesgo de cambio, la igualación de las curvas de tipos de interés de las monedas que formen parte del Euro, y el establecimiento de unas reglas comunes para todos, aparecerá un mercado financiero unificado en Europa o, al menos, escasamente segmentado. Este proceso tendrá consecuencias muy importantes, tanto a nivel de los propios mercados, como a nivel de los inversores y operadores dentro de los mismos.

Los agentes económicos que operen en unos mercados más amplios lo harán en un contexto de plena libertad de movimientos de capital, con sistemas de pagos interconectados entre sí y con una fiscalidad nacional distinta en cada país. Este escenario podría dar lugar a procesos de reestructuración de los propios mercados alentando desplazamientos de capital entre distintas plazas, activos financieros o instituciones. Ahora, los demandantes de fondos competirán entre sí por la captación de recursos en la misma moneda y en el mismo mercado frente a los inversores internacionales que operan en el mismo.

Como consecuencia general, cabe esperar que el Euro dé lugar a unos *mercados mucho más líquidos y profundos que perderán su carácter nacional y que operarán en condiciones de gran transparencia y competitividad* abaratando, consecuentemente, los precios y costes de transacción y agilizando los procesos de liquidación y compensación. Es previsible que una mayor competencia entre mercados desencadene un proceso de concentración en torno a las principales plazas financieras y en torno a los mayores operadores («big players») de los mismos. Pero los mercados financieros no sólo competirán entre sí. Unos mercados más amplios y eficientes supondrán una mayor competencia frente a las entidades financieras tanto en la captación de recursos como en la mayor oferta de crédito a las empresas, lo cual obligará a aumentar la eficiencia general del sistema, de los propios mercados y de las entidades.

Sin embargo, la Unión Monetaria no significa necesariamente la concentración en una sola plaza financiera de los mercados internacionales. Junto a la concentración, es posible que el euro dé lugar a un proceso paralelo de especialización de plazas y de operadores. La propia existencia de la Deuda Pública nacional, la ejecución descentralizada de la política monetaria, los diferentes sistemas fiscales, junto con la posibilidad de interconexión automática son factores que actúan en favor de una cierta descentralización y de un sistema de dos escalones: grandes plazas financieras y mercados regionales interconectados entre sí.

5.1. Deuda Pública

Los mercados de *Deuda Pública*, al perder su carácter nacional, sufrirán un cambio importante desde el mismo momento en que comience la fase de transición (1.1.1999) y las emisiones de Deuda Pública se denominen en Euros: en su precio desaparecerá la prima por riesgo de cambio frente a las divisas intraeuro y quedarán los riesgos de crédito y de liquidez como determinantes de la prima incorporada al precio del activo. La propia naturaleza del riesgo de crédito de la Deuda Pública cambiará por la aplicación del principio de «no bail out» o de responsabilidad nacional de las emisiones de títulos públicos. En último extremo, la prima por el riesgo de crédito exigida por los mercados para la deuda pública dependerá de la sostenibilidad de la misma y del nivel de endeudamiento de un país y no de su situación macroeconómica. El riesgo de liquidez está relacionado con la propia agilidad, profundidad y eficiencia de los mercados (4).

La consecuencia estratégica más importante para el mercado de Deuda es que, a partir del establecimiento de la moneda única, los inversores institucionales podrán diversificar sus posiciones en títulos públicos sin correr ningún riesgo de cambio. De alguna manera, los Estados irán perdiendo la demanda cautiva de su propia Deuda Pública ligada a la existencia de inversores institucionales, Fondos de Inversión y de Pensiones nacionales, mientras que para las entidades financieras irán desapareciendo las ventajas competitivas ligadas a la moneda local (conocimiento del mercado, de los circuitos de financiación, de la política monetaria) y a las posiciones vinculantes que mantienen algunas entidades en los mercados nacionales (creadores de mercado, entidades gestoras,...).

Desde un punto de vista operativo, la decisión de redenominar en euros toda la Deuda anotada en la Central de Anotaciones del B.E. (del Tesoro de las Comunidades Autónomas y otras instituciones públicas) durante el primer fin de semana posterior a la entrada en vigor de la 3.^a fase de la UEM, es decir, entre el 31 de diciembre de 1998 y el 4 de enero de 1999, en un proceso masivo y único de conversión («big bang») introduce una excepción al principio de «no prohibición, no obligación».

Según los planes de la DGT, la redenominación de la Deuda española se hará sobre los saldos individuales de cada referencia de Deuda Pública convirtiendo su valor en pesetas en cents de euro para evitar los importes nominales de valores expresados en decimales y modificando a continuación el valor nominal de los valores anotados (bonos y obligaciones de 100 euros y letras de 10.000 euros).

5.2. Mercados monetarios

La Unión Monetaria requiere la existencia de unos *mercados monetarios* en euros eficientes e integrados. La Política Monetaria única desarrollada por el SEBC y el sistema TARGET de interconexión darán lugar a un mercado más líquido sin diferenciales de tipos de interés, con mayor número de operadores (el desconocimiento mutuo se irá salvando, al igual que en el mercado de Deuda, gracias a las agencias de Rating) en el que podrían tener lugar mayores crisis de liquidez y/o de confianza y problemas de estabilidad del sistema.

Aunque todos los agentes formarán parte de un mercado más amplio e integrado, es probable que sólo los grandes operadores tengan acceso rápido a otras fuentes de financiación alternativas a las contrapartidas actuales mientras que las entidades pequeñas y medianas se mantengan en un entorno nacional debido al desconocimiento de los operadores y a la instrumentación descentralizada de la Política Monetaria. Esta segmentación de mercados no impedirá que los tipos de interés tiendan a igualarse en todo el área.

En términos operativos, el B.E. cambiará el 1.1.99 a euros todas las cuentas de Tesorería de las Entidades de Crédito que sirven para instrumentar la Política Monetaria y liquidar los sistemas de pagos. A partir de esa fecha el *mercado interbancario* que sirve para redistribuir los activos de Caja entre las entidades financieras pasará a negociarse en euros mientras el B.E. procederá a redenominar a la nueva moneda los saldos vivos a esa fecha. Naturalmente, este paso al euro no sólo afectará a los depósitos interbancarios sino también a todos los Swaps, FRAS o cualquier otro derivado que se negocie en este mercado.

En relación a los *mercados de divisas*, la desaparición de las monedas intraeuro eliminará lógicamente las transacciones entre las mismas. Por el contrario, otros factores juegan a favor de la ampliación de estos mercados en relación al Euro: por una parte, la diversificación de la inversión puede conducir a los agentes a tomar posiciones extraeuro; por otra, es más que probable que el Euro se convierta en moneda de reserva internacional. En este y otros mercados, como consecuencia de la ampliación de los mismos y de las tendencias de más largo plazo, seguirá la tendencia hacia la concentración de plazas y de operadores debido a la reducción de precios y al aumento de riesgos.

5.3. Mercados de Capitales

La Unión Monetaria producirá un aumento del negocio canalizado a través de los mercados de valores privados (Renta Fija, Renta Variable,

Derivados). En cierta medida, el relanzamiento de los mercados de capitales se ha anticipado ya con el desplazamiento masivo de recursos hacia estos mercados de valores.

Diversas razones justifican este auge de los mercados: límites al volumen del Sector Público, transformación de los activos financieros en favor de las instituciones de inversión colectiva y mejoras en general de la eficiencia de los mercados en su labor de intermediación financiera. Es más que probable que los instrumentos de *Renta Fija* vayan ganando cuota de mercado en la financiación empresarial en competencia con el crédito bancario mientras van surgiendo nuevos instrumentos (titulización, papel comercial) en unos mercados más competitivos. Hay que anotar aquí el cambio que supone el hecho de que la Política Monetaria del SEBC permita utilizar papel privado (incluido el que resulte de la titulización hipotecaria) como colateral de las operaciones de inyección de liquidez, lo cual no es más que otra expresión del menor papel relativo a que se verá abocado el Sector Público en favor del Sector Privado.

Pero quizá hayan sido los *mercados de Renta Variable* los que mejor han reflejado y anticipado el efecto de la implantación del euro. La explosión de las bolsas europeas de los últimos años responde a un nuevo escenario de mayor estabilidad y mejores expectativas macroeconómicas, tipos de interés históricamente reducidos y desplazamientos masivos tanto de oferentes (privatizaciones) como de demandantes (fondos de inversión, fondos de pensiones, instituciones crediticias) hacia estos mercados.

Desde un punto de vista operativo, aunque no se ha establecido una fórmula para redenominar el valor nominal de las acciones en euros, a partir del 4.1.99 los valores comenzarán a cotizar en euros realizándose todas las operaciones de compraventa, compensación, liquidación y contratación en la nueva moneda, aunque los inversores finales no dispongan todavía de cuentas compensadoras en euros. En ese caso, las entidades financieras, bancos, cajas de ahorros o sociedades de valores, serán quienes realicen la conversión a una u otra moneda.

En cuanto a la redenominación del valor nominal de las acciones en euros, las sociedades cotizadas tienen un plazo de 3 años para llevar a cabo su conversión. Aunque no hay todavía una estrategia decidida de redenominación, algunas sociedades han empezado (o han anunciado) a hacer splits sobre sus acciones para acercar sus nominales a la nueva moneda. Todos estos problemas de conversión requieren decisiones que afectarán a la competitividad de los mercados. En buena lógica cabe esperar que, además de una tendencia general hacia la concentración de mercados en torno a las principales plazas europeas y a los principales operadores, se desarrolle una tendencia paralela hacia la especialización. Los mercados domésticos capaces de ofrecer mejores precios y servicios,

sistemas ágiles de negociación y fijación de precios tendrán su sitio en el nuevo escenario de la moneda única.

Por otra parte, al desaparecer los tipos de cambio intracomunitarios y aproximarse la curva de tipos de interés de cada divisa, se reducirá el número de los contratos de *derivados* actualmente negociables en los mercados organizados, quedando los instrumentos basados en el euro, mucho más líquidos y con mejores precios. La disminución del número de contratos que actualmente se negocian producirá la concentración y especialización de estos mercados en una sola o en pocas plazas financieras. También los derivados negociados OTC sufrirán un proceso de estandarización y de concentración de contratos paralelo a la mayor liquidez y profundidad de los propios mercados (15).

6. NUEVOS ACTIVOS FINANCIEROS: LA INVERSIÓN COLECTIVA Y LA DESINTERMEDIACIÓN

La mejora general de las expectativas económicas y la revalorización de los mercados bursátiles europeos han introducido cambios radicales en la estructura de los activos financieros que materializan el ahorro familiar. Sin embargo, además de los cambios procedentes de la coyuntura financiera de los últimos años, se pueden detectar cambios estructurales importantes en la composición de los activos financieros familiares que se pueden sintetizar en la pérdida de importancia de los depósitos bancarios y el aumento paralelo del peso de la inversión en acciones, fondos de inversión y seguros y fondos de pensiones.

Evolución Cartera de Activos Financieros de las familias

(% sobre total)	83	86	89	92	95	96
Efectivo y Depósitos	13,54	12,73	14,15	16,02	14,09	13,06
Otros Depósitos	51,78	48,66	45,76	42,13	40,54	35,29
Valores Corto Plazo	1,82	3,11	4,11	2,76	1,84	1,37
Obligaciones	4,26	7,28	3,58	3,15	2,43	2,47
Acciones	11,86	13,53	15,03	8,87	9,56	12,54
Fondos	0,10	0,89	1,35	7,95	11,80	15,94
Créditos	11,00	8,06	6,60	7,70	5,90	5,41
Seg. y Fdos. Pensiones	1,70	2,92	6,43	6,95	10,03	10,35
Otros	3,95	2,82	3,01	2,10	2,19	2,16
Total (MMM ptas.) (100%)	25.169	37.475	53.979	69.729	90.342	102.360

Fuente: B.E., Ctas. financieras de la economía española. Elaboración propia

Esta evolución responde a causas financieras profundas, mayor estabilidad macroeconómica, menores tipos de interés, crisis de expectativas sobre la sostenibilidad futura de los sistemas de pensiones y crecimiento espectacular de los mercados bursátiles europeos y españoles en torno a la creación de la moneda única europea. Sobre este cuadro general de tendencias macroeconómicas hay que añadir una discriminación fiscal en favor de algunos instrumentos (fondos de inversión y de pensiones) y en contra de otros (depósitos bancarios).

Tanto la evolución de los últimos años como las expectativas futuras y los estándares internacionales comparativos vienen a confirmar que el desplazamiento financiero a favor de los *instrumentos de inversión colectiva y de ahorro-previsión* es un movimiento estructural importante que ha adquirido una fuerza inusitada en la economía española hasta situarse por este concepto en cuarto lugar entre los países europeos, después de Francia, Luxemburgo y Reino Unido y en séptimo lugar en el mundo, tras USA, Japón y Canadá.

La comparación internacional de la cartera de activos financieros familiares pone de manifiesto un acercamiento hacia pautas más cercanas a la sociedad americana en cuanto a la elasticidad ante cambios relativos en la rentabilidad de los diferentes instrumentos, en cuanto al peso de la inversión colectiva (fondos de inversión) y el ahorro previsión (fondos de pensiones), si bien en este último extremo, todavía existen diferencias entre el comportamiento de las familias españolas y las alemanas o americanas.

Estructura del patrimonio financiero de las familias (1996)

%	España	Alemania	Francia (95)	Italia	USA
Efectivo y depósitos	49,00	43,00	36,00	31,00	16,00
Renta Fija	3,00	15,00	6,00	29,00	7,00
Acciones y participaciones	28,00	14,00	38,00	23,00	26,00
Seguros y pensiones	12,00	25,00	16,00	5,00	34,00
Otros	8,00	3,00	4,00	12,00	17,00
Total	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

Fuente: Eurostat (5)

La Unión Monetaria también introducirá más competencia en este sector obligando a sus gestoras a ofrecer mejores resultados en el binomio rentabilidad-riesgo. A partir de la creación de unos mercados finan-

cieros en euros, los fondos de inversión podrán desplazar sus inversiones hacia cualquier mercado o instrumento sin incurrir en ningún riesgo de cambio. Este escenario hará que estas instituciones pierdan el carácter nacional de sus inversiones y se empiece a producir un fenómeno generalizado de diversificación entre activos e instrumentos. Por otro lado, la mayor transparencia en precios que impone el modelo del euro presionará a la baja el nivel de Comisiones cobradas por las gestoras de estas instituciones, una vez abierta la barrera cambiaria a los más de 15.000 fondos existentes en Europa.

Desde el punto de vista operativo, la UEM suponen que a partir del 1.1.99 todas las IIC y Fondos de Pensiones tendrán que elaborar su contabilidad en euros en un procesos paralelo a la redenominación de los valores que se producirá en los mercados de renta fija y de renta variable. Por lo tanto, este convenio implicará la publicación de los valores liquidativos, la gestión de las suscripciones y reembolsos en euros, siendo las entidades depositarias las encargadas de convertir estas operaciones en asientos en las cuentas compensadoras de los clientes en euros o en pesetas bajo el principio de «no prohibición, no obligación». (6) (16)

En definitiva, los Fondos de Inversión y de Pensiones, de importancia creciente en toda la UEM, sufrirán un paso rápido al euro en función de la conversión anunciada en los mercado de capitales, especialmente en el mercado de Deuda Pública y de Renta Variable. A su vez, los saldos acumulados en estas instituciones supondrán un paso irreversible en la generalización del euro en las transacciones financieras.

7. LOS EFECTOS DEL EURO EN LAS ENTIDADES FINANCIERAS

7.1. El coste de adaptación a la moneda única

Para las entidades financieras, la sustitución de las monedas nacionales por el Euro supondrá, en primer lugar, la desaparición de los tipos de cambio del núcleo inicial y, consiguientemente, del riesgo de cambio intraeuro y de las comisiones y diferenciales que las entidades financieras obtienen por la prestación de estos servicios o el mantenimiento de estos negocios. En segundo lugar, la introducción de la moneda única acarreará una serie de costes operativos para las entidades financieras europeas de gran magnitud, especialmente en el área de la *informática y la tecnología* donde la introducción de decimales, la doble contabilidad, la identificación de la divisa de la operación, los redondeos, la información masiva en doble unidad de cuenta, los sistemas de compensación y liquidación

de operaciones entre entidades financieras y la conversión de las estadísticas y archivos históricos, supondrán un cambio masivo en el software utilizado por las entidades y el encarecimiento más importante del proceso.

Además, las entidades de crédito tendrán que adaptar sus cajeros automáticos, tarjetas, máquinas contadoras y dispensadoras de metálico en función de las especificaciones técnicas de la nueva moneda.

Las entidades financieras estarán obligadas a dedicar numerosos recursos a informar adecuadamente al público de las nuevas reglas de juego, así como de la forma en la que se van a ver afectados en sus activos y pasivos financieros. A este respecto, merece la pena recordar que las encuestas afirman que el 85% de la población espera que su banco o caja le resuelva todas sus dudas respecto a la implantación del euro. Será necesario, por lo tanto, que el personal de las entidades tenga la *formación* adecuada, tanto para asesorar a los clientes como para desempeñar eficientemente su labor en un período lleno de incógnitas e incertidumbres.

En otras áreas, las fuentes de coste incluyen la adaptación de los contratos, documentos mercantiles, formularios, impresos, marketing, relaciones públicas y el almacenamiento y sustitución material de las monedas y billetes en circulación.

En cualquier caso, debe subrayarse que los aspectos operativos de la implantación del euro no sólo van a suponer una fuente de gastos, sino que también constituirán un conjunto de amenazas y oportunidades para las entidades financieras en su posicionamiento frente a sus clientes adquiriendo mayor importancia estratégica los factores que trasladen más valor añadido hacia el cliente: la calidad de servicio y los factores diferenciales de las entidades en competencia.

En efecto, el paso a la moneda única representará una fuente de oportunidades para las entidades que sepan responder mejor a las innumerables cuestiones prácticas y de todo orden que se planteen. Por el contrario, aquellas que no estén preparadas para enfrentarse a un cambio de tal magnitud se verán desplazadas por las primeras. De ahí, la relevancia que tiene el análisis de los cambios comerciales, operativos y estratégicos derivados de la implantación del Euro.

7.2. Cambios estratégicos frente a un nuevo entorno competitivo

El Euro producirá la eliminación de tipos de cambio, unos tipos de interés iguales para todos y un mercado financiero único. Pero el Euro será el catalizador y el dinamizador de un cambio más profundo que

viene de más atrás y está más ligado a la apertura y globalización de los mercados, a la internacionalización, liberalización y desregulación de las economías, a la revolución tecnológica en materia de información y comunicaciones y a los cambios sociales y culturales en materia financiera (envejecimiento de la población, crisis de los sistemas de pensiones públicos, mayor cultura financiera del público en general). Su corolario ha sido el notable *aumento de la competencia entre las entidades financieras* y su expresión más acabada, el estrechamiento global de los márgenes bancarios (7).

En este sentido, la Unión Monetaria, al ampliar el tamaño del mercado y el número de competidores, supondrá un paso más en la globalización, en la internacionalización y en la competencia. Un mercado unificado conduce necesariamente a una mayor rivalidad entre las entidades crediticias en todo el ámbito de su negocio, aunque es previsible que esta mayor competencia sea de mayor intensidad en unos segmentos que en otros. Los cambios en el entorno competitivo obligarán a las entidades a modificar su posición estratégica en relación con sus competidores. Varios fenómenos pueden ser apuntados como respuesta de carácter general: *la concentración mediante fusiones o alianzas entre entidades, y la especialización.*

La creación de un mercado unificado en euros incentiva la creación de grandes entidades que aprovechen las economías de escala del mercado. A largo plazo sería posible que vayan apareciendo grandes bancos paneuropeos de la misma manera que se han creado grandes bancos nacionales. Ahora bien, la base de capital adquirida por una parte importante de las entidades financieras europeas hace imposible la vía de las adquisiciones hostiles para aumentar el tamaño, lo cual apunta hacia los acuerdos, alianzas, fusiones y/o adquisiciones de entidades como método de aumentar la dimensión de las entidades que quieran ampliar su ámbito de actuación.

La experiencia reciente de la banca española señala un camino singular de internacionalización y extensión hacia Latinoamérica impulsado por la recuperación económica general del área, los altos márgenes operativos, unos costes bajos de implementación y un idioma y cultura comunes que permiten la transferencia de tecnología y capacidad de gestión (8). La vía seguida por los bancos españoles, basada en las compras de bancos locales, no se puede seguir de la misma manera con los bancos europeos debido al importantísimo desembolso que supondría tomar el dominio de las entidades más significativas. Lo más probable es que en el área del euro las alianzas, participaciones cruzadas y otras formas de cooperación sustituyan a las adquisiciones y fusiones realizadas en el continente latinoamericano.

Este escenario es compatible con una mayor tendencia hacia la especialización de las entidades que operen en un nicho de mercado o con un fuerte componente local siempre y cuando superen la masa crítica mínima para mantener servicios de calidad. En este caso se encuentran las Cajas de Ahorros las cooperativas de créditos y los bancos locales. Tal como pone de manifiesto el estudio de Gardener y otros (9), la búsqueda de una mayor eficiencia y una mayor orientación al mercado terminarán desencadenando una oleada de fusiones para defenderse de OPAS hostiles, allá donde la legislación permita la compraventa de esta clase de entidades.

En términos globales, el aumento de la competencia supondrá un *sistema más eficiente* con un menor número de empleados y de sucursales y buscando la optimización de las redes comerciales establecidas. En el camino hacia una *nueva depuración del sistema financiero* quedarán fuera las entidades menos eficientes para que sean absorbidas por otras cuyos equipos sean capaces de gestionarlas mejor. Además, el cambio en las reglas de juego también favorecerá la depuración del sector financiero. En efecto, el sistema será más transparente y permitirá a los usuarios/consumidores discriminar las entidades en función de sus riesgos y de su solvencia empresarial, adquiriendo más importancia la imagen que proyectan las propias entidades en relación con su perfil de riesgos frente a sus clientes y evitando situaciones en las que una entidad que haya incurrido en riesgos excesivos sea salvada por el conjunto del sistema financiero.

En este proceso hacia una mayor eficiencia y hacia la depuración del sistema habrá ganadores y perdedores. Los ganadores serán, en primer lugar, los clientes y consumidores, porque recibirán más y mejores servicios por menores precios y, en segundo lugar, las empresas, que, además de beneficiarse de la mejora general del sistema, trabajarán en un entorno monetario más estable, con menores incertidumbres y sin riesgo de cambio, al menos entre las divisas que forman parte del Euro.

Pero también entre las entidades financieras se producirá una reestructuración en la que algunas resultarán ganadoras y otras perdedoras. Con carácter general, se puede afirmar que resultarán ganadoras aquellas que sepan adaptarse mejor al nuevo escenario, aunque cuenten con un mejor posicionamiento inicial aquellas entidades más especializadas relativamente en el segmento de banca al por menor, aquellas que presenten una respuesta tecnológica más eficiente, las que controlen mejor los riesgos del nuevo escenario o aquellas que tengan mayores participaciones industriales, en función de la mejoría de la economía real.

7.3. El efecto del euro sobre los distintos negocios bancarios

7.3.1. *Negocio minorista*

Todos los diferentes negocios que coexisten en las entidades financieras se verán afectados radicalmente por la implantación del euro. Sin embargo, el impacto será de distinta intensidad en cada uno de ellos. En términos generales, cabe esperar cambios más graduales y menos drásticos en el negocio minorista, porque este negocio tiene unas *altas barreras de entrada*: está ligado al conocimiento del mercado local, a la red de oficinas y cajeros, al establecimiento de vínculos estables con la base de clientes y al dominio de los sistemas de pagos y de distribución.

Sin embargo, no es menos cierto que, a pesar de tener un impacto más dilatado en el tiempo y de tener altas barreras de entrada frente a la banca extranjera, también el segmento de banca al por menor será afectado por los cambios que introduce el euro en el sistema financiero. Entre los factores que se verán alterados con la constitución del área del euro, hay que mencionar la distinta fiscalidad nacional, la entrada de nuevos competidores (financieros y no financieros) especialistas en el mercado y la mayor debilidad de las barreras de entrada asociadas a los nuevos sistemas de distribución (banca electrónica, telefónica, Internet, tarjetas) basados en las nuevas tecnologías de la información.

En este segmento del mercado, como en el resto, el euro supondrá un importante cambio que se vendrá a sumar a las tendencias más profundas que están teniendo lugar en el sistema y que afectan a la propia demanda de productos y servicios financieros debida al propio cambio social y cultural de las sociedades europeas de fin de siglo.

En primer lugar, al *envejecimiento de la población* y consecuente crecimiento de la población jubilada, habría que añadir las incertidumbres surgidas en torno a los sistemas públicos de pensiones y de la Seguridad Social en el conjunto de países europeos, dentro de lo que se ha denominado como la crisis del Estado-bienestar. Esta situación lleva inexorablemente al auge de los Fondos de Pensiones y de los Seguros privados, impulsados, además, por una fiscalidad más favorable que trata de potenciar el Ahorro a largo plazo. Lógicamente, estos cambios anticipan una importante demanda de activos a largo plazo en detrimento de otros productos tradicionales como los Depósitos Bancarios.

En otro orden de cosas, el aumento de la *flexibilidad y movilidad laboral* de la población activa requerirá cambios importantes en determinados productos financieros para flexibilizarlos y adaptarlos a esta nueva

realidad (Préstamos Hipotecarios para adquisición de vivienda, Fondos de Pensiones, ...).

Otro fenómeno de trascendencia histórica en el comportamiento de la clientela frente a las entidades financieras es el aumento generalizado de la *cultura financiera* de la población, lo cual hará que las relaciones estables y duraderas con los clientes tengan que estar basadas en la confianza, en una buena información y en la venta de productos realmente adaptados a sus características y necesidades particulares.

Es indudable que las *nuevas tecnologías* están alterando profundamente los canales tradicionales de distribución de productos y servicios financieros. Siguiendo con las tendencias ya dibujadas en la actualidad, la *oficina bancaria tradicional* perderá una parte de su papel actual y será sustituida o, mejor, complementada por otros canales, si bien seguirá siendo el elemento central de la relación con el cliente en el negocio minorista, y evolucionará hacia fórmulas que convierten la oficina bancaria tradicional en un centro de asesoramiento financiero. Paralelamente, el desarrollo de la banca telefónica y electrónica hará que los clientes/usuarios usen cada vez más las tarjetas de débito, de crédito, monederos electrónicos y transferencias telefónicas, reduciéndose a la mínima expresión la circulación de moneda y billetes.

Debido al componente tecnológico que ya incorporan y seguirán incorporando los productos, canales y servicios financieros, la tecnología tenderá a mediatizar la *calidad del servicio al cliente* convirtiéndose en uno de los elementos estratégicos fundamentales para las entidades. El reverso de esta situación es que la tecnología permite un mayor acercamiento entre otras entidades distintas a las tradicionales y los clientes, de manera que la defensa de la cuota de mercado en el futuro estará basada en muy buena medida en la posición de las entidades frente a las nuevas tecnologías.

Un primer test de calidad en relación con la moneda única va a ser la capacidad de las entidades para difundir los nuevos estándares asociados al cambio de moneda y asesorar a los clientes en la etapa de transición, lo que va a suponer un proceso masivo de información, en un período de gran incertidumbre, a medida que vaya produciéndose el paso hacia la moneda única.

Como ya se ha señalado, la tecnología, que se ha convertido en uno de los elementos estratégicos de las entidades financieras, presenta también sus riesgos, tanto más importantes cuanto que es un factor que diferenciará la respuesta de las entidades en sus relaciones con los clientes. La interconexión con los sistemas de pago nacionales e internacionales (TARGET) hace aumentar notablemente los riesgos operativos ligados al uso intensivo de la tecnología.

7.3.2. *Actividades mayoristas*

Posiblemente sea el negocio de banca al por mayor, junto con el cambio en el área de los mercados financieros, el más afectado por el incremento de competencia que traerá consigo la Unión Monetaria. Por una parte, es de esperar que las empresas multinacionales que operan en diferentes países del área inicien un proceso de consolidación financiera que concentrará cuentas y negocios en las entidades que les presten sus servicios. Además, un entorno de bajos tipos de interés provocará una mayor demanda de financiación, a través del crédito bancario, a través del recurso a los mercados de capitales o a través de otras formas como puede ser la titulización de activos.

Desde el punto de vista de las entidades financieras, cabe esperar un triple impacto: una sustitución gradual del crédito bancario por la financiación a través de los mercados de capitales, unos menores márgenes, comisiones y costes de transacción derivados del aumento de la competencia en un segmento que requiere un alto nivel de especialización y un proceso de concentración de actividades mayoristas en torno a los operadores más eficientes. Todo parece indicar que los movimientos previstos en las áreas de banca al por mayor favorecerán, por un lado, a los grandes bancos paneuropeos que actúen en todo el mercado del Euro, y, por otro, a las entidades especializadas en los nichos de mercado señalados, donde la competencia con otras entidades será muy notable.

De otro lado, el negocio mayorista de las entidades financieras puede verse afectado positivamente por la posibilidad de que el Euro asuma un status de moneda mundial, en competencia con el dólar, por nuevos negocios en torno a colocación de emisiones, aseguramientos, financiación de proyectos o por la posibilidad de que los bancos europeos canalicen la demanda de Euros por parte de entidades de otros países (como podría ser el ejemplo de los bancos españoles en relación con las instituciones financieras latinoamericanas). Además, el aumento del tamaño del mercado puede generar una multiplicación de los procesos de fusiones y adquisiciones, lo cual puede abrir una mayor competencia entre las entidades especializadas en el segmento de banca de inversiones.

El área de mercados será el que sufra el impacto más inmediato por la entrada en vigor del euro. En general, es posible que se produzca un desplazamiento a favor de las grandes entidades y de los agentes especializados en este sector, capaces de operar con menores márgenes y costes. El proceso de concentración-especialización que pueda tener lugar en los mercados financieros tendrá su movimiento paralelo en las áreas especializadas de las entidades.

7.4. Repercusiones sobre la Cuenta de Resultados de las entidades financieras

Todos estos factores influyen directamente sobre la cuenta de Resultados de las entidades financieras. La creación del euro afectará negativamente a las entidades en el corto plazo como consecuencia de la desaparición de los negocios sobre los tipos de cambio que van a desaparecer, de la absorción de los costes de adaptación a la moneda única y de los nuevos riesgos asociados al nuevo escenario. Sin embargo, a largo plazo, una vez absorbidos los costes de implantación de la moneda única, factores tales como el aumento de la actividad financiera, la mayor estabilidad macroeconómica, la mayor internacionalización y la depuración que tendrá lugar en el sector financiero, jugarán a favor de las entidades que logren mantener su competitividad en un mercado más exigente. Una síntesis de las tendencias anteriormente expresadas en relación con los diversos escalones de la Cuenta de Resultados de las entidades financieras sería la siguiente:

MARGEN FINANCIERO: El Sistema financiero ha registrado una espectacular caída de sus márgenes provocada por el descenso de tipos y el incremento de la competencia. Sin embargo, aunque el Margen Financiero de las entidades españolas es todavía algo superior al de otros países del núcleo europeo (10), las disminuciones de tipos de interés practicadas en la economía española y la anticipación de tendencias en los tipos bancarios en torno a la constitución de la UEM permiten predecir que la caída de los márgenes financieros en las nuevas operaciones ha terminado ya o está a punto de estabilizarse (bien es cierto que las medias del sistema todavía registrarán una tendencia a la baja correspondiente al vencimiento de operaciones vigentes en la actualidad). Todo hace pensar que los sistemas de formación de precios, al menos en el segmento minorista, serán más exigentes que en la actualidad habiéndose llegado a una situación cercana al límite en materia de competencia de precios de los productos financieros (11). En definitiva, se puede pensar en una desaceleración de la tendencia hacia el estrechamiento de márgenes medios. Su impacto en la cuenta de resultados de las entidades dependerá del aumento del volumen de negocio derivado de un nuevo contexto de tipos de interés reducidos, una mayor estabilidad y unas mejores expectativas económicas.

COMISIONES: Algunas comisiones tenderán a disminuir. Por una parte, desaparecerán una gran parte de las correspondientes a los negocios entre divisas y otras se verán afectadas por la bajada de tipos. En un entorno de tipos de interés reducidos, será difícil mantener, por

ejemplo, el nivel actual de comisiones correspondientes a los Fondos de Inversión. De la presión sobre los márgenes financieros, se pasará a la presión sobre las Comisiones. Por el contrario, otras tendencias jugarán a favor del crecimiento de las comisiones por servicios financieros: la mayor utilización de los canales de distribución y medios de pago electrónicos, el mayor negocio de administración de patrimonios y gestión de carteras de valores de los clientes particulares en su acceso a los mercados de capitales y el desplazamiento general hacia productos fuera de balance de los depósitos bancarios. Lo más probable es que el aumento del volumen de negocio y el crecimiento de los patrimonios financieros ayuden a compensar los efectos derivados de una presión a la baja de las comisiones cobradas debida al aumento de la competencia.

RESULTADOS DE OPERACIONES FINANCIERAS: La evolución reciente de los mercados financieros ha producido un aumento importante de las plusvalías acumuladas por las carteras de inversión de las entidades. Una vez consolidada la Unión Monetaria, lo más probable es que las posibilidades de pérdidas o ganancias importantes en el valor de mercado de los activos disminuyan, debido a una menor volatilidad de los tipos de interés y tipos de cambio. Sin embargo, no es descartable que, ante la pérdida del negocio que supone la desaparición de las diferentes divisas, las Salas de Tesorería de las entidades intenten sustituir estos negocios vinculados a sus carteras de negociación por operaciones en otras divisas o mercados, aunque con un riesgo superior.

COSTES DE ESTRUCTURA: En principio, tanto los gastos de personal como los generales de administración, se verán afectados por una tendencia hacia la racionalización de costes y por una menor tasa de inflación. En consecuencia, cabe esperar una tendencia general hacia la reducción de costes de explotación si bien algunos componentes de estos costes, especialmente los ligados a la tecnología, experimentarán una presión al alza. La tendencia hacia el estrechamiento de márgenes y comisiones situará el control de costes como la variable fundamental que determine la supervivencia de las entidades financieras. De hecho, es posible que muchas entidades no puedan soportar el peso de su estructura en un entorno de tipos de interés reducidos y de márgenes estrechos. Por consiguiente, todas las variables ligadas a los costes de explotación, tales como las economías de escala o la eficiencia empresarial, adquirirán una notable importancia. En este contexto, un efecto del estrechamiento de márgenes es el incremento del volumen mínimo que debe gestionar una oficina para que sea rentable, lo que supone una importante incógnita dada la extensa red de sucursales del sistema financiero español.

En el caso de las entidades financieras españolas, los datos comparativos sobre la importancia de los costes de estructura muestran todavía un camino hacia la convergencia en relación con otras entidades europeas.

Gastos de Explotación: comparación internacional

(%) País	% ATM			% s/ Margen Bruto		
	89	94	95	89	94	95
España	3,01	2,28	2,27	60,95	59,70	63,22
Reino Unido	3,28	2,64	2,60	64,73	64,08	63,82
Alemania	1,75	1,64	1,64	64,57	60,80	63,99
Holanda	1,97	1,78	1,85	65,39	67,06	67,29
Francia	1,64	1,46	1,41	72,23	71,28	65,64
Bélgica	1,36	1,23	1,18	66,82	71,72	67,60
Luxemburgo	0,47	0,50	0,50	40,90	44,77	46,54
Portugal	2,30	2,08	1,95	46,81	61,77	64,94
Austria	1,57	1,74	1,97	65,51	65,10	69,45
Italia	2,68	2,35	2,48	62,64	68,83	68,33
Media UE	2,00	1,77	1,79	61,05	63,51	64,08
USA	3,38	3,76	3,65	66,65	65,04	63,26
Japón	0,81	0,98	0,98	61,38	76,35	66,54

Fuente: OCDE, Bank profitability 1997 (10)

DOTACIONES y PROVISIONES: El entorno previsto de mayor solvencia y de menor riesgo de mercado debería redundar en una reducción de la carga que supone la dotación para el saneamiento de los balances de las entidades financieras.

En efecto, la UEM supondrá una alteración en el cuadro general de riesgos del sistema financiero. La evolución del *riesgo de crédito* será diferente en función de los sectores: mientras se puede producir un aumento del riesgo de crédito y de liquidez en el Sector Financiero y en el Sector Público, derivado de la mayor integración de mercados y una menor cobertura frente a las políticas de las entidades, cabe pensar que la Unión Monetaria contribuirá a disminuir sustancialmente el riesgo de crédito para las empresas del Sector Privado, que se verán obligadas a aumentar sustancialmente su competitividad para operar en el mercado del euro.

En relación al riesgo de crédito, especial interés debe dedicarse al capítulo de las garantías ya que, a medio y largo plazo, los inmuebles que

garantizan préstamos hipotecarios podrían alterar su valor de forma no predecible para situarse por debajo del valor de su garantía en el mercado.

Por su parte, los *riesgos de mercado*, en un escenario de Unión Monetaria, serán más reducidos debido a una menor volatilidad de los tipos de interés y de los tipos de cambio del euro frente al exterior. Para países que se han quedado fuera del euro, el riesgo de interés (y de mercado) puede ser muy elevado ya que sus tipos de interés estarán sujetos a mayores volatilidades, determinadas fundamentalmente por las posibilidades que, en cada momento, los mercados asignen a su inclusión dentro de la Unión Monetaria .

En todos los casos, para las entidades financieras, a medida que se estrechan los márgenes de su negocio, se hace cada vez más importante un buen sistema de *control de riesgos* de sus inversiones en base a la optimización del binomio rentabilidad-riesgo ya que, en un escenario de menores tipos de interés y menores márgenes operativos, se pondrán de manifiesto más claramente los errores de gestión.

BENEFICIOS, RENTABILIDAD Y COSTE DE CAPITAL: Como resultado de todos estos sumandos, los Beneficios de las entidades financieras, aunque disminuyan en porcentaje sobre los activos medios, no tendrían por qué disminuir en valor absoluto ya que el aumento del volumen de negocio y la reducción del nivel general de riesgos pueden compensar los menores precios y márgenes operativos.

Mientras el estrechamiento de márgenes, que dependerá en buena medida de la composición del negocio, puede obligar a una reestructuración de las entidades menos eficientes, el descenso en el coste del capital derivado de la disminución de tipos de interés y un menor nivel de riesgos de crédito y de mercado deberían dar como resultado una mejora del valor económico añadido para las entidades más eficientes

El análisis de la rentabilidad de la actividad bancaria en España en relación con otros países del area euro pone de manifiesto que es un sector maduro, con índices de rentabilidad sobre los recursos propios (ROE) menores que otros países a pesar de haber disfrutado de mayores tipos de interés. Esta realidad, junto a las grandes barreras de entrada en los negocios más rentables, desincentivará la entrada de nuevos competidores transfronterizos en el sector.

8. SÍNTESIS Y CONCLUSIONES

El Sistema Financiero es un conjunto ordenado de normas y regulaciones, instituciones, activos financieros y mercados que permiten el desarrollo de las transacciones económicas internas y externas de un país, la ejecución de la Política Monetaria y Cambiaria, la asignación de los

recursos disponibles y una valoración correcta de los activos financieros. Sus funciones últimas son las de conectar los flujos de Ahorro con las demandas de inversión, contribuir a la estabilidad monetaria y financiera y garantizar la liquidez de los sistemas de pagos nacionales e internacionales. La implantación del euro supondrá un cambio radical a lo largo de todo el Sistema Financiero por una triple razón: porque implica cambios en la denominación monetaria de las operaciones económicas y financieras, en los sistemas de pagos y la sustitución de los billetes y monedas actuales por los nuevos; porque se establece una política monetaria única, definida por el BCE y ejecutada descentralizadamente por los bancos centrales nacionales, y una política cambiaria común para los países euro frente al exterior; y porque se pone en marcha un sistema de liquidación en tiempo real en cada uno de los países miembros de la UEM y un mecanismo de interconexión entre ellos (TARGET) que garantizan la integración de los mercados.

La forma en que se ha diseñado el paso a la moneda única tendrá importantes consecuencias sobre el Sistema Financiero. Al inicio, la Política Monetaria será ejecutada en euros; los mercados organizados decidirán el momento en que pasen a negociar en euros; los agentes económicos demandarán productos y servicios en euros bajo el principio de «no prohibición, no obligación»; y la liquidación de operaciones en efectivo se hará a partir del 2002.

Es indudable que el euro dará lugar a un nuevo escenario financiero a partir del lanzamiento de la tercera fase de la UEM. El primer paso de este nuevo escenario financiero tendrá lugar a partir del 1 de enero de 1999 cuando el SEBC inaugure la política monetaria única en euros para todo el área de la UEM. A partir de ahí, el efecto arrastre de la política monetaria, junto con la conversión y redenominación de la Deuda Pública emitida por los estados miembros de la UEM, desencadenará un proceso rápido de conversión al euro de los principales mercados monetarios y financieros internacionales. Este cambio en la manera de operar de los mercados culminará un proceso más profundo de integración y globalización de los mismos, de manera que la eliminación de las barreras cambiarias entre las divisas dará lugar a un mercado unificado en euros y a una menor segmentación entre los distintos agentes y activos financieros. La constitución de un mercado financiero global europeo provocará posiblemente un proceso de reestructuración de las plazas financieras profundizando las tendencias hacia la concentración y especialización que ya hoy tienen lugar en el Sistema Financiero. Sin embargo, el mantenimiento de distintas fiscalidades nacionales y la ejecución descentralizada de la política monetaria, junto con la interconexión automática a través de los sistemas TARGET, permitirá la supervivencia de los

mercados nacionales, bien es cierto que crecientemente integrados en el mercado financiero global.

El cambio sufrido por los mercados internacionales dará lugar a un aumento de la presión competitiva en todas las áreas de negocio bancario. Dentro de las mismas, las áreas de mercado y de banca corporativa sufrirán una importante y rápida transformación como consecuencia y de la unificación de mercados y de tipos de interés que tengan lugar en Europa. Sin embargo, en el área de distribución minorista de productos y servicios bancarios, el impacto del euro será más gradual, como corresponde a un segmento donde todavía existen importantes barreras de entrada, aunque el uso intensivo de la tecnología aplicada a los canales de distribución está debilitando estas barreras y permitiendo una mayor competencia por parte de otros agentes, financieros y no financieros, en el sector.

Las entidades financieras, con la entrada del euro, sufrirán a corto plazo un importante aumento del coste correspondiente a la adaptación operativa que deberán realizar para operar en un nuevo mercado sujeto a unos nuevos estándares contables, informáticos y tecnológicos. Además, la desaparición de las monedas nacionales y su sustitución por el euro conllevará la eliminación de una fuente de beneficios (de escasa importancia en el Sistema Financiero español) para las entidades financieras derivados de las comisiones y diferenciales obtenidos en el intercambio de divisas. A largo plazo es de esperar que el euro traiga consigo un escenario de aumento de la actividad financiera gracias a la mayor competencia, la mayor internacionalización y la mayor globalización. Este escenario reducirá los márgenes operativos de las entidades financieras y provocará un replanteamiento de las estrategias bancarias tendentes a aumentar la eficiencia y del posicionamiento comercial de las entidades. Es posible que el euro desencadene un proceso de concentración y especialización en el sector (bien a través de alianzas entre las grandes entidades, bien a través de fusiones y adquisiciones de entidades locales), de manera que el tamaño de una entidad financiera volverá a ser una de las variables determinantes de su eficiencia y posición en el mercado.

En términos generales, se puede afirmar que el SFE, aunque en términos comparativos se puede considerar un sector maduro, se encuentra bien situado frente al escenario del euro. Así lo demuestran los índices comparativos de rentabilidad y capitalización. El euro supondrá un paso más en la depuración del Sistema Financiero hacia un sistema más eficiente en el cual los mercados y las entidades financieras españolas podrán jugar un papel importante si ofrecen una respuesta adaptativa acertada a los cambios inminentes que se avecinan con la implantación de la Moneda Unica Europea.

9. NOTAS, DOCUMENTOS Y REFERENCIAS

- (1) *La Política Monetaria Unica en la Tercera etapa*. IME. Setiembre 1997.
- (2) *La Unión Monetaria Europea. Cuestiones Fundamentales*, Banco de España. 1997.
- (3) «El sistema bancario español ante la UEM». José Luis ESCRIVÁ y otros. *B.E. Estudios Económicos*, n.º 59 (1997).
- (4) «Destinos financieros del Ahorro de las familias, una comparación internacional». Santiago CARBÓ y Francisco RODRÍGUEZ. *Cuadernos de Información Económica* n.º 131. Feb. 98.
- (5) «La integración de los mercados financieros en el marco de la UEM». Nieves GARCÍA SANTOS. *Ekonomi Gerizan* III. Diciembre 1996. Federación de Cajas Vasco Navarras.
- (6) «La introducción al euro en las instituciones de inversión colectiva». Mariano RABADÁN. *Perspectivas del SFE*, n.º 60 (1997) FIES.
- (7) «Consecuencias para el sistema bancario español de la adaptación al euro». Ignacio FUENTES. *Perspectivas del SFE*, n.º 60 (1997) FIES.
- (8) «Euro y Competencia en el Sector bancario español». Santiago CARBÓ y Juan COELLO. *Perspectivas del SFE*, n.º 60. (1997) FIES.
- (9) «El impacto de la UEM sobre las estragias de Bancos y Cajas de Ahorros de la Unión Europea». Edward P.M. GARDENER, Phil MOLYNEAUX y Jonathan WILLIAMS. *Perspectivas del SFE*, n.º 60 (1997) FIES.
- (10) *Bank profitability. Financial Statements of Banks*. OCDE 1997. París.
- (11) *El Euro y sus implicaciones para la banca*. Aula de Banca. Donostia-San Sebastián. 7 de mayo 1998.
- (12) «El Sistema Financiero español ante la UEM. Discurso del Gobernador del B.E. en las XXIV Jornadas de Mercado Monetario organizadas por Intermoney». *Boletín Económico B.E.* Mayo 1997.
- (13) «El futuro de los mercados de renta fija». Francisco OÑA NAVARRO. *Perspectivas del Sistema Financiero*, 61 (1998) FIES.
- (14) «Desregulación e intensificación de la competencia. El impacto del mercado único sobre la competitividad del sistema bancario español». Manuel MARTÍN y Francisco Javier SÁEZ. *Perspectivas del sistema financiero* n.º 59. (1997) FIES.
- (15) «Consecuencias de la moneda única para las entidades y los mercados financieros». Raimundo ORTEGA. *Perspectivas del Sistema Financiero* n.º 59. (1997) FIES.
- (16) *Efectos de la introducción del Euro sobre los mercados de valores y las instituciones que en ellos operan*. CNMV. Julio 1997.
- (17) «Los mercados financieros en la Unión Monetaria». Emilio ONTIVEROS. *Análisis Financiero Internacional*. EFA, Ago-Set 1997.
- (18) «El impacto del euro en la gestión financiera y en los sistemas de información». *Dirección y Progreso*, n.º 156, Nov-Dic 1997 APD.
- (19) «La Cuenta de Resultados de las entidades de depósitos en 1997». *Boletín Económico B.E.* Abril 98.

Anexo II
Operaciones de Política Monetaria del SEBC

Operaciones de política monetaria	Tipos de transacciones		Vencimiento	Frecuencia	Procedimiento
	Inyección de liquidez	Absorción de liquidez			
OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO					
Operaciones principales de financiación	• Operaciones temporales		• Dos semanas	• Semanal	• Subastas estándar
Operaciones de financiación a más largo plazo	• Operaciones temporales		• Tres meses	• Mensual	• Subastas estándar
Operaciones de ajuste (fine-tuning)	• Operaciones temporales Swaps de divisas • Compras de valores en firme	• Operaciones temporales Swaps de divisas • Captación de depósitos a plazo fijo • Ventas de valores en firme	• No estandarizado	• No regular • No regular	• Subastas rápidas • Procedimientos bilaterales • Procedimientos bilaterales
Operaciones estructurales	• Operaciones temporales • Compras de valores en firme	• Emisión de certificados de deuda • Ventas de valores en firme	• Estandarizado/no estandarizado	• Regular y no regular • No regular	• Subastas estándar • Procedimientos bilaterales
FACILIDADES PERMANENTES					
Facilidad marginal de crédito	• Operaciones temporales		• Un día	• Acceso a discreción de las entidades de contrapartida	
Facilidad de depósito		• Depósitos	• Un día	• Acceso a discreción de las entidades de contrapartida	

Fuente: IME

La política presupuestaria en la Unión Monetaria Europea

por Jesús Ferreiro Aparicio

Departamento Economía Aplicada I
Universidad del País Vasco

Sumario: 1. INTRODUCCIÓN.—2. IMPLICACIONES PRESUPUESTARIAS DEL TRATADO DE MAASTRICHT.—3. EL PACTO DE ESTABILIDAD O LA BÚSQUEDA DE MAYORES DOSIS DE DISCIPLINA PRESUPUESTARIA.—3.1. **Contenido del Pacto de Estabilidad.**—3.2. **Un análisis desde la perspectiva histórica de la restricción impuesta por el Pacto de Estabilidad.**—3.3. **Implicaciones presupuestarias futuras del Pacto de Estabilidad.**—4. CONCLUSIONES.

1. INTRODUCCIÓN

El actual proceso de construcción de la Unión Monetaria Europea implica profundos cambios en las políticas económicas de los Estados que la integren. Los más evidentes son la pérdida total de independencia de las anteriores políticas monetarias y cambiarias nacionales. En el caso de la política presupuestaria, sin embargo, ésta sigue definiéndose como nacional, quedando en manos de las distintas autoridades económicas nacionales. Ahora bien, esto no significa que la UEM no imponga ninguna servidumbre a los Estados miembros en materia de grados de libertad en el manejo de la política presupuestaria entendida como instrumento de estabilización macroeconómica. Precisamente, el objetivo de este trabajo es analizar cuales son las implicaciones presupuestarias derivadas tanto del Tratado de Maastricht como del Pacto de estabilidad de crecimiento, así como aventurar cuál será la orientación que adopten las distintas políticas presupuestarias nacionales en un horizonte de medio plazo.

2. IMPLICACIONES PRESUPUESTARIAS DEL TRATADO DE MAASTRICHT

El Tratado de Maastricht contenía entre sus numerosas disposiciones una serie de medidas que afectaban al comportamiento presupuestario de los diferentes Estados que deseasen acceder a la futura Unión Monetaria Europea (UEM, en adelante). Un numeroso grupo de estas medidas resul-

taba de inmediata aplicación a partir del 1 de enero de 1994, es decir, desde el inicio de la segunda fase de la unión monetaria, por lo que la política presupuestaria de los Estados candidatos a formar, al menos desde su inicio, parte de la UEM se encontraba afectada por el propio proceso de construcción de la unión monetaria. Por supuesto, estas normas continuaban siendo igualmente aplicables tras la entrada en funcionamiento de la UEM.

Además de una serie de disposiciones¹ relativas a la prohibición de las prácticas de financiación monetaria y privilegiada tanto de los gastos públicos (es decir, de los desfases temporales de tesorería) como de los déficit presupuestarios de las administraciones públicas de los distintos Estados (candidatos y miembros) de la UEM, así como a la no asunción por otros Estados o por la propia Unión Europea de las deudas contraídas por cualquier Estado miembro de la Unión —prácticas que restringían las posibilidades de un Estado de financiar sus gastos públicos reduciéndolas a la obtención de recursos por la vía, en primer lugar, de los ingresos no financieros y, en segundo, de la emisión de deuda pública en condiciones de mercado—, la principal restricción sobre la actuación de la política presupuestaria como instrumento de regulación macroeconómica procedía de la prohibición de generar «déficit excesivos» en aquellos Estados que formasen parte de la UEM.

La constatación de la existencia de un «déficit excesivo» en un Estado miembro de la UEM daba paso a la adopción de una serie de medidas por parte del Consejo de la Unión orientadas a su inmediata corrección. Así, en primer lugar, el Consejo dirigiría al Estado en cuestión una serie de recomendaciones (las cuales pueden o no hacerse públicas) para reducir el desequilibrio presupuestario. Si estas recomendaciones no fuesen asumidas por dicho Estado, el Consejo puede advertir a dicho Estado para que adopte las medidas que el Consejo estime oportunas para corregir el déficit excesivo, las cuales deberían implantarse de acuerdo con un calendario establecido por el propio Consejo. En el caso de que tales medidas no fueran llevadas a la práctica, el Consejo podría acordar la imposición de sanciones a dicho Estado, las cuales irían desde la exigencia a ese Estado de publicar información sobre la situación de sus finanzas públicas previamente a cualquier operación de endeudamiento², la restricción del acceso

¹ Véase Ferreiro (1997).

² Lo que tendría el efecto de restringir el acceso de dicho Estado al mercado de capitales a través de un racionamiento vía precios (mayor tipo de interés) y/o vía cantidades (menores recursos financieros disponibles). El objetivo, en última instancia, es conseguir que el propio mercado discipline a dicho Estado forzándole a adoptar medidas de ajuste presupuestario ante las dificultades encontradas para financiar sus desequilibrios presupuestarios. El supuesto implícito en este análisis es la existencia de mercados de capitales perfectos.

a los préstamos del Banco Europeo de Inversiones, la exigencia de la constitución de un depósito sin devengo de intereses durante el periodo en que se mantenga el déficit excesivo o, finalmente, la imposición de multas.

En el Tratado de Maastricht, el «Protocolo sobre el procedimiento aplicable en caso de un déficit excesivo» establecía de manera expresa los valores de referencia utilizables para caracterizar a un desequilibrio presupuestario como «excesivo». Estos valores eran el 3% del PIB para el déficit del conjunto de administraciones públicas nacionales y del 60% del PIB para la deuda pública acumulada (medida en términos brutos) de las administraciones públicas nacionales³.

Aun cuando esta concreta cuantificación, por sí misma, suponía una restricción evidente que recortaba el margen de maniobra de la política presupuestaria como instrumento de regulación macroeconómica para los Estados miembros de la UEM, el propio Tratado de Maastricht abría la posibilidad a que los Estados, tanto candidatos como miembros de la, en aquel momento, futura UEM, pudiesen generar desequilibrios presupuestarios superiores a esas mágicas cifras sin que tales déficit fueran calificados como excesivos y, por consiguiente, objeto de sanción. En la práctica la definición de un déficit como excesivo distaba del automatismo al que una superficial y apresurada lectura del Tratado de Maastricht podía conducir. Por el contrario, en la práctica, esta definición tenía una naturaleza marcadamente discrecional, al ser objeto de una necesaria interpretación.

En efecto. El carácter automático de la consideración de un déficit como «excesivo» quedaba matizado por dos circunstancias, recogidas en el artículo 104C del Tratado, que permitían considerar, en determinadas situaciones, como «no-excesivos» aquellos déficit que sobrepasaran los valores de referencia anteriormente citados. La primera circunstancia hacía referencia a la necesidad de mantener a las finanzas públicas en el marco de una senda de sostenibilidad, de tal forma que junto a los valores corrientes registrados (y los valores futuros estimados) del déficit y la deuda públicas se tomase en consideración, en primer lugar, la evolución pasada de dichas variables, y, en segundo, que el alejamiento (en el caso de sobrepasarlos) de los valores de referencia tuviese lugar de manera excepcional y coyuntural. La segunda circunstancia hacía referencia a la necesaria toma en consideración de otros aspectos, además de la obvia cuantificación de tamaño de los desequilibrios presupuestarios, como pudieran ser la naturaleza de las partidas generadoras del déficit (concretamente se

³ No constituye objeto de atención del presente artículo el vivo debate planteado tanto antes como después de la firma del Tratado de la UEM relativo a la idoneidad de los criterios elegidos, tanto en lo relativo a los criterios elegidos como a la cifra finalmente escogida para las variables seleccionadas, o la justificación económica o política de dicha elección.

mencionan los gastos en inversiones públicas) o cualesquiera otra circunstancia particular del Estado en cuestión que garantizase la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas (como pudieran ser tasas de ahorro, tasas de crecimiento económico, saldo presupuestario excluida la carga de intereses, etc.).

Por otra parte, no podemos olvidar que el artículo 104C.14 del Tratado de Maastricht recogía la posibilidad de que, una vez constituida la Unión Monetaria, se modificase el mencionado Protocolo, pudiéndose en ese momento o con posterioridad, por ejemplo, modificar los valores de referencia antes comentados. Cabría la posibilidad, por consiguiente, de establecer nuevos valores de referencia (tanto en cuantía como en su naturaleza) lo que pudiera suponer, en función de la decisión finalmente adoptada, tanto una mayor laxitud como una mayor restricción a la operatividad de la política presupuestaria.

Por consiguiente, aunque la redacción del Tratado de Maastricht implicaba para los países participantes en el proceso de construcción de la UEM una evidente mayor dosis de disciplina presupuestaria (acentuada por la inexistencia de una política presupuestaria centralizada que pudiese servir como instrumento de política macroeconómica para el conjunto de países integrantes de la Unión), otorgaba al mismo tiempo un cierto margen de maniobra a los países para que éstos pudiesen, de forma condicionada, generar déficit públicos superiores a los valores de referencia. Esta relajación de la política presupuestaria fue, desde el momento de la propia firma del Tratado, objeto de críticas por parte de determinados países para los cuales tal relajación, en primer lugar, podía poner en peligro la estabilidad de precios para el conjunto de la UEM, y, en segundo lugar, podía ampliar en exceso el número de países integrantes de la UEM.

3. EL PACTO DE ESTABILIDAD O LA BÚSQUEDA DE MAYORES DOSIS DE DISCIPLINA PRESUPUESTARIA

3.1. Contenido del Pacto de Estabilidad

La firma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento⁴ (Pacto de Estabilidad, en adelante), surgido a raíz del acuerdo adoptado en el Consejo de Dublín de diciembre de 1996 y definitivamente aprobado en el Consejo

⁴ El contenido del Pacto de Estabilidad y Crecimiento aparece recogido en las siguientes disposiciones:

— Resolución del Consejo sobre el Pacto de estabilidad y crecimiento, Amsterdam, 17 de junio de 1997, COM 97/C 236/01, DOCE C236 de 2 de agosto de 1997, pp. 1-2.

Europeo de Amsterdam celebrado en junio de 1997, supuso una reforma implícita del Tratado de Maastricht al obligar a los países que desearan formar parte de la, entonces, futura Unión Monetaria a adoptar una política presupuestaria mucho más restrictiva que la planteada inicialmente en el Tratado de Maastricht.

El Pacto de Estabilidad vino a concretar dos cuestiones que quedaban inicialmente sin respuesta en el Tratado de Maastricht, las cuales, en última instancia, incidían de forma directa sobre el mayor o menor margen de maniobra del que dispondrían los países miembros de la UEM para utilizar la política presupuestaria como herramienta de corrección de los shocks que se generasen tras la construcción de la UEM, y ello con independencia de la naturaleza simétrica o asimétrica de estos.

La primera de estas cuestiones era la cuantía de las sanciones que recaerían sobre aquellos Estados que fueran «acusados» de falta de disciplina presupuestaria. Mucho se ha debatido sobre tales sanciones y sobre su tamaño. Sin embargo, debe quedar claro que tales sanciones constituyen, al menos en nuestra opinión, una herramienta indispensable para un adecuado cumplimiento de las reglas presupuestarias. Es decir, *per se*, las sanciones, su naturaleza y cuantía, no tienen ningún impacto económico ni ejercen ningún efecto sobre las políticas presupuestarias nacionales. Su incidencia es, de forma directa, exclusivamente en términos de credibilidad de las reglas, la cual depende directamente de la cuantía de las sanciones. El supuesto implícito en este análisis es que cuanto más duras sean las sanciones mayores garantías existen de cumplimiento de las normas y, por tanto, mayor credibilidad otorgan los agentes a las mismas (Calvo y Paúl, 1992, Duarte, 1997) y, por extensión, mayor credibilidad se otorgaba al propio proceso de construcción de la UEM, basada desde su diseño inicial en la persecución de la tan ansiada estabilidad macroeconómica (básicamente, estabilidad de precios). Desde esta perspectiva, la lógica interna del establecimiento de estas sanciones (en términos de credibilidad y de cumplimiento de la disciplina presupuestaria derivada del Pacto de Estabilidad) resulta evidente.

A pesar de la importancia que sobre la disciplina presupuestaria ejerce la imposición de duras sanciones a aquel Estado que incumpla la regla preestablecida, el núcleo central del Pacto de Estabilidad se encuentra en la

— Reglamento (CE) n.º 1466/97 del Consejo de 7 de julio de 1997, relativo al reforzamiento de la supervisión de las situaciones presupuestarias y a la supervisión y coordinación de las políticas económicas, DOCE L209 de 2 de agosto de 1997, pp. 1-5.

— Reglamento (CE) n.º 1467/97 del Consejo de 7 de julio de 1997, relativo a la aceleración y clarificación del procedimiento de déficit excesivo, DOCE L209 de 2 de agosto de 1997, pp. 6-11.

definición que en él se establece relativa, en primer lugar, a las circunstancias excepcionales que debe padecer un Estado para poder generar desequilibrios presupuestarios superiores a los valores de referencia sin que los mismos sean catalogados como «déficit excesivos», lo que le permite eludir de esta forma las sanciones que recaen en el caso de generar déficit excesivos, y, en segundo, a la duración temporal máxima admisible de dichos desequilibrios (aspecto este último sobre el cual no se hacía ningún tipo de referencia expresa en el Tratado de Maastricht).

Pues bien. En el Pacto de Estabilidad se recoge como principal elemento definitorio de un déficit excesivo, además, obviamente, del tamaño de los desequilibrios presupuestarios, la tasa de crecimiento económico medida en términos reales del Estado en cuestión. No obstante, al igual que en el Tratado de Maastricht, se vuelven a entremezclar criterios automáticos y discrecionales a la hora de valorar la situación de las finanzas públicas nacionales. En efecto. Por un lado, de manera automática, es decir, sin que pueda existir interpretación discrecional posible, en aquellas circunstancias en las cuales la tasa de crecimiento real del PIB es negativa e inferior al 2% ($< -2\%$), un déficit superior al 3% del PIB nacional no será considerado como excesivo. De igual forma, siempre que la tasa de crecimiento real del PIB supere el $-0,75\%$ ($> -0,75\%$), un déficit superior al 3% PIB será considerado como excesivo, aplicándose en consecuencia al Estado infractor las sanciones previstas al respecto. Sin embargo, cuando la tasa de crecimiento real oscila entre el -2% y el $-0,75\%$, la interpretación de un déficit superior a los valores de referencia deberá ser objeto de una decisión discrecional del Consejo⁵.

Comparando el Pacto de Estabilidad con el Tratado de Maastricht, es fácil colegir que el Pacto de Estabilidad introduce mayores dosis de disciplina a las políticas presupuestarias nacionales. Varias son las razones que avalan esta afirmación.

La primera razón es la relativa al carácter automático de la consideración de un déficit como excesivo (siempre que la tasa de crecimiento real no resulte inferior al $-0,75\%$), puesto que en el Tratado de Maastricht la definición de un déficit como excesivo siempre era objeto de una decisión discrecional por parte del Consejo.

La segunda razón es la duración de la excepcionalidad, periodo que en el Pacto de Estabilidad queda reducido tan sólo a un año, independien-

⁵ En realidad, el componente discrecional de la definición de los déficit como excesivos se amplía, pues un déficit superior al 3% del PIB puede ser definido como no excesivo aun cuando no se registre un descenso en la actividad real del 2%, al poder considerarse como dato complementario la brusquedad de la recesión o la pérdida acumulada de la producción en relación con anteriores tendencias.

temente de la duración del periodo de duración de la situación de recesión, incluso aun cuando la situación de recesión (es decir, que la actividad económica disminuya en una tasa superior al $-0,75\%$) se prolongue por encima de un año.

Por último, la tercera razón radica en los valores adjudicados a las tasas de crecimiento real que sirven como valores de referencia en el análisis de las finanzas públicas nacionales, cuya definición reduce las posibilidades de generar desequilibrios presupuestarios superiores al 3% PIB sin que los mismos sean definidos como excesivos. El siguiente apartado nos ayudará entender estas conclusiones.

3.2. Un análisis desde la perspectiva histórica de la restricción impuesta por el Pacto de Estabilidad

En efecto, si estudiamos la evolución de la actividad económica de los 15 países integrantes de la Unión Europea durante el periodo 1971-1997 (lo que supone 405 casos posibles en total), podemos constatar (Eurostat, 1997) como tan sólo se han producido 8 casos en los que se haya registrado una recesión que supere el valor de referencia del -2% : Suecia (en 1993), Reino Unido (en 1991), Portugal (en 1975), Luxemburgo (en 1975), Italia (en 1975), Grecia (en 1974) y Finlandia (en 1991 y 1992). Por su parte, en sólo 20 casos la actividad económica ha disminuido en términos reales entre un $0,75\%$ y un 2% : Bélgica (1975, 1981, 1993), Dinamarca (1974, 1981), Alemania (1975, 1982, 1993), Grecia (1993), España (1993), Francia (1993), Italia (1993), Holanda (1982), Portugal, (1984, 1993), Suecia (1977, 1991, 1992), Reino Unido (1974, 1980, 1981). Un vistazo a la tabla 1 puede ayudarnos a situar la dimensión de la restricción presupuestaria impuesta en el Pacto de Estabilidad.

De la tabla 1 se puede extraer una serie de conclusiones muy importantes en relación con la interpretación de las implicaciones presupuestarias del Pacto de Estabilidad a la vista de la experiencia histórica. La primera es que existen dos países que durante todo este periodo nunca se han visto afectados por una recesión económica de dicha magnitud, ni siquiera por aquella que daría paso a una interpretación discrecional de la situación de las finanzas públicas nacionales (es decir, por un crecimiento real negativo entre el $-0,75\%$ y el -2%), como son Irlanda y Austria.

La segunda conclusión es que durante las dos grandes recesiones que han sufrido las economías europeas durante las tres últimas décadas, a saber, la del periodo 1974-1975 y la del periodo 1991-1993, se han con-

centrado la mayoría de casos en los que un déficit público podría ser considerado como no excesivo. Sin embargo, tan sólo en 8 ocasiones el déficit público podría ser considerado automáticamente como no excesivo, siendo en 13 ocasiones objeto de decisión discrecional.

Tabla 1

Evolución económica de los países de la Unión Europea durante el periodo 1971-1997

País	Crecimiento < -2%		Crecimiento > -2%; < -0,75%	
	n.º casos	años	n.º casos	años
Alemania	—	—	3	1975, 1982, 1993
Bélgica	—	—	3	1975, 1981, 1993
Dinamarca	—	—	2	1974, 1981
Finlandia	2	1991, 1992	—	—
España	—	—	1	1993
Francia	—	—	1	1993
Grecia	1	1974	1	1993
Holanda	—	—	1	1982
Italia	1	1975	1	1993
Luxemburgo	1	1975	—	—
Portugal	1	1975	2	1984, 1993
Reino Unido	1	1991	3	1974, 1980, 1981
Suecia	1	1993	3	1977, 1991, 1992

Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat (1997).

De hecho, durante todo el periodo objeto de análisis, los quince Estados integrantes de la Unión Europea han tenido déficit en el conjunto de sus administraciones públicas superiores al 3% de los respectivos PIB nacionales en 202 ocasiones. En este sentido, la tabla 2 nos proporciona información para cada país relativa: a) al número de ocasiones en los que los déficit públicos han superado el 3% PIB (columna 2); b) al número de ocasiones en las que dicho déficit automáticamente sería calificado como no-excesivo (columna 3); c) al número de casos en los que la calificación del déficit sería objeto de interpretación discrecional (columna 4); y, finalmente, d) al número de casos en los que dicho Estado hubiera sido objeto de sanción al generarse déficit superiores al 3% habiéndose producido un crecimiento real de la economía superior al -0,75%.

Tabla 2

Calificación de los déficit públicos durante el periodo 1971-1997

País	Años con déficit > 3% PIB	Déficit no excesivos (años)	Déficit interpretables (años)	Déficit excesivos
Alemania	9	0	3 (1975, 1982, 1993)	6
Austria	9	0	0	9
Bélgica	26	0	3 (1975, 1981, 1993)	23
Dinamarca	8	0	1 (1981)	7
Finlandia	5	1 (1992)	0	4
España	15	0	1 (1993)	14
Francia	6	0	1 (1993)	5
Grecia	17	0	1 (1993)	16
Holanda	15	0	1 (1982)	14
Irlanda	18	0	0	18
Italia	27	1 (1975)	1 (1993)	25
Luxemburgo	1	0	0	1
Portugal	19	1 (1975)	0	18
Reino Unido	17	1 (1991)	3 (1974, 1980, 1981)	13
Suecia	10	1 (1993)	1 (1992)	8

Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat (1997).

De los 202 casos en los que los déficit presupuestarios han superado el valor de referencia del 3%, tan sólo en 5 casos (es decir en un 2,5% de los mismos) ese desequilibrio de las finanzas públicas hubiera sido automáticamente declarado como no excesivo y, por consiguiente, no hubiese sido objeto de sanción alguna. Por otra parte, en 16 ocasiones (un 8%) el déficit público habría sido objeto de interpretación discrecional. Por tanto, en el 90% de los casos en los que los déficit fueron superiores al 3% del PIB los correspondientes Estados hubieran sido objeto de sanción.

Sin embargo, al efectuar estos cálculos nos hemos olvidado (deliberadamente, por supuesto) del hecho por el cual, de acuerdo con el Pacto de Estabilidad, la situación de excepcionalidad que permite a un déficit público superior al 3% del PIB ser definido como no excesivo tiene una duración limitada a un único año. Con esta nueva premisa nos enfrentamos al hecho de que varios países sobrepasan este límite de un único año durante el cual un Estado puede generar déficit superiores al 3% del PIB sin que se consideren como excesivos y, por tanto sean sancionables.

Cuando se adopta el periodo de un año como duración máxima del periodo de excepcionalidad, nos encontramos con que, en primer lugar, el Reino Unido tiene dos años consecutivos (bienio 1980-1981) de déficit objeto de interpretación, con lo que 1981 hubiera sido definido como excesivo y objeto de sanción. De igual forma, Suecia dos años consecutivos de déficit superiores al 3% de referencia: 1992 donde el déficit hubiera sido de interpretación y 1993 donde hubiera sido automáticamente interpretado como no automático, sin embargo, en el caso en que 1992 hubiera sido interpretado como no excesivo, en 1993, aun a pesar de padecer un descenso real de su PIB del $-2,2\%$, el déficit de este año hubiera sido automáticamente definido como excesivo.

El resultado final, entonces, es que, en total, el número de casos en los cuales los distintos Estados no hubieran sido objeto de sanción se reduciría en un caso para los déficit no excesivos y para los interpretables. De hecho, tan sólo en cuatro casos (cinco casos si el déficit sueco de 1992 hubiera sido catalogado como excesivo) de los 202 posibles los déficit registrados no hubieran sido objeto de sanción.

3.3. Implicaciones presupuestarias futuras del Pacto de Estabilidad

Las limitaciones planteadas por el Pacto de Estabilidad a la generación de desequilibrios presupuestarios⁶ obligan a un doble esfuerzo. El primero, ya efectuado por los países candidatos a incorporarse a la UEM,

⁶ Planteada tanto por la prohibición de generar déficit inferiores al 3% del PIB como por la necesidad de ir paulatinamente reduciendo los stocks de deuda pública para que éstos puedan satisfacer el criterio de ser inferiores al 60% del PIB. No olvidemos que de los once Estados que formarán la primera velocidad de la UEM, tan sólo dos de ellos (Luxemburgo y Francia) tienen una deuda pública bruta consolidada inferior al 60% del PIB (Eurostat, 1997). Por consiguiente, el resto de países se verán obligados a continuar el esfuerzo de consolidación presupuestaria, reduciendo su deuda pública hasta alcanzar niveles inferiores al 60% del PIB, lo que les permite generar un colchón o margen de maniobra suficiente para poder incrementar, en el caso que se estime inevitable y/o deseable, incrementar el peso de la deuda pública sin sobrepasar el listón del 60% del PIB.

es el de reducir los niveles pasados de déficit públicos para cumplir con el criterio del 3% y, de esta forma, formar parte de la UEM. El segundo, se refiere a la necesidad, una vez dentro de la UEM y puesta esta en funcionamiento, de continuar con la disciplina presupuestaria para conseguir que los niveles «normales» se alejen significativamente de dicho límite, lo que en la práctica supone una práctica presupuestaria basada en el principio del equilibrio presupuestario. La razón radica en la necesidad de disponer de un relativo margen de maniobra (definido por la diferencia entre el valor de referencia del 3% PIB y la situación presupuestaria corriente) que permita hacer frente a un aumento discrecional del déficit público (vía aumento de los gastos y/o disminución de los ingresos) o bien para hacer frente a los aumentos automáticos de los desequilibrios presupuestarios que pudieran surgir de una recesión económica o de un aumento de los gastos financieros (intereses de la deuda) ocasionados por un incremento de los tipos de interés determinado por el futuro Banco Central Europeo (que puede producirse por variadas razones, como, por ejemplo, un aumento de la inflación, intervenciones en defensa del tipo de cambio del euro, etc.).

Ahora bien, el interrogante que se plantea en estas circunstancias es el relativo al procedimiento a aplicar por parte de los Estados que formen parte de la UEM para continuar con el proceso de reducción tanto del déficit público como del endeudamiento público. Un sencillo análisis de los determinantes del tamaño y evolución de los desequilibrios presupuestarios nos permite conocer que para cada país el tamaño en relación al PIB tanto del déficit como del stock de deuda pública depende directamente del stock de deuda y del tipo de interés nominal, e inversamente de la tasa de crecimiento nominal de la economía y del saldo primario, es decir, del saldo primario excluido el pago de intereses (Cuadrado Roura, 1995). Por consiguiente, de la evolución en el futuro, es decir, una vez puesta en funcionamiento la UEM, de estas variables dependerá la evolución de los desequilibrios presupuestarios (déficit y endeudamiento públicos). En concreto, para reducir los mismos se precisa, de forma alternativa o combinada, una disminución de los tipos de interés, una aceleración de la tasa de crecimiento económico y un aumento del superávit primario. De hecho, podemos afirmar que, en la práctica, para conseguir el ya comentado margen de maniobra necesario para la política presupuestaria⁷ debe producirse alguno o algunos de los tres siguientes acontecimientos:

⁷ Recordemos que este margen de maniobra es necesario independientemente de la utilización de la política presupuestaria como instrumento de política coyuntural debido a la existencia de estabilizadores automáticos, los cuales deterioran el saldo presupuestario en situaciones de recesión económica tanto si se incluye como si se excluye de los objetivos de la política presupuestaria la estabilización macroeconómica.

- a) un descenso de los tipos de interés, fenómeno directamente ligado a una reducción de las tasas de inflación, que permite reducir la carga de la deuda y mejore el saldo primario;
- b) una aceleración en el crecimiento económico, que reduce tanto el peso relativo de los desequilibrios presupuestarios (porcentaje en relación al PIB) como su valor absoluto gracias a la mejora del saldo coyuntural; y, finalmente,
- c) una política presupuestaria discrecionalmente restrictiva que elimina el componente estructural de los déficit públicos.

Para poder analizar la evolución futura de la política presupuestaria debemos conocer una serie de variables clave relacionadas con la situación, presente y futura de las finanzas públicas de los Estados miembros de la UEM. La tabla 3 nos proporciona la información sobre tales variables.

Tabla 3

VARIABLES DETERMINANTES DE LA SITUACIÓN PRESUPUESTARIA DE LA UE-15

	Saldo presupuestario (% PIB) (a)	Saldo estructural (% PIB) (a)	Saldo coyuntural (%PIB) (a)	Tipo de interés a largo plazo (%) (b)	Tasa de inflación (%) IPCA (b)	Tasa de crecimiento real del PIB (%) (a)
Bélgica	-2.1	-1.5	-0.6	5.7	1.4	2.2
Dinamarca	+0.7	+0.7	0.0	6.2	1.9	3.1
Alemania	-2.7	-2.1	-0.6	5.6	1.4	2.2
Grecia	-4.0	-3.5	-0.5	9.8	5.2	2.5
España	-2.6	-1.7	-0.9	6.3	1.8	2.7
Francia	-3.0	-2.3	-0.7	5.5	1.2	2.1
Irlanda	+0.9	-0.1	+1.0	6.2	1.2	5.8
Italia	-2.7	-2.0	-0.7	6.7	1.8	1.4
Luxemburgo	+1.7	+1.8	-0.1	5.6	1.4	2.8
Holanda	-1.4	-1.1	-0.3	5.5	1.8	2.8
Austria	-2.5	-2.0	-0.5	5.6	1.1	1.6
Portugal	-2.5	-1.9	-0.6	6.2	1.8	2.8
Finlandia	-0.9	-1.2	+0.3	5.9	1.3	3.7
Suecia	-0.8	0.0	-0.8	6.5	1.9	2.1
Reino Unido	-1.9	-2.2	+0.3	7.0	1.8	3.0

(a) Cifras referidas a 1997.

(b) Cifras referidas a enero de 1998.

Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat (1997) y Comisión Europea (1998).

Como ya hemos indicado, una reducción de los desequilibrios presupuestarios puede proceder, en primer lugar de una reducción en la carga

de intereses, de tal forma que, manteniendo estable el saldo primario, disminuya los déficits públicos⁸. Excepto por una reducción en el peso del endeudamiento público, que procedería tanto de una amortización de deuda pública (vinculada a una desacumulación de activos financieros) como de una aceleración en las tasas de crecimiento económico, tal disminución del peso de los intereses de la deuda pública aparece vinculada a una reducción de las tasas de interés.

Si hacemos abstracción de todos los condicionantes externos a la economía de la UEM, que pueden influir, normalmente a través de los efectos generados sobre el tipo de cambio, sobre la evolución de los tipos de interés de la misma, los factores, de naturaleza doméstica, que determinan la evolución de los tipos de interés son, por un lado, la propia situación presupuestaria de las finanzas públicas y, por otro, la evolución de los niveles de inflación. Sobre el primero de estos aspectos volveremos más adelante, pero, no obstante, hemos de señalar que la mejora en los saldos presupuestarios prevista para los próximos dos años en el conjunto de países de la UE (Comisión Europea, 1998) debe contribuir, en ausencia de algún otro factor compensador, a disminuir los tipos de interés y a ralentizar el ritmo de crecimiento de los intereses de la deuda.

En relación con la inflación, una reducción de los tipos de interés estaría directamente condicionada a una efectiva reducción de las tasas de inflación hacia niveles sensiblemente inferiores respecto a los que en la actualidad disfrutaban el conjunto de economías europeas. Esta menor inflación permitiría disminuir los tipos de interés tanto en términos nominales, como reales, al posibilitar, en este último caso, una cierta relajación de la política monetaria, es decir una política monetaria más expansiva. El interrogante que podríamos plantearnos en este momento es hasta qué punto es previsible que una mejora sustancial en los tipos de interés, o lo que es lo mismo, una reducción significativa de las tasas de inflación, genere un descenso importante en los déficits presupuestarios de los países integrantes de la UEM. Pues bien, en mi opinión, la respuesta es que tal posibilidad es en la práctica muy reducida, por lo que no se puede confiar en tal mecanismo de saneamiento de las finanzas públicas. Varias son las razones que avalarían esta opinión.

⁸ Recordemos que, en el año 1997, todos los países miembros de la Unión Europea tenían, sin excepción, superávit primarios en sus cuentas públicas, oscilando el tamaño de estos superávits primarios entre el 0,3% del PIB en el caso británico y el 6,2% del PIB para la economía italiana. Ello suponía que el peso de los intereses de la deuda pública bastaba para explicar por sí solo todo el déficit público de los países miembros de la UE, oscilando el peso de los intereses del endeudamiento público entre el 0,4% del PIB en Luxemburgo y el 11,2% del PIB en el caso de la economía griega (Eurostat, 1997).

La primera razón se encontraría en la propia situación en la que se encuentran en la actualidad los Estados europeos en materia de estabilidad de precios. No olvidemos que las tasas de inflación en Europa han venido descendiendo de manera continua y significativa durante la década de los noventa, hasta alcanzar en 1997 una tasa media para el conjunto de Europa del 2,1%, es decir, prácticamente la mitad de la tasa correspondiente a 1993 (4,1%). Este descenso de la inflación ha venido acompañado de un proceso de convergencia hacia los resultados alcanzados por los países más exitosos en términos de estabilidad de precios, de tal forma que la desviación típica en las tasas de inflación europeas se ha ido eliminando paulatinamente a lo largo de este proceso. De hecho, la diferencia entre el país más estable y el país más inestable en términos de inflación ha ido progresivamente acortándose: así, excluyendo a Grecia, si en 1993 las tasas de inflación oscilaban entre el 0,6% de Dinamarca y el 6,6% de Portugal, en 1998 la inflación oscilaba tan sólo entre el 1,1% de Francia y el 2,5% de España (Comisión Europea, 1998), midiéndose todas estas cifras en términos de los respectivos deflatores del consumo privado nacionales.

Esta disminución en las tasas de inflación ha tenido un inmediato reflejo en la evolución de los tipos de interés a largo plazo, los cuales, para el conjunto de la Europa de los 15 han disminuido en 1,8 puntos porcentuales, al pasar del 8% al 6,2% en idéntico periodo, disminución que ha ido igualmente pareja a una práctica convergencia de los tipos de interés nacionales a largo plazo, con la excepción de Grecia (Comisión Europea, 1998). Por consiguiente, dada la ya reducida tasa de inflación actual, parece lógico aventurar que el margen de maniobra de las economías europeas para seguir reduciendo sus niveles de inflación, y, por tanto, los tipos de interés nominales, resulta escaso.

No obstante lo dicho, sí es cierto que los tipos de interés reales resultan en el momento de escribir este artículo (abril de 1998) bastante altos (4,1 puntos porcentuales en 1997 para el conjunto de la Unión Europea) y que, por lo tanto, existiría un cierto margen de maniobra para reducirlos, y ello aunque las tasas de inflación sigan manteniéndose en los niveles actuales. De hecho, la reducción antes apuntada de los tipos de interés nominales ha sido inferior a la reducción registrada de las tasas de inflación, con lo que el resultado final es que a pesar del descenso de los tipos de interés nominales los tipos de interés reales en Europa en 1997 eran superiores a los registrados en 1993 (3,9%). En este sentido, el mantenimiento de la estabilidad actual de precios podría conducir en un futuro inmediato a un proceso de gradual, aunque lenta, disminución de los tipos de interés reales y nominales gracias a una relajación de la política monetaria.

Sin embargo, esta posibilidad se encuentra sometida a la posibilidad de que en el futuro surjan una serie de factores que afecten negativamente a la evolución de los tipos de interés, factores que aunque actualmente no estén presentes en las economías europeas (al menos de manera latente) no por ello son descartables en el futuro. De hecho, la propia Comisión Europea reconoce que las bajas tasas actuales de inflación y de tipos de interés se explican, en parte, como resultado de la recesión sufrida por las economías europeas desde principios de los noventa hasta mediados de 1996, por un lado, y, por otro, de una situación exterior favorable, en forma de bajas tasas de inflación en USA y de reducidos tipos de interés en Japón que ha permitido reducir los tipos de interés en Europa (Comisión Europea, 1998). En ningún caso es descartable el que tales fenómenos se reviertan: es decir, que la actividad económica en Europa siga creciendo (generando potenciales tensiones inflacionistas) y que factores externos presionen al alza los tipos de interés en Europa, anulando los potenciales efectos positivos que en tal sentido generaría la propia unión monetaria, por lo que a largo plazo no puede confiarse en que una reducción significativa de los tipos de interés genere el comentado margen de maniobra presupuestario.

El segundo factor que podría contribuir a mejorar la situación presupuestaria de los Estados miembros de la UEM es, como ya indicamos con anterioridad, una aceleración del crecimiento económico real de dichas economías, la cual, a través de la actuación de los estabilizadores automáticos, mejorase el saldo coyuntural y, por extensión, siempre suponiendo estable el actual saldo estructural, redujese el déficit público total. Para que esta posibilidad fuese real, el componente cíclico de los actuales déficit presupuestarios debería ser dominante, o lo que es lo mismo, la influencia de las variaciones de la actividad económica sobre la evolución del déficit coyuntural debería ser muy elevada. Sin embargo, en la práctica, la sensibilidad del saldo coyuntural al ciclo económico no parece ser muy elevada.

En efecto. Durante el periodo 1988-1993 se registró una pronunciada desaceleración de la actividad económica en la Unión Europea, lo que llevó a esta a ver descender su tasa de crecimiento real desde el 4,2% hasta el -0,5% en dicho periodo. Esta recesión vino acompañada de un deterioro en la situación de las finanzas públicas, de tal forma que, en ese periodo, el déficit público del conjunto de la Unión Europea creció desde el 3,2% del PIB hasta el 6,5% del PIB. El 80% de ese crecimiento del déficit se explicaría por causas coyunturales o cíclicas, al pasar de un superávit coyuntural de 0,5% PIB en 1988 a un déficit cíclico en 1993 de 2% del PIB (de acuerdo con los datos proporcionados por el Fondo Monetario Internacional, 1996).

En el periodo posterior a 1993, desde 1992 hasta 1997, la economía de la Unión Europea ha vivido una etapa de recuperación económica, de tal forma que la actividad económica ha crecido a un ritmo del 2,3% en 1997. Esta recuperación se ha traducido en una disminución de los déficit públicos, desde el 6,1% del PIB hasta el 2,4% del PIB en 1997. Sin embargo, en estas circunstancias, la expansión económica apenas ha contribuido en 0,5 puntos porcentuales del PIB a la mejora del saldo presupuestario, lo que supone apenas un 13% de la mejora presupuestaria (datos proporcionados por Comisión Europea, 1998).

De nuevo, parece claro que una aceleración en el crecimiento económico apenas tendrá efectos considerables sobre el saldo presupuestario, siempre y cuando la sensibilidad del saldo coyuntural al crecimiento económico se mantenga en el futuro. La prueba estaría en la escasa contribución de la actual fase de expansión económica a la mejora de las finanzas públicas europeas. De nuevo, según el Informe de Convergencia elaborado en marzo de 1998, tan sólo en los casos de Irlanda, Dinamarca y Finlandia, la expansión económica habría tenido un efecto significativo en la reducción de los déficit públicos (Comisión Europea, 1998). De hecho, la extrapolación de estos tres casos al conjunto de la Unión Europea sería un error. El caso finlandés se explica por la profunda depresión vivida en el bienio 1992-1993, donde registró descensos en su actividad económica del 3,6% y 1,2%, respectivamente, lo que le generó unos elevados déficit presupuestarios de marcada naturaleza coyuntural. Esta recesión, unida a la rápida recuperación posterior, con tasas de crecimiento superiores a la media europea, explican el hecho diferencial finlandés. Por su parte, el caso danés se explica por un ritmo de crecimiento muy superior a la media europea. Precisamente, esta es la explicación de lo ocurrido en Irlanda, cuya economía ha registrado tasas de crecimiento sin parangón en Europa registrando durante los años 1994 a 1997 unas tasas de crecimiento anual del 3,7%, 7,3%, 10,7%, 7,8% y, finalmente, del 5,8%.

En definitiva, la única posibilidad factible para continuar el proceso de corrección de los desequilibrios presupuestarios reduciéndolos hasta alcanzar un nivel «normal», lo que supondría, por ejemplo, el no generar déficit superiores a una cifra que podríamos concretar en el 1% del PIB en condiciones normales⁹, es decir, en las fases de expansión del ciclo económico, es a través de la aplicación de políticas presupuestarias restrictivas que persistan en la mejora de los saldos primarios estructurales, incrementando

⁹ Recordemos que de acuerdo con el contenido del Pacto de estabilidad el objetivo presupuestario a medio plazo es la generación, en situaciones normales, de saldos presupuestarios superavitarios o, cuando no, cercanos al equilibrio.

los actuales superávit primarios estructurales existentes en la totalidad de países integrantes de la Unión Europea (Servicio de Estudios BBV, 1998). De hecho, tales afirmaciones pueden ser fácilmente constatadas acudiendo a los datos que nos proporciona la tabla 4.

Tabla 4

Evolución presupuestaria prevista en el periodo 1997-1999 en la UE-15

	Saldo observado 1997	Saldo observado 1999	Mejora saldo observado (a)	Mejora saldo estructural (a)	Mejora saldo estructural (a)	Descenso carga de intereses (b)	Mejora saldo primario estructural (a)
Bélgica	-2.6	-2.2	0.4	-0.3	0.7	0.5	-0.8
Dinamarca	1.4	2.4	1.0	0.5	0.5	0.4	+0.1
Alemania	-3.1	-1.9	1.2	0.9	0.3	-0.1	+0.8
Grecia	-4.2	-2.7	1.5	1.4	0.1	1.2	+0.1
España	-2.6	-2.2	0.4	0.0	0.4	0.0	0.0
Francia	-3.1	-2.6	0.5	0.1	0.4	-0.1	+0.2
Irlanda	0.7	2.1	1.4	1.1	0.3	0.4	+0.8
Italia	-3.0	-3.6	-0.6	-0.9	0.3	2.2	-2.9
Luxemburgo	1.6	0.5	-1.1	-1.3	0.2	-0.1	-1.2
Holanda	-2.1	-1.5	0.6	-0.1	0.7	0.4	-0.7
Austria	-2.8	-2.8	0.0	-0.7	0.7	0.0	-0.8
Portugal	-2.7	-2.2	0.5	0.0	0.5	0.7	-0.5
Francia	-1.4	0.5	1.9	1.6	0.3	0.5	+1.2
Suecia	-1.9	0.2	2.1	1.5	0.6	0.8	+0.7
Reino Unido	-2.0	-0.3	1.7	1.7	0.0	0.0	+1.7

(a) Un signo + indica una mejora del saldo, mientras que un signo - indica un deterioro de dicho saldo.

(b) Un signo + indica un descenso de la carga de intereses, mientras que un signo - indica un aumento de dicha carga

Nota: Todos los datos representan puntos porcentuales de los respectivos PIB nominales

Fuente: Elaboración propia a partir de Servicio de Estudios BBV (1998)

Tengamos presente que de acuerdo con lo establecido en el Pacto de Estabilidad, más concretamente, en el ya referido Reglamento (CE) n.º 1466/97, antes del 1 de marzo de 1999 los Estados miembros integrantes de la UEM deben presentar al Consejo y a la Comisión europeos los respectivos programas de estabilidad que les permitan satisfacer a medio plazo¹⁰ el objetivo de conseguir una situación presupuestaria

¹⁰ Medio plazo que parece corresponderse, de acuerdo con el contenido de dicho Reglamento, con un horizonte de tres años.

superavitaria o cercana al equilibrio. Si concretáramos el objetivo de «estabilidad presupuestaria» en saldos presupuestarios superavitorios o déficit no superiores al 1% del PIB podemos conocer cual es el grado de ajuste presupuestario que los distintos Estados deben aplicar para satisfacer tal objetivo en el año 2002 a partir de los niveles de déficit público existentes en 1997. Así, si exceptuamos los casos de Dinamarca, Irlanda y Luxemburgo, países que en la actualidad ya registran superávit en sus finanzas públicas, los otros 12 Estados deberían reducir sus déficit en cuantías que oscilan entre los 0,4% PIB de Finlandia y el 3,2% PIB de Grecia.

Ahora bien, ¿cómo se producirá dicho ajuste presupuestario?. De la información que desprenden las cuatro siguientes columnas de la tabla 4, relativas a la evolución de la situación presupuestaria entre los años 1997 y 1999, se desprende que solamente seis Estados cumplirían en dicho año el objetivo de saneamiento presupuestario, debiendo los otros nueve Estados continuar con el proceso de ajuste fiscal, cuyo peso oscila entre los 2,6 % PIB de Italia y los 0,5% PIB para Holanda.

Excepción hecha de aquellos Estados cuya situación de partida era superavitaria (casos de Irlanda y Luxemburgo) o relativamente saneada (caso finlandés), en el resto de casos el previsible descenso en los tipos de interés o la continuación de la actual fase de expansión económica no bastarán en los próximos dos años para producir por si solos el necesario saneamiento de las finanzas públicas, por lo que el descenso de los déficit públicos implica necesariamente una mejora en el saldo estructural.

Ahora bien. Si observamos detenidamente las cifras proporcionadas por la columna cuarta y octava podemos comprobar cómo para la inmensa mayoría de Estados la mejora observada en su situación presupuestaria no es en su mayor parte fruto de una política discrecionalmente restrictiva, la cual tendría un inmediato reflejo en forma de un mayor descenso en el saldo primario estructural, sino, por el contrario, de una mejora en el saldo coyuntural y/o de un descenso en la carga de intereses. Es decir, la mejora en las cuentas públicas hasta el año 1999 se explicaría, principalmente, tanto por el descenso en los tipos de interés como por el mantenimiento de la actual fase de expansión económica. De hecho, evaluando el grado de restricción adoptado por la política presupuestaria a través del estudio del comportamiento del saldo primario discrecional, nos encontramos con que la política presupuestaria prevista para el trienio 1997-99 resulta significativamente mucho menos restrictiva que la registrada durante el anterior trienio 1995-97 (Servicio de Estudios BBV, 1998).

Este particular proceso de ajuste fiscal plantea, como tuvimos ocasión de apuntar anteriormente, dos interrogantes sobre su viabilidad y

sostenibilidad futura. El primero radica en las dudas razonables que pueden plantearse sobre su continuación en un futuro a medio y largo plazo. El segundo interrogante es el relativo a su eficacia como estrategia para poder continuar con el proceso de reducción de los niveles de déficit previstos en 1999 y cumplir, de esta manera, los objetivos aprobados en el Pacto de estabilidad.

Por tanto, la conclusión que podemos extraer a la luz de los datos manejados es que para poder cumplir los objetivos establecidos en el Pacto de Estabilidad las economías integrantes (o candidatas a integrarse) en la UEM se verán necesariamente obligadas a aplicar en el trienio 2000-2001 unas severas políticas de ajuste presupuestario, basadas ya sea en un aumento de la imposición y/o en un recorte de los gastos públicos excluidos los pagos por intereses. Lógicamente, este ajuste será mayor si en los próximos años se deteriorase el saldo coyuntural o se incrementase la carga de intereses, esto es, si se produjera un aumento en los tipos de interés o si se ralentizase el ritmo de crecimiento económico, lo que obligaría a adoptar medidas discrecionales restrictivas de carácter compensatorio.

4. CONCLUSIONES

El Tratado de Maastricht introdujo un sesgo eminentemente restrictivo en las políticas presupuestarias nacionales, sesgo restrictivo acentuado por el posterior Pacto de Estabilidad. Las políticas presupuestarias de los próximos años deberán continuar con su esfuerzo de ajuste, incrementando los ingresos, a través de un aumento de la imposición, y reduciendo el peso de los gastos públicos de forma que se incremente el actual superávit primario estructural que registran las economías europeas. Sólo de esta forma podrán estas economías eludir potenciales sanciones económicas que surgirían en el caso de que una hipotética recesión afectase a Europa en el futuro más inmediato.

No es el objeto de este trabajo, pero es evidente que la continuación e intensificación del sesgo restrictivo de las finanzas públicas puede tener efectos negativos. En primer lugar, para los países menos avanzados, para los cuales el ajuste fiscal puede poner en peligro un deseado, por razones sociales y/o económicas, incremento de ciertas partidas de gasto (sociales o de inversión). Para estos países, el ansiado objetivo de lograr una convergencia real con las economías más avanzadas quedará necesariamente pospuesto. En segundo lugar, porque todas las economías pierden grados de libertad en el manejo de un instrumento de estabilización macroeconómica.

No olvidemos que la política presupuestaria resulta una herramienta imprescindible para solventar tanto shocks simétricos como asimétricos dentro de una unión monetaria. Parece, por tanto, en primer lugar, que se concibe (una vez que descartamos la peregrina idea de que la UEM nunca se verá afectada por tales crisis) que serán otros los instrumentos de política económica los encargados de combatirlos, tales como la política monetaria, la política cambiaria o las políticas de oferta. Dicha opción se enfrenta, sin embargo, a la demostración de su mayor eficacia respecto a la política presupuestaria en tales cometidos. Asimismo, en segundo lugar, parece considerarse que el mismo proceso de funcionamiento de la UEM conducirá a una mayor simetría de los shocks nacionales-regionales, lo cual, además de no existir un consenso en el análisis económico a tal respecto y de plantearse por medio de la extrapolación de experiencias externas (caso de USA), tan sólo podrá ser refrendado con el paso del tiempo.

En cualquier caso, parece evidente que la falta de referencia a la existencia y empleo de otros instrumentos de política económica para solventar tales episodios de recesión económica deja en manos de las políticas de oferta, en general, y de la flexibilidad del mercado de trabajo (mediante ajustes vía salarios y/o desempleo), en particular, la corrección de los desajustes económicos que surjan una vez entre en pleno funcionamiento la UEM, con todas las dosis de incertidumbre que sobre su eficacia, así como sobre las tensiones sociales en las que se puede desembocar, pueden hoy plantearse.

BIBLIOGRAFÍA

- CALVO, A. y PAÚL, J. (1992), «Obstáculos a la coordinación internacional de las políticas económicas», *Información Comercial Española*, 701, pp. 69-78.
- COMISIÓN EUROPEA (1998), *Euro 1999. Informe sobre la convergencia y correspondiente recomendación con vistas a la transición a la tercera fase de la unión económica y monetaria*, COM (1998) 1999 final, 98/0128 (CNS), publicado el 25 de marzo de 1998.
- CUADRADO ROURA, J.R. (coor.), *Introducción a la política económica*, McGraw-Hill, Madrid.
- DUARTE, A. (1997), *Política Macroeconómica*, Editorial AC, Madrid.
- EUROSTAT (1996), «Raport Economique Annuel 1997», *Economie Européenne*, n.º 63.
- FERREIRO, J. (1997), «El Pacto de Estabilidad: implicaciones para la construcción de la UEM», *Boletín Económico de ICE*, n.º 2532, pp. 21-31.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (1996), *Perspectivas de la economía mundial. Mayo de 1996*, FMI, Washington, D.C.
- SERVICIO DE ESTUDIOS BBV (1998), «Déficit estructural en la Unión Europea», *Situación Trimestral*, 1, marzo, pp. 28-29.

Las consecuencias del euro en los mercados de valores

por Joseba A. Madariaga Ibarra

y Enrique Sáez Uribarri¹

Sumario: 1. INTRODUCCIÓN.—2. DE LA COMUNIDAD ECONÓMICA EUROPEA A LA UNIÓN EUROPEA Y LA UNIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA.—2.1. **Introducción.**—2.2. **Antecedentes y cronología de la Moneda Única.**—2.3. **Los criterios de convergencia.**—2.4. **Las etapas de la moneda única.**—3. LA POLÍTICA ECONÓMICA EN EL MARCO DE LA UEM: ALGUNOS ELEMENTOS.—3.1. **Introducción.**—3.2. **Política monetaria.**—4. PERSPECTIVAS DE CARA AL FUTURO DE LA UEM.—4.1. **Algunas sombras en el horizonte de la UEM.**—4.2. **Algunas ventajas de la UEM.**—4.3. **Algunas conclusiones.**—5. IMPACTO DEL EURO EN LOS MERCADOS DE VALORES.—5.1. **Introducción.**—5.2. **Cambios operativos.**—5.3. **Cambios estratégicos.**—5.3.1. *Mercados de divisas y de renta fija.*—5.3.2. *Mercados de renta variable.*—6. BIBLIOGRAFÍA.

1. INTRODUCCIÓN

El inicio de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria, previsto para el 1 de enero de 1999, está ya tan cercano que parece que todas las consecuencias de su implantación deberían estar suficientemente previstas. No obstante, lo cierto es que, a pesar de que el examen para entrar como miembro de pleno derecho está ya superado, la implantación del euro traerá consigo más de un quebradero de cabeza a los diferentes agentes económicos, debido a que no pueden ser anticipadas todas sus consecuencias hasta el último detalle. Esto es lo que hace que, por ejemplo, las empresas se preocupen casi únicamente de los problemas que de cara a los procedi-

¹ Joseba A. Madariaga es profesor de finanzas y econometría de la Universidad Comercial de Deusto y Enrique Sáez es vicepresidente ejecutivo de GIIC FINECO y profesor de finanzas de la Universidad Comercial de Deusto.

mientos administrativos traerá consigo la implantación del euro, olvidando por otra parte las consecuencias derivadas de la creación de un gran mercado que, bajo una única moneda, respeta el principio de una economía de libre competencia, con las oportunidades y amenazas que ello conlleva. En cuanto a las familias, da la impresión por el momento de que la «fiesta» no va con ellas, por lo que la campaña de información deberá intensificarse en los próximos meses para que la Unión Europea (UE a partir de ahora) sea efectiva a todos los niveles y no sólo a nivel institucional y empresarial.

No sería lógico por nuestra parte negar las dudas que suscita el proceso —algo que, en forma de encuestas en los diferentes países, se está poniendo de relieve en los últimos tiempos—, y las dificultades inherentes a todo proceso de unión de un conjunto de países que, si bien tienen una gran voluntad política, comprenden un conglomerado de culturas, costumbres, idiomas, etc. distintos. En cualquier caso, creemos que el futuro puede verse con optimismo, ya que el marco de la UE ofrece la estabilidad necesaria para tratar de lograr un progreso duradero.

El presente artículo pretende resaltar los cambios que comportará la futura UE para los mercados de valores, desde la perspectiva general del mercado y de los inversores particulares. Queremos advertir desde un principio que el trabajo que nos proponemos consiste en marcar una serie de líneas generales y que, como es natural, no podremos anticipar todos los cambios que la UE traerá consigo. No obstante, creemos que toda reflexión, incluso aquella que no llegue hasta la última consecuencia, constituye un interesante ejercicio por lo que obliga a intentar detectar las líneas principales de actuación, en este caso para los inversores.

La organización del trabajo es la siguiente: en el apartado 2 se realiza una breve cronología de los acontecimientos más importantes en el proceso de construcción europea; en el apartado 3 se señalan algunos elementos de política económica en el marco de la Unión Económica y Monetaria (UEM a partir de ahora); en el apartado 4 se analizan las perspectivas de futuro de la UEM; en el apartado 5 se aborda la influencia del euro en los mercados de valores y en el apartado 6 se presenta una breve reseña bibliográfica.

2. DE LA COMUNIDAD ECONÓMICA EUROPEA A LA UNIÓN EUROPEA Y LA UNIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

2.1. Introducción

El proceso de la construcción europea viene desarrollándose desde prácticamente el final de la segunda guerra mundial, pudiendo situarse sus orígenes más remotos en la firma del Estatuto del Consejo de Europa

en mayo de 1949, fecha a partir de la cual los acontecimientos se han ido sucediendo de manera imparable. Así, en abril de 1951, seis países² crean la Comunidad Europea del Carbón y el Acero (CECA), un ambicioso acuerdo en el que podemos intuir la semilla del futuro proceso de integración europea. La idea es clara, los países europeos pretenden crear un mercado compartido, y es en marzo de 1957 cuando se firma el Tratado de Roma, que supone la creación de la Comunidad Económica Europea (CEE) y la Comunidad Europea de la Energía Atómica (EURATOM). El Tratado de la CEE establece la libre circulación de personas, mercancías, servicios y capitales, así como un arancel aduanero común. Así, a lo largo de cuatro décadas, se han ido eliminando todas las barreras a la libre circulación, y han ido también incorporándose nuevos países, hasta llegar a 1992, año en el que el «Mercado Común» se transforma en el «Mercado Único».

Una vez creado un gran mercado único europeo, el siguiente reto consiste unificar las monedas de los diferentes países en una única expresión, siendo éste el cambio más palpable para todos los ciudadanos.

2.2. Antecedentes y cronología de la Moneda Única

La moneda única es un proyecto que surge de forma natural en el contexto del proceso de construcción europea, cuyo origen remoto hemos situado allá por 1949, y es que un gran mercado funciona mejor con una única moneda en la cual se puedan realizar las transacciones entre los diferentes agentes económicos. Los antecedentes los podemos situar en diciembre de 1969 cuando se celebró la cumbre de la Comunidad en La Haya, en la que se estableció el objetivo de una Unión Económica y Monetaria. Ya en octubre de 1970, el informe del Comité Werner hablaba de una UEM en tres etapas y con un triple objetivo:

- Libre movilidad de capital.
- Fijación de tipos dentro de Europa o reemplazo de las monedas de seis países por una sólo.
- Decisión centralizada de las políticas económica, fiscal y monetaria, creando un Ministerio Comunitario de Política Económica y un sistema Comunitario de Bancos Centrales.

La quiebra del sistema de Bretton Woods (agosto de 1971) supuso el abandono del plan de UEM, pero en justicia es necesario señalar que el

² Nos estamos refiriendo a Alemania, Bélgica, Francia, Luxemburgo, Holanda e Italia.

informe Werner era técnicamente correcto, si bien se anticipó a su tiempo debido a que todavía no se podía hablar de un «mercado común» y, además, coincidió con la crisis del Sistema Monetario Internacional.

Otra serie de hechos relevantes se van sucediendo a lo largo de los 70³. En marzo de 1979 empieza a funcionar el Sistema Monetario Europeo (SME), sustituto de la «serpiente monetaria», y en el que se integran todos los países del Mercado Común excepto el Reino Unido. Sus puntos básicos son los mecanismos de tipos de cambios (estables pero ajustables) e intervención y de crédito, creándose el ECU (unidad de cuenta europea) a partir de una cesta de monedas.

En junio de 1988 el Consejo Europeo de Hannover establece la creación de un Comité de expertos presidido por Jacques Delors, que en abril de 1989 publica su conocido informe en el que se propone el paso del SME a la UEM. Para ello, se recupera la idea de una UEM en tres etapas (liberalización de los movimientos de capital; transmisión gradual de la soberanía monetaria; y fijación irrevocable de las paridades), proponiendo la creación del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) con el objetivo de la estabilidad de precios. En el Consejo Europeo de Madrid de junio de 1989 se acuerda el comienzo de la primera etapa para el 1 de julio de 1990 y, además, la peseta se integra en el Mecanismo de Tipos de Cambios con una banda de fluctuación amplia del 6%.

La firma en febrero de 1992 del Tratado de Maastricht, basado en el informe Delors, ratifica el desarrollo de la UEM en tres fases, siendo la segunda una mera prolongación de la primera y cuyo inicio se fija en enero de 1994. El Tratado no especifica ni cuando ni cómo se introducirá la moneda única y establece los criterios para acceder a la UEM.

A partir de junio de 1992 se suceden una serie de referendums (Dinamarca, Irlanda, etc.) y la crisis del SME, que llevan a un enfriamiento de la UEM, pero no se altera el calendario. El inicio de la segunda etapa en enero de 1994 lleva a la creación del Instituto Monetario Europeo (IME), precursor del futuro Banco Central Europeo (BCE), con sede en Frankfurt, y cuya misión fundamental es reforzar la cooperación entre los bancos centrales de los países, así como facilitar la preparación técnica. El Consejo Europeo de diciembre de 1995 reunido en Madrid, aprueba la reglamentación para la introducción de la moneda única, para la que se adopta el nombre de EURO, proponiéndose su introducción en tres etapas. Y, para terminar, es el Consejo Europeo de Dublín de diciembre de 1996 el que aprueba el estatuto del EURO, el nuevo SME (SME II) y el

³ Tratado de Adhesión de Noruega, Dinamarca, Irlanda y Reino Unido; creación de la «serpiente monetaria» como intento de conseguir la estabilidad cambiaria; etc.

Pacto de Estabilidad y Crecimiento, para mantener la continuidad en la convergencia después del inicio de la tercera fase de la UEM.

2.3. Los criterios de convergencia

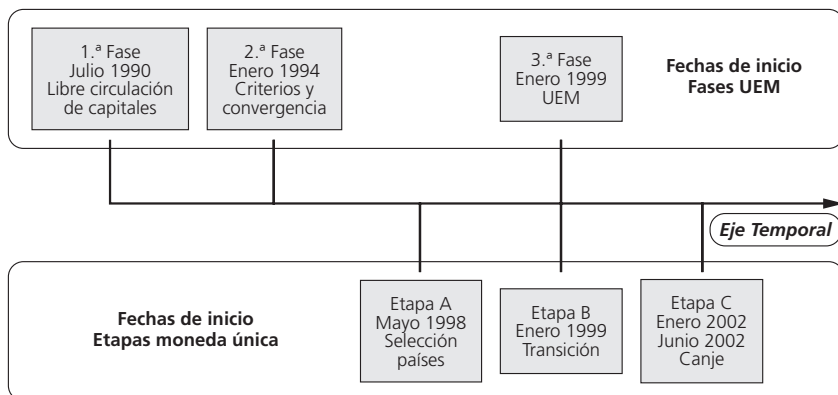
El Tratado de Maastricht recoge los criterios de convergencia para acceder a la UEM:

- Criterio de estabilidad de precios*: La tasa de inflación de los países miembros durante un periodo de un año antes del examen no puede superar 1,5 puntos porcentuales el promedio de la tasa de los tres países con menor inflación.
- Criterio de los tipos de interés*: El tipo a largo plazo de los países miembros durante un periodo de un año antes del examen no puede superar 2 puntos porcentuales el promedio del tipo de los tres países con menor inflación.
- Criterio de estabilidad cambiaria*: El tipo de cambio de los países miembros debe estar al menos durante un periodo de dos años dentro de las bandas normales de fluctuación del SME.
- Criterio presupuestario*: El déficit público de los países miembros no puede superar el 3% del PIB, y la deuda pública no puede ser mayor al 60% del PIB o debe mostrar una tendencia claramente decreciente hacia ese porcentaje.

2.4. Las etapas de la moneda única

En la Figura 1 podemos ver las etapas en las que se subdivide la introducción del euro. La primera etapa llega hasta el 31 de diciembre de 1998, y en la misma, además de seleccionarse los países participantes en la UEM, se constituirá el Banco Central Europeo, se establecerán las paridades fijas y se comenzará la producción de los billetes y monedas.

La segunda etapa comienza el 1 de enero de 1999 y finaliza el 31 de diciembre del 2001, y a partir de la misma los tipos de conversión de las monedas con respecto al euro serán fijos e inamovibles. También comenzará a ejecutarse una política monetaria europea (centralizada en su definición y decisión, y descentralizada en su ejecución) y comenzarán las emisiones de deuda pública negociables en euros. Esta etapa, como se puede apreciar, es la de duración más larga, debido a que será necesario preparar a la opinión pública, así como adaptar el sistema financiero a los numerosos cambios.

**Figura 1**

La Unión Económica y Monetaria

La tercera y última etapa durará desde el 1 de enero hasta el 30 de junio del 2002. En esta etapa se procederá a la retirada de todos los billetes y monedas nacionales y a la introducción del euro (8 monedas y 7 billetes).

3. LA POLÍTICA ECONÓMICA EN EL MARCO DE LA UEM: ALGUNOS ELEMENTOS

3.1. Introducción

Vamos a hacer un breve comentario acerca de la política económica en el marco de la UEM. En este sentido, el establecimiento de la UEM se caracteriza por el euro y la política monetaria común de todos los países que accedan a la tercera fase.

Una de las razones por las que se justifica la política monetaria común viene dada por algunos de los problemas a los que se enfrentan los países europeos y el tipo de soluciones que se han venido dando. Concretamente, nos estamos refiriendo al desempleo estructural creciente, junto con los problemas del Estado de bienestar, aspectos que hasta el momento se habían tratado de abordar mediante el uso de políticas monetarias expansivas, y cuyos efectos sobre la inflación, salarios y tipo de cambio se traducían en una clara hipoteca del crecimiento a largo plazo. La solución parece venir, sin embargo, por la vía de la estabilidad monetaria y de las reformas estructurales, y el euro y la política monetaria común garantizan que no vuelvan a adoptarse las soluciones del pasado con

sus consiguientes efectos perniciosos sobre el crecimiento. Dedicaremos un apartado a la política monetaria común por su especial relevancia de cara a los mercados financieros.

En cuanto a la política fiscal, a diferencia de la monetaria, será descentralizada, pero el Pacto de Estabilidad y Crecimiento regula el límite de déficit previsto, estableciéndolo en el 3%, valor de referencia únicamente rebasable en circunstancias excepcionales. El objetivo del Pacto de Estabilidad y Crecimiento es, por tanto, ser garante de la disciplina presupuestaria de los países que accedan a la tercera etapa de la UEM, debido a la importancia que ello tiene de cara a la estabilidad del euro y al control de la inflación.

Terminaremos con un breve comentario acerca de la política cambiaria, en la que la competencia recaerá sobre el Consejo Europeo. En este sentido, el SME II resulta necesario para enmarcar las relaciones cambiarias de los países que conforman la UEM con el resto, entre los que destacamos Japón, EEUU y los países europeos que quedan fuera de la tercera fase⁴. En cuanto a éstos últimos, y exceptuando a los países de la Europa del este, el objetivo del SME II es fomentar la convergencia (dado que participan en el mercado único) y poder garantizar la entrada en la UEM a todos aquellos que lo deseen. Así, cada moneda se vinculará directamente al euro estableciendo una banda de fluctuación del 15%, y entre dos monedas del SME II las bandas serán del 30%, aunque pueden establecerse voluntariamente bandas más estrechas. Por otro lado, el Banco Central Europeo podrá intervenir de forma automática si con ello no compromete el objetivo de estabilidad de precios.

3.2. Política monetaria

El objetivo principal de la política monetaria común consiste en el mantenimiento de la estabilidad de los precios, así como prestar apoyo a las políticas económicas de la Comunidad. Para el logro de este objetivo se ha previsto que las decisiones de política monetaria sean diseñadas por un ente supranacional e independiente: el Sistema Europeo de Bancos Centrales⁵ (SEBC), aunque la ejecución de las mismas sea descentralizada (lo que, aunque puede considerarse poco democrático, garantiza la eliminación del sesgo inflacionista). Próximamente se decidirá la composición

⁴ Caso de Dinamarca, Suecia, Reino Unido, Grecia y, en el futuro, las monedas del este de Europa.

⁵ El SEBC está formado por el Banco Central Europeo y los bancos centrales nacionales de los países miembros.

del BCE, y la fecha a partir de la cual se comenzará a ejecutar la política monetaria única será el 1 de enero de 1999.

La estrategia de la política monetaria deberá cumplir dos requisitos fundamentales:

- Ser efectiva*: En el sentido de que se deben obtener resultados en términos de estabilidad de precios.
- Ser creíble*: En el sentido de que el mercado debe confiar en el compromiso del BCE.

Los elementos de la estrategia serán:

- Objetivo final*: Como ya hemos indicado, éste no será otro que la estabilidad de precios.
- Variable operativa*: Las variables de referencia para el diseño de la política monetaria ya no serán variables nacionales, sino un tipo de interés del euro a corto plazo.
- Objetivo intermedio*: En este sentido existen diferentes visiones, ya que Alemania propone la utilización de un agregado monetario, y la mayoría de los países prefieren fijar la inflación como objetivo intermedio, pudiendo siempre adoptarse un objetivo mixto.

4. PERSPECTIVAS DE CARA AL FUTURO DE LA UEM

4.1. Algunas sombras en el horizonte de la UEM

En los párrafos anteriores hemos intentado hacer un breve boceto del marco en el que se van a desenvolver las economías de los países involucrados en la UEM a partir del 1 de enero de 1999. Al margen de la pérdida de soberanía nacional en el ámbito de política monetaria, cambiaría y, en parte, fiscal (por la reducción sustancial del poder anticíclico inherente a la política presupuestaria), la cuestión que se plantea desde la óptica de los diferentes países es si realmente la UEM va a llevar a una mejora palpable de la calidad de vida de los ciudadanos.

Debe tenerse en cuenta, por ejemplo, que España ha superado con éxito notable los criterios de Maastricht y participará junto con otros diez países en la UEM, pero los famosos criterios son de carácter nominal y no recogen variables reales de la economía como, por ejemplo, el empleo, el crecimiento económico, la relación entre los ciclos económicos de los diferentes países, los niveles de intercambio comercial, el impacto sobre los gastos sociales, etc. Por tanto, el cumplimiento de los requisitos del Tratado de Maastricht no garantiza la convergencia real de las economías.

Una lectura más profunda de los criterios de convergencia permite separarlos en dos bloques: la inflación y el tipo de cambio, por un lado, y los dos fiscales (déficit y deuda) y, en parte, el del tipo de interés, por otro. Los dos primeros son meros objetivos y consecuencia de otras acciones, mientras que los segundos son instrumentales.

Es evidente que la clave en la que se basa el acceso a la UEM ha sido una política de austeridad, pero ciertamente no todos los países llevan aplicándola el mismo tiempo. Así, Alemania la lleva aplicando desde la primera crisis del petróleo y Francia desde 1987, mientras que Reino Unido, España e Italia la llevan aplicando desde los noventa. El nombre técnico con el que se conoce es «política de desinflación competitiva», y sus efectos son similares a los de una devaluación, constituyendo una forma de respuesta al desafío de la globalización y a la brutal competencia a la que ésta ha llevado. La base de la misma es la búsqueda del crecimiento vía exportaciones actuando sobre la variable precio, y más concretamente en los salarios. Téngase en cuenta que la aplicación de políticas monetarias y fiscales expansivas tendrían consecuencias perniciosas sobre la inflación, tipos de interés, déficit y deuda pública y, por otro lado, el hecho de pertenecer al SME imposibilita la devaluación de la moneda. Esto hace que la alternativa de la moderación salarial sea una vía de mejora de la competitividad de las empresas, aunque evidentemente ello conlleve no sólo un menor crecimiento de los salarios, sino incluso las reestructuraciones y reducciones de plantillas en muchas de ellas. El resultado es un crecimiento de los beneficios, pero, por otra parte, también un importante coste en términos de paro. La idea es que el incremento de paro al que lleva esta política se produce a corto plazo, pudiéndose disminuir a largo plazo gracias a la recuperación posterior asociada a la mejora de las expectativas, crecimiento y renta.

El reflejo de lo indicado lo podemos ver con absoluta nitidez en España a lo largo de los últimos años, en los que la moderación salarial ha sido una constante y hemos visto cómo las empresas han mejorado sus resultados de forma espectacular. Si tomamos las cotizaciones bursátiles como termómetro de la marcha de las empresas, entendiéndolas como el resultado de actualizar el flujo de dividendos futuros, el ascenso que han experimentado desde el año 1996 hasta hoy ha sido imparable (el IBEX ha aumentado más del 100%), pero por otra parte los registros del paro delatan que, en el caso español, se trata de un problema de carácter estructural y difícil de atajar, aún cuando el mercado laboral ha sufrido un proceso de flexibilización importante. Todavía en los últimos tiempos, muchas de las empresas punteras presentan planes de futuro en los que justifican parte de los crecimientos esperados de beneficios en base a reestructuraciones y reducciones de plantilla (Repsol, Tabacalera, etc.), lo

que dificulta la salida del túnel a miles y miles de parados. Parece, por tanto, que estamos sustituyendo inflación por paro, y otro tanto está sucediendo en otros países europeos con tanto prestigio como Alemania o Francia. La verdadera duda se plantea en ver si la política de desinflación competitiva puede incrementar el empleo a largo plazo y en este sentido importa tanto la cuantía de empleo generado como el tiempo necesario. En otro caso estaremos ganando competitividad a costa de empleo, lo que no parece a simple vista algo deseable en sí mismo. No obstante, pensamos que la respuesta a estas incógnitas escapa a casi todos los analistas y será el tiempo el que determine lo acertado o desacertado de algunas actuaciones en este ámbito.

Por otro lado, la política monetaria común puede verse como la panacea, la base o la garantía de que a partir del 1 de enero de 1999 nuestra situación va a ser mejor que la anterior. En cierta manera, el futuro BCE será el fiel reflejo del Bundesbank, al que se le suelen atribuir efectos casi «mágicos» sobre la marcha de la potente economía alemana. Esto puede llevar a concluir que, con un «padre» así, los «hijos» tienen unas expectativas más que excelentes de cara al futuro. En este sentido, también es conveniente hacer algunas precisiones o, al menos, señalar algunas de las sombras que se ciernen. Concretamente, nos estamos refiriendo al impacto que la política monetaria única va a tener en las variables nacionales. En el apartado anterior se han puesto de relieve los elementos de la estrategia de política monetaria que se van a poner en marcha a partir del próximo 1 de enero, pero dicho análisis resulta insuficiente si no se relacionan los elementos indicados con los efectos que tendrán sobre las variables reales de la economía. De otra manera, parece importante señalar los efectos sobre el bienestar de los ciudadanos europeos medidos en términos de crecimiento, empleo y distribución de la renta. Desafortunadamente, parece que hacer predicciones sobre este tema, en el que no existe experiencia pasada, es también un ejercicio complicado. Lo que sí es cierto es que la superioridad industrial alemana no está determinada exclusivamente por la política de su Banco Central (aunque sí puede que haya sido influida por ella), sino por los mecanismos de formación de precios y salarios en los que se basa la economía social de mercado, modelo económico sobre el que ha girado el desarrollo de las últimas décadas.

Así, podemos señalar que el efecto de la política monetaria única será homogéneo o heterogéneo en los diferentes países según sea el comportamiento de una serie de factores:

- El grado de correlación de los ciclos económicos nacionales, siendo lo más razonable que, a mayor correlación, más homogéneo será el impacto de la política monetaria única.

- El grado de correlación de la inflación en los distintos países. De la misma manera que el factor anterior, cuanto más elevado, más homogéneo será el impacto de la política monetaria única.
- Las políticas fiscales nacionales que, al ser descentralizadas (aunque con el límite de déficit regulado), pueden marcar diferencias entre los distintos países y ello provocar que la política monetaria tenga efectos diferentes según el carácter de la política fiscal.
- El comportamiento de los bancos en cuanto a los tipos de interés ante la evolución de los tipos de intervención.
- El comportamiento de los agentes económicos ante los cambios en los tipos de los bancos.

Como se puede apreciar, los factores señalados no son independientes, sino que están claramente relacionados unos con otros.

No queremos, con todo lo indicado, presentar un panorama pesimista sobre nuestro futuro, más bien pretendemos señalar algunos puntos que, en el ardor eufórico que se vive en estos momentos por el futuro que se nos avecina, no tienen una respuesta clara, o por lo menos claramente positiva. En este sentido creemos que la convergencia real no está garantizada, aunque en los últimos tiempos se percibe un intento por coordinar las legislaciones sociales y fiscales de los países de la UE, lo que sin duda contribuirá a atenuar el impacto de los choques asimétricos.

4.2. Algunas ventajas de la UEM

Aunque no es nuestra intención, la lectura del punto anterior puede causar desazón a más de un lector, e incluso, llegando un poco más lejos, hacerle dudar del interés de la UEM. Ciertamente, hay que reconocer que ambas posturas son plausibles y, aunque la mayoría se decanta por el interés de la UEM, también existen los detractores. Dentro del panorama político español esta última postura tiene su fiel reflejo en la mantenida por Izquierda Unida. Así, mientras que la mayoría de los partidos políticos, o por lo menos los que mayor representación mantienen en el arco parlamentario, se decanta por el interés de la UEM, Izquierda Unida la considera un craso error.

Sin embargo, por nuestra parte vence el interés de la misma frente a los detractores y ello a sabiendas de las dificultades con las que nos vamos a encontrar de cara a un futuro próximo que, como botón de muestra, ya hemos comentado sucintamente en el apartado anterior. Trataremos ahora de exponer el por qué consideramos la UEM de interés.

En primer lugar, perder el «carro» europeo, justificándolo por las dificultades de convergencia real, podría ser un error importante porque nos quedaríamos fuera del grupo de países punteros que acceden a la UEM y ello podría traer graves consecuencias para nuestra economía. Es decir, no nos íbamos a librar de problemas por no acceder, ya que, al ser el proceso imparable, el resto de países con posibilidades constituirían la UEM sin España y ello crearía un marco nuevo y totalmente distinto al actual. Evidentemente, el horizonte se tornaría sombrío y harían su aparición los fantasmas de un mayor déficit público, tipos de interés elevados, pérdida de competitividad de las empresas, etc, con sus consecuencias negativas sobre el crecimiento económico, empleo, inflación, etc.

En segundo lugar, la UEM proporciona una moneda fuerte, el euro, y los países que tienen divisas fuertes (EEUU, Alemania, Japón, por ejemplo) son los que tienen una mayor capacidad de crecimiento y mejores oportunidades. Por ello, la UEM y el euro proporcionan a los países que la integran las ventajas de una moneda fuerte y éstas son especialmente relevantes para países como España y, en general, para todos aquellos países con moneda más débil. La pregunta o duda que surge inmediatamente se refiere a cuáles son las ventajas de una divisa fuerte, por lo que trataremos de señalar las seis más relevantes:

- Estabilidad de precios y tendencia a la baja. La media de inflación de los últimos 20 años en España ha sido del 10% anual, frente al 6,8% de la Unión Europea y el 3,1% de Alemania.
- Tipos de cambio más resistentes frente a presiones especulativas. En este sentido, resulta difícil olvidar el negativo periodo de sobrevaloración de la peseta y las cuatro devaluaciones sucesivas de 1992 y 1993.
- Homogeneización de los tipos de interés, con la consiguiente bajada de los tipos a corto en España (el diferencial de los tipos a largo ya se encuentra en mínimos históricos).
- Desaparición de barreras y riesgos cambiarios, con el consiguiente ahorro del coste de cobertura de riesgo de tipo de cambio para las empresas.
- Agilización de intercambios por la integración económica de los diferentes mercados nacionales.
- Transparencia de precios, con las lógicas ventajas para los consumidores, que dispondrán de mejores productos y mayores oportunidades de financiación.

En tercer lugar, la UEM y el euro van a contribuir decisivamente al liderazgo de la Unión Europea en el concierto económico mundial, pu-

diendo, algo impensable en estos momentos, hacer sombra a los EEUU. En este sentido, podemos indicar que:

- La política monetaria europea ganará autonomía frente al dólar. Así, la tasa de inflación europea será menos sensible a las variaciones del tipo de cambio del euro, con lo que el riesgo de inflación importada disminuirá considerablemente.
- Un euro estable podrá ser utilizado como moneda de pago y de reserva por los países europeos y todos aquellos vinculados con la Unión Europea, como los países del Este, Centro de Europa y de África.
- Los tipos europeos a largo se independizarán de los de EEUU, lo que permite reducir las perturbaciones cambiarias debidas a alteraciones bruscas en el tipo de cambio del dólar.
- Los tipos a corto evolucionarán de acuerdo con la política económica europea, y no con la americana.

4.3. Algunas conclusiones

La UEM y el euro van a suponer un cambio en el marco de las relaciones entre los países que integren la Unión, así como de éstos con el resto. Aunque resulta bastante complicado determinar todas sus consecuencias en términos de ventajas e inconvenientes, las primeras parecen compensar las segundas, o cuando menos animar a abordar los citados cambios en el marco de la unión.

Es claro que todas las cuestiones apuntadas en los apartados anteriores en cuanto a ventajas e inconvenientes afectarán tanto a los países integrantes de la UEM como a los agentes económicos, es decir, sectores, empresas, particulares y poderes públicos, y que además el efecto se repartirá desigualmente entre cada uno de ellos.

Entre los países, los más beneficiados serán los más débiles, como España, Italia y Portugal, lo que, por cierto, ya ha servido para recibir algunos calificativos de dudoso gusto por parte de los poderosos, como PIGS (iniciales de Portugal, Italia, Grecia y España) o países del «club MED».

En cuanto a los sectores, se verán perjudicados todos aquellos con costes de adaptación altos, baja competitividad, o que ésta se vea favorecida por devaluaciones, y que sean intensivos en mano de obra, como por ejemplo: financiero, distribución minorista, cemento, turismo, máquina-herramienta, agrícola (frutas), textil y piel. En cambio, se verán favorecidos todos aquellos cuya capacidad competitiva se vea favorecida por una

moneda fuerte, estén endeudados o sean intensivos en capital, como por ejemplo: eléctrico, energía, construcción, telecomunicaciones, industria química y artes gráficas.

En cuanto a los particulares, los favorecidos serán los asalariados, los pensionistas, los consumidores, los viajeros y los endeudados, siendo los más perjudicados los rentistas, inversores de renta fija y los de mayores dificultades de adaptación, como por ejemplo los ancianos, disminuidos físicos, etc.

Para terminar, y en relación a los poderes públicos, debemos indicar que es claro que el sector público tendrá menos peso en la economía y será el sector privado el que pasará a ser el actor principal, de la misma manera que sucede en EEUU.

5. IMPACTO DEL EURO EN LOS MERCADOS DE VALORES

5.1. Introducción

Huelga comentar que si hay un sector económico afectado por la entrada en vigor del euro el próximo 1 de enero, ése es precisamente el sector financiero. Para describir de forma impactante la previsible revolución que sufrirán los mercados financieros se ha adoptado el término «Big Bang». Con el mismo se pretende expresar el nacimiento de una nueva era de consecuencias imprevisibles, que alterará definitivamente la situación de los mercados financieros actuales al menos en Europa, estableciendo un símil con el caos que dio origen al Universo.

No cabe duda de que puede hablarse de un antes y un después del 1 de enero de 1999. No sería justo, en todo caso, culpar al euro de la gran cantidad de reformas a las que se enfrentan los mercados financieros europeos. La mayor parte de ellas ya estaban en agenda y son la simple consecuencia de la búsqueda de una mayor liberalización, de la necesidad de dar respuesta a unas necesidades cambiantes, y muy especialmente de afrontar con garantías de éxito la mayor competencia internacional. Así, en el caso español, buena parte de los cambios estratégicos que describiremos a continuación se hubieran producido con o sin moneda única, habiéndose acelerado con el euro, eso sí, una tendencia de liberalización y desregulación, cuyo hecho más notable fue la entrada en vigor en 1992 del mercado único de servicios financieros.

A continuación, trataremos de analizar algunos de los grandes cambios a los que se enfrentan los mercados y agentes financieros. En el muy corto plazo, dichos cambios serán más bien de tipo operativo además de muy intensos, especialmente en lo referente a sistemas informáti-

cos, organización interna y a formación de personal, lo que obligará a soportar fuertes costes de implantación. Sin embargo, contarán con la indudable ventaja de su predictibilidad y, además, afectarán de forma evidente a la inmensa mayoría de los ciudadanos que, como consecuencia de la nueva era de «capitalismo popular», se ha acercado a los mercados financieros como no lo había hecho nunca antes en la historia. Dedicaremos el apartado 5.2 a señalar los más importantes.

A más largo plazo, la entrada en vigor de la moneda única actuará como catalizador de una serie de reformas o movimientos que, tarde o temprano, se hubieran producido. Por caracterizarlos de algún modo podríamos decir que, frente a los primeros, estos cambios serán más estratégicos que operativos, y por consiguiente, mucho más difíciles de predecir. En el apartado 5.3 trataremos de identificar algunos de estos cambios, siendo conscientes de que en el análisis de muchos de ellos no podremos más que contentarnos con lanzar preguntas al aire, o con realizar meras reflexiones en voz alta.

5.2. Cambios operativos.

Como hemos indicado anteriormente, denominamos cambios operativos a aquéllos que serán necesarios para hacer frente a las nuevas exigencias de contratación, liquidación y depósito de los valores mobiliarios que cotizan actualmente en España, incluyendo asimismo a aquéllos que afectarán directamente a las Instituciones de Inversión Colectiva. De otra manera, en este apartado vamos a analizar los cambios derivados de la propia implantación del euro, la política monetaria común y de la creación de un sistema de pagos a nivel europeo llamado TARGET⁶.

Con carácter general puede decirse que, durante el período comprendido entre el 1 de enero de 1999 y el 1 de enero del 2002, los valores mobiliarios podrán estar denominados en euros o en monedas nacionales, con la única excepción de la deuda pública emitida a partir del 1 de enero de 1999, que estará denominada en euros. Por el mismo motivo, la redenominación en euros de los valores ya admitidos a negociación sólo será plenamente obligatoria a partir del 1 de enero del 2002, siendo potestativa entre el 1 de enero de 1999 y la fecha anterior.

⁶ Siglas en inglés de Sistema Transeuropeo Automatizado de Transferencias Urgentes con Liquidación Bruta en Tiempo Real. El sistema está orientado hacia el proceso de los grandes pagos y debe ser operativo desde el 1 de enero de 1999 para canalizar todas las operaciones de política monetaria de los países integrantes de la UEM.

Así, y en cuanto a los diferentes mercados, podemos señalar:

—*Renta Fija*: Durante el período transitorio coexistirán emisiones denominadas en euros y emisiones denominadas en pesetas, pudiendo distinguirse las siguientes situaciones:

- En cuanto a las nuevas emisiones denominadas en euros, tanto la contratación, como la liquidación y anotación se realizarán directamente en dicha moneda.
- En cuanto a las emisiones denominadas en pesetas cuyo vencimiento tenga lugar antes del 1 de julio del 2002, se propone que no se redenominen y, por tanto, mantengan sus valores nominales en pesetas.
- Finalmente, para las emisiones denominadas en pesetas cuyo vencimiento tenga lugar con posterioridad al 1 de junio del 2002, se propone que los valores nominales se redenominen en euros.

—*Renta variable*: Sin que sea especialmente relevante para la contratación, sí se recomienda que los valores nominales de las acciones se conviertan a euros. Podría incluso darse el caso de que se puedan realizar ampliaciones de capital en euros, aunque el capital social siga denominado en pesetas. Sin embargo, parece más lógico que se pudiera aprovechar un acuerdo de ampliación de capital para la redenominación del total del capital social a euros.

La renta variable contratada a viva voz utilizaba el valor nominal. Sin embargo, actualmente dicha negociación se realiza directamente en pesetas, por lo que el cambio a euros no supondrá ningún problema.

—*Derivados*: De forma resumida, las modificaciones de las Condiciones Generales de los contratos negociados en MEF Renta Variable son las siguientes:

- La posición abierta a 30 de diciembre en contratos «antiguos» en pesetas, se convertirá en posición abierta en contratos «nuevos» en euros. El proceso de conversión hará que las posiciones sean económica y financieramente equivalentes antes y después de la conversión.
- La negociación de Futuros y Opciones sobre el IBEX-35 seguirá realizándose en puntos de índice como hasta ahora, pero el nuevo multiplicador del índice será de 10 euros, tanto en el caso de los futuros, como en el de las opciones.
- En cuanto a la negociación de Opciones sobre Acciones, el subyacente seguirá siendo de 100 acciones por contrato, pero tanto el precio de ejercicio como las primas pasarán a expresarse en euros con 2 decimales.

— *Warrants*: De forma similar a la renta variable, el concepto de nominal de un warrant es irrelevante para la negociación de los mismos. En cambio, sí habrá que redenominar el precio de ejercicio «antiguo» en pesetas al «nuevo» precio de ejercicio en euros. En el caso de algunos warrants con medias mensuales será necesario, además, ajustar los datos pasados que computen en la media del valor de referencia final del warrant.

Por otra parte, en cuanto a la contratación, compensación y liquidación, y fondos de inversión respectivamente, podemos señalar que:

- La intención de las Bolsas españolas es que, a partir del 1 de enero de 1999, la contratación de todos los valores de renta variable y renta fija que cotizan en sus mercados se realice en euros. Técnicamente dicho cambio no supone mayor problema que la aplicación del factor de conversión. Sin embargo, sí es necesario destacar algunas cuestiones. En principio, los valores cotizarán en euros con dos decimales, lo que en la práctica supone que saltos de 0,01 euros tendrían una equivalencia de 1,6 pesetas. En cuanto a la estructura de los ticks o saltos mínimos de contratación, la estructura más sencilla, y similar a la actual, recomienda ticks de 0,01 euros para precios de hasta 50 euros, y ticks de 0,05 euros para precios superiores a 50 euros.
- El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, tanto nacional, como local, pretende que todas las operaciones realizadas con posterioridad al 1 de enero de 1999 se liquiden directamente en euros.
- De los múltiples aspectos que afectarán a los fondos de inversión y a las entidades gestoras destacan los siguientes por su repercusión en los partícipes:
 - Con independencia de la moneda en la que se remita la información a los partícipes, a efectos contables, se calculará el valor liquidativo en euros desde el 1 de enero de 1999, y a nivel interno se utilizarán el número de decimales suficientes (se recomiendan diez) para minimizar totalmente el impacto de la transformación.
 - En cuanto al cálculo de plusvalías y/o minusvalías, las entidades gestoras deberán tener en cuenta que las declaraciones tributarias de las personas físicas continuarán denominándose exclusivamente en pesetas durante el período transitorio.
 - Para terminar, y dado el fuerte impacto que el cambio de una divisa a otra puede suponer para los partícipes, se recomienda que las entidades gestoras envíen la información en pesetas al menos durante el período transitorio.

5.3. Cambios estratégicos

Por una parte, no resulta fácil intentar predecir qué es lo que va a suceder con los mercados financieros españoles después de la introducción de la moneda única y, por otra, hablar de plazos resulta muy complicado. En cualquier caso, no sería justo hablar de «mercados financieros» en términos globales, puesto que la influencia del euro en los mercados de renta fija, renta variable y de divisas, por simplificar los tres grandes mercados, no son comparables en absoluto.

En este apartado nos centraremos fundamentalmente en la repercusión del euro en los mercados de renta variable, aunque, a pesar de ello, no queremos dejar pasar la oportunidad de comentar algunas breves ideas sobre el futuro de los otros dos mercados.

5.3.1. *Mercados de divisas y de renta fija*

Sin lugar a ninguna duda el mercado de divisas es el que tiene un futuro más complicado. A la ya creciente influencia de Londres en los últimos años, hay que añadir la desaparición de al menos la mitad de las transacciones en divisas en un primer momento, cifra que podría llegar a las dos terceras partes una vez que la libra esterlina se incorpore definitivamente al euro. La tendencia a la concentración en este mercado, ya perceptible desde 1997, continuará hasta el punto de que el centro de contratación de la paridad dólar-euro y euro-yen terminará por ser definitivamente Londres⁷, mientras que el resto de las plazas mantendrá la contratación típica de las instituciones nacionales.

Para analizar, aunque sea brevemente, el futuro del mercado de renta fija, conviene distinguir entre el mercado interbancario y la renta fija a medio o largo plazo, o lo que es lo mismo, los tramos corto y largo de la curva de tipos. Comenzando por el mercado interbancario, se puede reseñar que será uno de los primeros afectados por la implantación del euro, puesto que tanto las operaciones interbancarias como las intervenciones de los bancos centrales se realizarán en euros desde un primer momento, surgiendo así un único mercado interbancario a nivel europeo. En cuanto a las perspectivas del negocio se puede decir que, al igual que en los mercados de divisas, la actividad interbancaria tenderá a la concentración, predominando los grandes bancos internacionales, que serán los que efectivamente fijen a través de su operativa diaria los tipos de interés

⁷ No hay que olvidar que Londres es actualmente el mayor centro de contratación de divisas del mundo, con un volumen que supera en tres veces la suma de lo contratado en Frankfurt y París juntos.

del euro en su tramo más corto. En España, es de esperar que los grandes bancos nacionales trasladen su operativa a Londres, al tiempo que los brokers del mercado monetario sin dimensión pan-europea estarán condenados a la desaparición.

El negocio del mercado de derivados sobre tipos de interbancario se disputará por parte de Londres, París y Frankfurt, aunque inicialmente parece que es el LIFFE⁸ londinense el que cuenta con una cierta ventaja de salida. Teniendo en cuenta la evidente relación entre los intervinientes en el mercado de contado y en el mercado de derivados interbancario, será francamente difícil que la preponderancia de Londres pueda verse cuestionada, salvo por decisiones de tipo político.

Los mercados de deuda continuarán constituyendo el mercado principal de la mayoría de los países que formen parte del euro. De hecho, y una vez realizada la conversión a euros de toda la deuda viva de los países miembros, el euro será el segundo mercado de renta fija a nivel mundial, detrás del americano y por delante del japonés. Posiblemente, la misma pugna comentada anteriormente acerca del mercado de derivados sobre tipos de interbancario, se reproduzca con el mercado de derivados de la parte larga de la curva, esta vez centrado entre Londres y Frankfurt. En este caso, la pelea por dirimir cuál será el centro financiero en el que se fijen los niveles de tipos de la deuda a largo plazo del euro parece más igualada. Por otra parte, parece razonable que la deuda pública de todos los países miembros cotice en euros con unos diferenciales mínimos, debidos fundamentalmente a diferencias de liquidez.

En un futuro próximo, la renta fija privada podrá tomar el testigo de la deuda pública en cuanto al ritmo de expansión, proporcionando nuevas oportunidades de negocio, sin embargo seguirá siendo un mercado restringido al que únicamente tendrán acceso las grandes multinacionales. En este sentido, es posible que se desarrollen departamentos de arbitraje especializados, al tiempo que la función de las agencias de calificación cobrará más importancia en el mercado. Es de esperar que experimenten un importante auge actividades como la titulización o las emisiones de bonos convertibles. En el caso de España y, más concretamente, en el de MEFF Renta Fija, el futuro no se presenta especialmente alentador. A pesar de contar con un sistema de contratación electrónico de incuestionable calidad, no parece que pueda resultar beneficiada de la integración, pudiendo tal vez subsistir como centro de contratación dependiente de los mercados centrales de Frankfurt o Londres para operadores españoles. Tampoco es descartable que se llegue a soluciones similares

⁸ Sigla del London International Financial Futures Exchange.

a las del mercado continuo español, es decir, mercados de derivados de renta fija interconexiónados.

5.3.2. *Mercados de renta variable*

Centrándonos más en los mercados de renta variable y sus derivados, nos parece interesante lanzar una serie de cuestiones que están encima de la mesa de la mayor parte de los expertos que intentan analizar los efectos a más largo plazo de la implantación del euro. Al hilo de dichas cuestiones realizaremos una serie de reflexiones sobre el posible devenir de estos mercados.

Big Bang

Como decíamos antes, la profunda reforma a la que se enfrentan todos los mercados financieros europeos a raíz de la entrada en vigor del euro ya ha sido bautizada: Big Bang. Con estas dos palabras se pretende resumir una reestructuración que no afectará únicamente a Europa, sino que cruzará el océano afectando de forma importante también a los mercados americanos y, en menor medida, a los asiáticos. Está en juego ni más ni menos que la supremacía financiera a nivel mundial⁹ y a modo de resumen podemos citar los siguientes aspectos relevantes: aparición de nuevos instrumentos, nuevos índices bursátiles, nuevas paridades, desaparición de productos financieros, reconversión de personal, cambios de fuerzas entre las distintas plazas, armonización fiscal, modificaciones legislativas, etc.

Mayor competencia de las plazas financieras

La disputa por aclarar cuál será el primer centro financiero europeo tiene dos vertientes: la puramente económica y la política. En Londres trabajan 300.000 personas diariamente en la City, siendo el tercer gran mercado financiero mundial después de Nueva York y Tokyo. Evidentemente, se trata de uno de los sectores económicos más importantes del país al que no renunciarán bajo ningún concepto. Por su parte, París y Frankfurt no están dispuestas a ceder soberanía en un sector en el que, además de su vertiente económica, existe un componente político de indudable importancia.

⁹ Tratando de definir la magnitud de los cambios en los que se van a ver inmersos tanto el mercado como los intervinientes, un experto sentenciaba que «la vida de un broker europeo va a cambiar más en los próximos 2 años que lo que lo ha hecho en lo que va de siglo».

Lo cierto es que, mientras que en Estados Unidos existen únicamente 6 bolsas de valores y 7 mercados de derivados, en Europa actualmente conviven 32 bolsas y 23 centros de contratación. Las presiones políticas estarán a la orden del día, tal y como se ha puesto de manifiesto en la elección del presidente del Banco Central Europeo, otra de las piezas clave en el control financiero de la Unión Europea.

En este orden de cosas no son descartables soluciones como, por ejemplo, la interconexión adoptada en el mercado continuo español. Incluso a pesar de que una especialización a la americana sea factible, no cabe duda de que el lanzamiento de la moneda única acelera los proyectos de creación de una gran bolsa europea. En dicha bolsa cotizarán no más de 200 ó 300 empresas europeas, aquellas cuya capitalización supere los 500.000 millones de pesetas; algo que en el caso español únicamente cumplirían 10 ó 12 valores. La consecuencia de este gran centro de contratación sería la creación de un índice bursátil de referencia pan-europeo que serviría como benchmark para la mayor parte de los gestores de renta variable europea. Ligado a todo ello estaría el lanzamiento de un contrato de futuros sobre el que haremos una breve referencia más adelante.

Esta concentración de la liquidez podría plantear problemas similares a los que tuvieron lugar en España en 1989 con la implantación del mercado continuo. Los valores que no pudieran integrarse en ese mercado global terminarían por ver mermada su liquidez, pasando a cotizar en mercados periféricos. Por otra parte, resulta imprescindible establecer la forma de cotización más conveniente¹⁰, o el desarrollo de fórmulas de inversión colectiva que favorezcan la inversión en empresas de mediana capitalización.

*Desaparición del riesgo de tipo de cambio en la gestión:
internacionalización de las carteras*

La desaparición del riesgo de tipo de cambio supondrá la aceleración inmediata de la tendencia de internacionalización experimentada en la gestión de carteras en los últimos años. Así, la existencia de una única moneda permitirá superar las limitaciones que muchas entidades españolas tenían para invertir en el extranjero. Por ello, las sociedades de valores españolas deberán dar respuesta a servicios de inversión (análisis, contratación, depósito, etc.) sobre mercados en los que actualmente no operan. La limitación a gestión y contratación en el mercado nacional tiene, sin ninguna duda, sus días contados.

¹⁰ Hasta la fecha los intentos de crear un mercado de empresas de mediana capitalización EASDAQ en Bruselas o el EURO-NM de París y Frankfurt no han tenido excesivo éxito.

Análisis sectorial frente al análisis por países

Una consecuencia directa de la eliminación del riesgo de cambio es el replanteamiento de los departamentos de análisis de las sociedades de valores. Indudablemente, una vez que desaparece el riesgo de cambio cobra mayor relevancia el análisis sectorial frente al análisis por países que se ha desarrollado hasta la fecha. Sin que este cambio sea inmediato, sí es incuestionable, y obligará a una reconversión del personal encuadrado en los departamentos de análisis. Bien es cierto que, en un primer momento, únicamente podrán ser analizados de forma global aquellos valores más abiertos al ciclo económico internacional, algo que ya se está haciendo actualmente.

Futuro de los índices bursátiles nacionales

La competencia por el lanzamiento de un índice pan-europeo ya ha empezado. Por un lado, Londres y Amsterdam han lanzado la serie de índices Eurotop y, por otro, París, Frankfurt y Zurich se han aliado para publicar, junto con Dow Jones, los índices Stoxx. También se han lanzado los correspondientes futuros que ya cotizan en Londres desde el 3 de mayo. A pesar de que no pueda considerarse un éxito su lanzamiento, la rápida contestación de las otras tres plazas anunciando el lanzamiento del futuro sobre el Stoxx denota la importancia de tomar posiciones desde el primer momento. Y, sobre todo, confirma la guerra abierta por mantener la supremacía entre las distintas plazas.

Por su parte, es de prever que los índices bursátiles nacionales desaparezcan, dando paso a índices pan-europeos de más o menos acciones e índices bursátiles sectoriales, similares a los que la Sociedad de Bolsas ha lanzado sobre el Ibex financiero. El hecho de que la correlación entre los distintos índices nacionales vaya en aumento es fruto de una mayor integración económica, explicándose más las diferencias por la distinta diversificación de los índices que por la situación económica del país.

Para terminar, se adivina también como previsible la posibilidad de alianzas entre distintas plazas para lograr la masa crítica suficiente que les permita ser competitivas.

Deslocalización de la contratación

La revolución en las comunicaciones permitirá el acceso en igualdad de condiciones, tanto para la información como para la contratación, desde cualquier plaza financiera. De hecho, ya es posible conectarse con

el mercado alemán de opciones y futuros (DTB) para la contratación de productos derivados sobre índices bursátiles y tipos de interés. Hechos como el cambio de contratación del sistema tradicional de viva voz a sistemas electrónicos que vive actualmente Londres, van en la línea, entre otras cosas, de permitir la contratación desde cualquier plaza financiera. Como hemos comentado anteriormente, la importancia política de los mercados de valores puede dar lugar, de igual forma que sucediera en España en 1989, a plazas interconectadas sin una localización física única para la contratación.

Armonización fiscal

La armonización fiscal es uno de las grandes asignaturas pendientes de la Unión Europea. Sin entrar en discusiones sobre cuál es el modelo con más posibilidades de imponerse, lo cierto es que la unificación de la fiscalidad es algo incuestionable. En opinión de Merton Miller, Premio Nobel de economía en 1990, la fiscalidad es la causa principal de la mayor parte de las innovaciones financieras que han ocurrido a lo largo de la historia.

Fruto de ello es previsible que, en función del modelo fiscal definitivo para la Unión Europea, se produzcan fuertes cambios en las entidades de inversión nacionales. Así, por ejemplo, la posibilidad de que en España termine por permitirse el libre movimiento entre fondos de inversión sin ser objeto de tributación cambiaría radicalmente el mix de fondos actuales, al tiempo que desencadenaría una guerra de comisiones, ya anunciada, entre gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva. Igualmente, la suavización del tratamiento de las plusvalías en nuestro país podría replantear la estrategia de inversión por la que se han decantado la mayor parte de las personas físicas, pudiendo recobrar la importancia que tuvieron en otra época la gestión de carteras privadas, o la inversión directa de los particulares.

Podríamos realizar análisis similares estudiando la posible mejora de la fiscalidad de los depósitos bancarios frente a los fondos de dinero, o la posibilidad de aplicar una retención sobre los rendimientos o la inversión de estos últimos.

Oleada de fusiones y adquisiciones

La tendencia actual de fusiones y adquisiciones continuará, si cabe, de forma más acentuada. La corriente de pensamiento de gestión de «creación de valor» como máxima a conseguir por los gestores de la empresa obligará a realizar OPAs, fusiones, adquisiciones, etc; opera-

ciones relacionadas con: sinergias, economías de escala, racionalización de costes, etc, que pesarán en muchos valores en su intento de alcanzar un puesto en los grandes índices pan-europeos y de cotización en un hipotético mercado global, lo que aumentaría notablemente los ratios de cotización.

Acentuación de la competencia entre los distintos intermediarios financieros

Las tradicionales barreras de actuación de cada uno de los agentes intervinientes en los mercados financieros (Bancos, Sociedades de Valores, Gestoras de Fondos, Compañías de Seguros, etc.) han quedado rotas definitivamente. Los clientes ya no lo son de uno u otro producto, son clientes demandantes de servicios financieros, lo que obligará a los grandes grupos a ofertar una gama completa de productos financieros que se ofrezcan en cualquiera de los países de la Unión. Así, la competencia por la captación de pasivo, muchas de las veces mediante agresivas campañas de precios como las vividas en el sector de los seguros y en algunos productos bancarios, continuará con especial intensidad en productos financieros como fondos de inversión, contratación de renta variable, etc.

Para terminar, nos gustaría señalar que estamos inmersos en una época de cambios extraordinarios, y todo lo que hemos comentado a lo largo de los párrafos anteriores es susceptible de alteraciones en función de las decisiones que se vayan tomando a partir de ahora. No obstante, y desde el punto de vista del inversor, es incuestionable que la UEM va a ofrecer más posibilidades de cara a una mejor diversificación del riesgo, por lo que no nos queda más que animar a todos los partícipes del mercado, ya que, aunque existe cierta incertidumbre, el proceso en el que estamos inmersos no deja de ser apasionante.

6. BIBLIOGRAFÍA

BANCO DE ESPAÑA: BOLETÍN ECONÓMICO: *Intervención del gobernador del Banco de España ante la Comisión de Economía del Congreso de los Diputados*, Madrid, mayo 1997.

BANCO DE ESPAÑA: BOLETÍN ECONÓMICO, Madrid, febrero 1998.

FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS: *Perspectivas del sistema financiero. El euro y la actividad bancaria*, Madrid, n.º 60, 1997.

INVERCO: *Introducción al euro. Instituciones de Inversión Colectiva y Planes y Fondos de Pensiones: aspectos operativos y jurídicos*, Madrid, junio 1997.

INVERCO: *Manual operativo para la implantación del euro (Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones)*, Madrid, marzo 1998.

MEFF RV: *Adaptación de los contratos de MEFF Renta Variable al euro*, Madrid, mayo 1998.

ONTIVEROS, E. y F.J. VALERO (1997): «La guía del euro», *Escuela de Finanzas Aplicadas*, Madrid.

El euro, la empresa y ...

por Félix Echevarría Portell

Abogado y profesor del IEE

y por Ignacio Marco-Gardoqui

Director gerente de AB Asesores (Bilbao)
y profesor de la Universidad Comercial de Deusto

El 8 de mayo de 1998, víspera de la celebración del Día de Europa, tuvo lugar en el Instituto de Estudios Europeos de la Universidad de Deusto una jornada sobre «Euro, empresa y empleo» de la que se publican las ponencias de los profesores Echevarría y Marco-Gardoqui.

LA EMPRESA ANTE EL EURO: AGENDA DE ACTUACIONES*

Después de la cumbre de Jefes de Estado y de Gobierno y de los Ministros de Economía y Hacienda que se celebró los pasados días 2 y 3 de mayo, el euro es ya una realidad tanto para los por naturaleza optimistas como para los «europesimistas». Estos últimos ya no vaticinan que el euro nunca existirá, ahora prefieren argumentar que el euro fracasará a corto o medio plazo. A nadie se le escapa que el euro encierra no pocas oportunidades ni menos incertidumbres y en el debate abierto sobre la moneda única es frecuente escuchar discursos y argumentos centrados exclusivamente en aquéllas o en éstas obviando la íntima relación que existe entre ambas, pues para aprovechar las oportunidades es preciso conocer, prever y prepararse ante las incertidumbres.

En esta exposición no pretendemos terciar en este debate. Pensamos que conviene ahora partir del hecho de que el euro es ya una realidad y que esta realidad obliga a las empresas a introducir una serie de adaptaciones legales, comerciales e informáticas de aquí al 31 de diciembre del 2001, adaptaciones sencillas todas ellas si se prevén con antelación.

* Todos los documentos comunitarios que se citan en esta exposición están disponibles para el público en el excelente Centro de Documentación Europea de la Universidad de Deusto, así como en las «Euroventanillas» y «Eurobibliotecas».

En esta conferencia nos centraremos en algunas de las adaptaciones concretas que los empresarios deben de realizar para la introducción del euro. A esta fecha, el panorama está ya bastante desbrozado y no se prevén, de aquí al 31 de diciembre de 1998, cambios substanciales respecto de lo que se va a decir, si bien en algunos temas habrá que estar atentos a la expresión jurídica que finalmente se les otorgue.

Por último, de la exposición pretendemos que se extraiga la conclusión de que las adaptaciones que requiere *directamente* la introducción del euro no son complicadas. Las implicaciones *inducidas*, por el contrario, son más complejas; la influencia futura del euro en la evolución de la competitividad de las empresas; en el mercado laboral; el uso o abuso que los Estados miembros vayan a hacer de la política fiscal al verse desprovistos de otras herramientas de política macroeconómica; las modificaciones en los sistemas de financiación de la seguridad social; el futuro de los Fondos estructurales y del Fondo de Cohesión; la relocalización de las grandes inversiones; la evolución de los tipos de interés y del comportamiento de los precios; e incluso, en el País Vasco, el futuro de su Concierto Económico son cuestiones todas ellas no específicamente ligadas al euro pero sí al cuadro económico general donde el euro jugará su papel. Aunque en esta exposición nos refiramos solamente a las implicaciones directas de la introducción del euro la importancia de las inducidas no se puede olvidar. Tal vez en otra ocasión nos atrevamos a opinar sobre alguna de estas últimas.

Centrándonos ya en las adaptaciones directas por la introducción del euro, consideraremos cinco epígrafes: cuestiones contractuales, adaptaciones contables, redenominación del capital social, aspectos fiscales y cobros y pagos y operativa bancaria.

Cuestiones contractuales: los contratos preexistentes

Algunos contratos despliegan y agotan sus efectos, al menos los principales, en un momento puntual de ejecución (por ej. contrato de compraventa con pago al contado y entrega inmediata del objeto, salvo saneamiento de la cosa vendida). Otros contratos, sin embargo, despliegan sus efectos a lo largo del tiempo (ej. arrendamientos, aprovisionamientos, agencia y distribución, propiedad industrial, obras y servicios, trabajo, etc.). Estos contratos pueden estar denominados en Pesetas o en alguna otra moneda nacional que vaya a ser eliminada y sustituida por el euro por lo que, tras la sustitución de la moneda, el contrato no podrá ser ejecutado en los términos pactados, es decir, en la moneda nacional pactada en el contrato.

Para evitar que alguna de las partes del contrato intente aprovecharse de esta circunstancia para desligarse del mismo alegando la imposibilidad de su ejecución en los términos pactados, el art. 3 del Reglamento 1103/97¹ establece la continuidad de los contratos con carácter obligatorio. La introducción del euro no producirá, por tanto, ninguna alteración en los contratos, ni permitirá alterarlos o resolverlos a ninguna de las partes.

Esta obligación es meridianamente clara, pero inspira dos comentarios.

En primer lugar, el Reglamento comunitario obliga sólo a los Estados miembros y a las personas, físicas o morales, sometidas a la legislación de uno de los Estados miembros, incluidos aquéllos sometidos a la legislación de alguno de los Estados miembros que no sustituirán su moneda nacional por el euro (Reino Unido, Grecia, Dinamarca y Suecia). En materia contractual tendríamos que entender que esta obligación de continuidad de los contratos alcanza sólo a los contratos sometidos a la legislación de uno de los Estados miembros de la Unión Europea, pero no a los contratos sometidos a la legislación de cualquier otro Estado.

Podemos interrogarnos, pues, sobre la continuidad de los contratos no sometidos a la legislación de uno de los Estados miembros. La respuesta a esta pregunta no puede ser general, pues dependerá de la ley aplicable a cada contrato. A este respecto, podemos decir que dos Estados de los Estados Unidos (Nueva York e Illinois) han aprobado unilateralmente legislación estableciendo la continuidad de los contratos denominados en alguna de las monedas que vayan a ser sustituidas por el euro. Por su parte, el Tribunal constitucional suizo ha establecido la misma regla sin necesidad de legislación especial al efecto, aplicando el principio de *lex monate*, esto es, las cuestiones monetarias pertenecen a la soberanía de los Estados, y los particulares no pueden ampararse en ellas para alterar el contenido o la ejecución de los contratos. Este mismo principio de *lex monate* se aplica a diario en la vida comercial internacional, pues es perfectamente aceptado que las devaluaciones o apreciaciones de la moneda nacional en relación a la moneda de un contrato no habilitan a ninguna de las partes para alterar o sustentar la resolución del contrato. Igualmente, según el Tribunal Constitucional suizo, en el caso de la sustitución de una moneda por otra, siempre que lo sea por decisión soberana de los Estados.

En segundo lugar, el principio de continuidad de los contratos recogido en el citado Reglamento comunitario sólo abarca a la sustitución de

¹ Reglamento (CE) N.º 1103/97 del Consejo, de 17 de junio de 1997 sobre determinadas disposiciones relativas a la introducción del euro. DOCE L 162/1.

una moneda nacional por el euro y esto será suficiente para la mayoría de los contratos. Sin embargo, algunos contratos de préstamo tienen sus tipos de interés referenciados al Mibor. El Mibor, por la desaparición de la Peseta, dejará de existir como referencia en un futuro no muy lejano. Estos contratos, por tanto, no sólo se verán afectados por la desaparición de la Peseta, sino también por la cláusula de referencia del tipo de interés. La obligación de continuidad de los contratos no alcanza a la desaparición de esta cláusula, por lo que la solución habrá de venir por el mutuo acuerdo de las partes o, tal vez, por una disposición de derecho nacional que imponga la sustitución del referente Mibor por algún otro referente que sustituya al Mibor.

Hasta aquí, el comentario de carácter jurídico. Sin embargo, en el mundo comercial una empresa debería preguntarse si le conviene exigir a su cocontratante la ejecución de un contrato o más bien buscar un acuerdo amistoso de resolución cuando su socio intenta ampararse en la sustitución de la moneda para alegar su resolución.

Como tarea a inscribir en la Agenda euro, las empresas deberían revisar la totalidad de sus contratos para identificar aquéllos denominados en una moneda que vaya a ser sustituida por el euro y prever la reacción de la otra parte ante esta sustitución, o bien, en los contratos de préstamos referenciados al Mibor, para discutir la sustitución de este índice por algún otro.

Aspectos contables

Son múltiples las cuestiones contables que la introducción del euro suscita. Intentaremos analizarlas con total claridad y para ello contamos, hasta la fecha de este escrito, con los siguientes documentos: el Plan General de Contabilidad vigente; un documento de la Comisión Europea titulado «Aspectos contables de la introducción del Euro», editado en 1997²; el Plan Nacional para la transición al euro, editado en diciembre de 1997 por la Comisión Interministerial (española) para la introducción del euro; un informe del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (ICAC), publicado en el BOICAC n.º 32 que, probablemente, dé lugar a alguna Resolución en esta materia³; y, por último, el borrador del anteproyecto de Ley de introducción del euro⁴.

² Disponible, además de en los lugares citados anteriormente, por solicitud a la DG XV/D/3 de la Comisión o a través de Internet <http://europa.eu.int/en/comm/dg15/dg15home.html>.

³ Sobre la obligatoriedad de las Resoluciones del ICAC, véase la reciente sentencia del Tribunal Supremo del 27 de octubre de 1997.

⁴ Conocida como «Ley paraguas».

La introducción del euro no va a suponer, en lo sustantivo, ninguna modificación importante del Plan General de Contabilidad. Esto significa que las empresas pueden ya analizar el impacto contable del euro con la normativa vigente actualmente y prever lo más sustancial en este área, a la espera, eso sí, de algunas modificaciones puntuales.

El impacto contable de la introducción del euro puede ser analizado desde dos aspectos: en primer lugar, el momento en el que la contabilidad del empresario debe de ser llevada en euros abandonando los registros en pesetas y, en segundo lugar, los asientos materiales que la introducción del euro supone para la contabilidad del empresario.

A) *El cuándo de la introducción contable del euro*

El abandono de la peseta en los registros contables y su sustitución por el euro está en función del propio calendario de introducción del euro. Podemos destacar tres momentos:

- a) Hasta el 31 de diciembre de 1998 (incluido). El euro no existe todavía, por lo que los ejercicios contables que se cierren hasta esa fecha (incluido el 31 de diciembre) deberán estar expresados en pesetas.
- b) Desde el 1 de enero de 1999 hasta el 31 de diciembre del 2001. El euro existe ya como moneda (escritural que no física), pero convive con las monedas nacionales a las que sustituirá físicamente a partir del 1 de enero del 2002. Durante este período el empresario decide cuándo llevar su contabilidad en euros. A este respecto cabe matizar lo siguiente:
 - se puede decidir presentar las Cuentas Anuales (Balance, Cuenta de Pérdidas y Ganancias y Memoria) en euros y, sin embargo, llevar los registros contables en pesetas, o viceversa;
 - una vez que se haya hecho el paso de la contabilidad al euro, la decisión es irreversible salvo, según expresa el borrador de la «Ley paraguas», en casos excepcionales debidamente justificados en la forma en que reglamentariamente se determine. Es improbable que se relacione en sede normativa un listado de estos supuestos excepcionales, por lo que su apreciación deberá hacerse según los casos concretos;
 - el paso de la contabilidad al euro no tiene por qué coincidir con el inicio de un nuevo ejercicio contable, si bien esto es lo más lógico, ya que el paso al euro en un momento intermedio del ejercicio dificultaría la sangría de ambas monedas por el sistema informático a la hora de realizar los listados de sumas y saldos;

- al objeto de mantener la obligada comparación de cifras con el ejercicio anterior, en el primer año en el que se presenten las Cuentas Anuales en euros es necesario convertir las cifras de las Cuentas Anuales del ejercicio anterior (que, obviamente, estarán en pesetas) a euros;
 - durante el período transitorio, independientemente de que la contabilidad se lleve en pesetas o en euros, la empresa puede facturar indistintamente en cualquiera de las dos monedas. Si, por ejemplo, la empresa sigue contabilizando en pesetas pero decide facturar en euros a algunos de sus clientes los importes facturados deben de ser convertidos a pesetas para ser registrados contablemente. Igual proceso con las facturas recibidas; la empresa puede recibir facturas en euros o en pesetas (o en cualquier otra moneda), pero deberá convertir los importes a la moneda de contabilización para proceder a su registro contable.
- c) A partir del 1 de enero del 2002. El euro sustituirá físicamente a las monedas nacionales. En consecuencia, los ejercicios contables que se cierren a partir de esa fecha deberán expresarse, obligatoriamente, en euros.

No obstante lo anterior, lo cierto es que el art. 29,2 del Código de Comercio establece la obligatoriedad de la llevanza de la contabilidad en pesetas. Si bien la ley posterior modifica la ley anterior y la Ley paraguas podría modificar tácitamente al Código de Comercio en este sentido, tal vez convendría modificar expresamente este art. 29, 2 del Código de Comercio antes del próximo 1 de enero.

B) *Los apuntes contables por la introducción del euro*

La introducción del euro supone la realización, para algunas empresas, de ciertos apuntes contables que ahora pasamos a describir:

- a) Apuntes a realizar el 31 de diciembre de 1998.

Tanto la Comisión, en el documento previamente citado, como el ICAC en su Informe, establecen la obligatoriedad de considerar como definitivas a 31 de diciembre de 1998, es decir, la víspera de la entrada en vigor del euro, las diferencias positivas o negativas de cambio que puedan surgir en relación con las monedas que vayan a ser sustituidas por el euro. El motivo no es otro que la entrada en vigor, el primer día de 1999, de los tipos de conversión del euro respecto de las monedas nacionales a las que sustituye. Siendo los tipos de conversión fijos e irrevocables no habrán de existir en el futuro más diferencias de cambio, ni positivas ni negativas,

entre estas monedas por lo que las diferencias de cambio que se pongan de manifiesto a 31 de diciembre de 1998 serán ya definitivas y tendrán que ser contabilizadas en la cuenta de Pérdidas y Ganancias de ese ejercicio.

A este propósito, algunos comentaristas interpretan, tomando como base el Informe del ICAC, que las diferencias positivas o negativas de cambio a 31 de diciembre de 1998 tienen que calcularse no con los tipos de conversión fijos que se publicarán en la primera semana de 1999 sino con las paridades fijas entre las monedas participantes en el euro que se acordaron en la Cumbre de Jefes de Estado del primer fin de semana de mayo de 1997. En nuestra opinión, los tipos a utilizar son los tipos de conversión y esto por varios motivos. En primer lugar porque la utilización de los tipos de conversión es más coherente con la sistemática establecida de conversión de monedas nacionales; en segundo lugar porque así lo dice expresamente la Comisión Europea en su documento sobre los aspectos contables de la introducción del euro; en tercer lugar, porque jurídicamente son los tipos de conversión los que vinculan a los particulares y, en cuarto lugar, porque no vemos con la claridad que algunos pretenden que el ICAC se decante expresamente por la utilización de las paridades fijas para realizar el cálculo.

Matizando algunos aspectos del cálculo definitivo de las diferencias positivas o negativas de cambio, podemos añadir lo siguiente:

- las diferencias positivas o negativas de cambio que se produzcan en deudas en moneda extranjera a sustituir por el euro, destinadas inequívocamente a la financiación específica del inmovilizado material en construcción, se aplicarán al coste del activo en lugar de llevarse a Pérdidas y Ganancias;
- en las demás deudas o créditos, las diferencias negativas se llevarán a pérdidas del ejercicio, como hasta la fecha. Sin embargo, las diferencias positivas no se llevarán a «Ingresos a distribuir en varios ejercicios», como hasta la fecha, sino a ganancias del ejercicio. Este hecho merece un comentario adicional y es que, como consecuencia de esta norma, todas las diferencias positivas de cambio generadas por operaciones en monedas a ser sustituidas por el euro, incluso las atribuibles a operaciones anteriores no vencidas, deben de reflejarse como beneficio del ejercicio que incluya el 31 de diciembre de 1998 pudiendo generar un incremento del beneficio del ejercicio con su correlativa consecuencia en la base imponible del Impuesto sobre Sociedades. Realmente no vemos forma de minorar el impacto que este hecho puede tener en el beneficio de algunas sociedades salvo la decisión (de más que dudosa ortodoxia contable) de cerrar el ejercicio del 98 el 30 de diciembre (con modifica-

ción estatutaria si esto fuese necesario), operación ésta que no implica ahorro de impuestos sino un mero diferimiento del beneficio y, en consecuencia del impuesto, al ejercicio siguiente;

- la entrada en vigor del euro supondrá también una recalificación de los grupos homogéneos de monedas contemplados en el punto 5. de la regla de valoración 14.^a del Plan General de Contabilidad, en el sentido de que las monedas a sustituir por el euro pasarán a constituir un grupo homogéneo independiente de las demás monedas. Esto significa que si en ejercicios anteriores se compensaron diferencias positivas o negativas de cambio de monedas de países euro con monedas de países no euro que componían el mismo grupo homogéneo habrá que revertir las merítadas compensaciones llevando la diferencia a ingreso o gasto del ejercicio, según los casos;
- las diferencias positivas o negativas de cambio de las demás monedas (incluidas las de los países de la Unión Europea que no se adhieren al euro) tendrán el mismo tratamiento que hasta la fecha.

b) Apuntes a realizar a partir del 1 de enero de 1999.

Realmente, la introducción del euro a partir de esta fecha no reviste ninguna complicación desde el punto de vista contable. Simplemente, se habrán de tener en cuenta las siguientes circunstancias:

- si la contabilidad durante el período transitorio se sigue llevando en pesetas, al contabilizar operaciones pactadas en euros o en alguna moneda a sustituir por el euro, se aplicarán los tipos de conversión fijos para realizar el asiento en pesetas. Si la contabilidad se lleva ya en euros, igualmente, se aplicarán los tipos de conversión fijos para el registro en euros de las operaciones en peseta o en moneda a sustituir por el euro. Estos registros, sean en euros o en pesetas no generarán en el futuro diferencias de cambio, ni positivas ni negativas, al ser los tipos de conversión utilizados fijos e irrevocables. Como consecuencia de las conversiones pueden aparecer diferencias debidas al redondeo, bien sean por exceso o por defecto. Estas diferencias, que en ningún caso deben de ser muy significativas, se contabilizarán en dos subcuentas de nueva creación, la 6690 «Gastos por diferencias derivadas del redondeo euro», para los redondeos por defecto y la 7690 «Ingresos por diferencias derivadas del redondeo euro» para los redondeos por exceso;
- en la contabilización de operaciones en monedas que no vayan a ser sustituidas por el euro se operará como hasta la fecha;
- los gastos específicos de introducción del euro (cursos de formación, asesoramiento externo, compra de nuevos equipos, edición de nuevos catálogos, cambios en la papelería de la empresa, etc.) tendrán la

consideración de inversión o de gasto según los criterios de capitalización actualmente vigentes. Si los gastos son significativos, el ICAC indica en su informe que la contrapartida será una subcuenta de nueva creación dentro de la cuenta de «Gastos extraordinarios», la subcuenta 6780 «Gastos producidos por la introducción del euro».

Dicho lo anterior, queda por constatar que los empresarios que no hayan realizado nunca operaciones en moneda a sustituir por el euro, o las hayan realizado en el pasado pero las tengan ya totalmente liquidadas en su contabilidad, no deberán de realizar los apuntes contables reseñados en el apartado a) por lo que el impacto contable de la introducción del euro para estas empresas se verá sensiblemente reducido.

La redenominación del capital social

Una consecuencia de la introducción del euro insoslayable para todas las empresas es la redenominación del capital social. Es decir, la desaparición de la peseta obliga a todas las sociedades a convertir la cifra de su capital social en euros.

La redenominación del capital social es, a primera vista, sencilla. Sin embargo, al redenominar el capital social conviene tener en cuenta que la técnica legal de conversión, contenida en los arts. 4 y 5 del Reglamento (CE) n.º 1103/97 del Consejo, antes citado, no se adapta a la redenominación del capital social. El borrador del Anteproyecto de Ley de Introducción del euro, consciente de esta inadecuación establece una fórmula distinta de la establecida en el citado Reglamento comunitario.

A) La inadecuación de la técnica legal de conversión

Para explicar esta inadecuación basta tomar como ejemplo una sociedad anónima española estándar.

Supongamos una sociedad anónima con un capital social de 10.000.000 ptas. (el mínimo legal), dividido en 10.000 acciones de 1.000 ptas. de valor nominal cada una y supongamos, como hipótesis, un tipo de conversión de 1 euro = 168,252 ptas.

Al aplicar la técnica legal de conversión a este supuesto obtendremos lo siguiente:

- Conversión de la cifra total: $10.000.000/168,252 = 59.434,66$ euros (capital mínimo legal).
- Valor nominal de cada acción: $59.434,66/10.000 = 59,43$ euros.
- Capital redenominado: $59,43 \times 10.000 = 59.430$ euros.

La redenominación del capital social supone para esta sociedad salir del capital mínimo exigido, efecto que se incrementa cuanto mayor sea el número de acciones de la sociedad.

Ciertamente que la cifra mínima de capital social exigido en la Ley de Sociedades Anónimas deberá ser también redenominado, pudiéndose redenominar a la baja para evitar el incumplimiento de un número indeterminado de sociedades pero, a pesar de ello, podrán quedar casos por debajo de la cifra legal mínima redenominada.

B) *El método de redenominación contenido en el borrador del Anteproyecto de Ley*

Para evitar la situación anteriormente descrita, el borrador del Anteproyecto de Ley de Introducción del euro establece un procedimiento no muy ortodoxo con la técnica de conversión pero que resuelve satisfactoriamente el problema planteado.

El método propuesto consiste en fraccionar la redenominación en dos momentos que pueden o no coincidir en el tiempo.

En un primer momento, la redenominación consiste en la aplicación del tipo de conversión sin practicar redondeos. Siguiendo con el mismo ejemplo anterior tendríamos lo siguiente:

- Conversión de la cifra total: $10.000.000/168,252 = 59.434,657$ euros (capital mínimo legal).
- Valor nominal de cada acción: $59.434,657/10.000 = 59,434657$ euros.

En un segundo momento, la sociedad deberá redondear al céntimo el valor nominal de cada acción y del total capital social mediante la correspondiente ampliación o reducción del capital social. La reducción no estará permitida cuando, como en el ejemplo, suponga fijar el capital social en una cifra inferior al mínimo legal.

En el supuesto del ejemplo no cabría sino la ampliación de capital para redondear el valor nominal de cada acción en 59,44 euros, lo que nos dará una cifra total de capital de 59.440 euros, cifra por encima del capital mínimo legal.

El borrador del Anteproyecto de Ley establece que la ampliación de capital deberá de hacerse con cargo a Reservas voluntarias preexistentes, dejando sin resolver el supuesto de que la sociedad no disponga de ellas. Ante esta situación varias alternativas serían posibles: la creación previa de una Reserva voluntaria; tal vez la aplicación de la Reserva Legal, si existiera; o la suscripción de la ampliación por los accionistas.

En el supuesto de que el redondeo se realice por reducción de capital (si esta reducción fuese posible), el borrador de Anteproyecto establece la creación de una reserva indisponible cuyo saldo coincidirá con el del redondeo. Entendemos que el saldo de esta reserva deberá a su vez ser redondeado.

Desde el punto de vista jurídico mercantil, la redenominación supondrá los siguientes trámites:

- la redenominación sin redondeo del primer paso puede realizarse a partir del 1 de enero de 1999 y se instrumentalizará mediante certificación de los administradores de la sociedad, con firmas legitimadas notarialmente. Esta certificación se presentará al Registro Mercantil del domicilio social para su anotación marginal. Estos trámites no devengarán derechos arancelarios, ni notariales ni registrales, siempre que se realicen junto con cualquier otro acto societario inscribible. Entendemos que esta operación no supondrá tampoco devengo impositivo alguno;
- la posterior ampliación o reducción de capital a los solos efectos del redondeo requerirá acuerdo de la Junta General de Accionistas, bien sea para acordar la ampliación o reducción directamente, o para delegar en los administradores la operación, sin que esta delegación pueda demorarse más allá del 31 de diciembre del 2001. El acuerdo de reducción o ampliación deberá ser elevado a escritura pública e inscrito en el Registro Mercantil, sin que esta operación requiera su publicación ni en el Boletín Oficial del Registro Mercantil ni en periódico alguno, ni dé lugar, en el caso de reducción, al derecho de oposición. Igualmente, la operación no supondrá el devengo de derechos arancelarios, notariales o registrales, siempre que se materialice junto con algún otro acto inscribible, ni devengo impositivo alguno.

Aspectos fiscales

En materia del Impuesto sobre el Valor Añadido, impuesto regulado por diversas Directivas de armonización introducidas en la legislación de los Estados miembros, la Comisión Europea tiene declarado que no pondrá modificación alguna por la introducción del euro. Han sido las instituciones financieras, probablemente las más afectadas por la introducción del euro, las que más han pugnado por una modificación del IVA. Pretendían estas entidades que se les permitiera la deducción del 100% de las cuotas impositivas soportadas en los gastos de introducción del euro y no sólo el porcentaje de deducibilidad que se obtiene mediante

la aplicación de la regla de prorrata. La respuesta de la Comisión a esta pretensión ha sido negativa.

Desde el punto de vista del Impuesto sobre Sociedades y del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, la competencia normativa pertenece a los Estados miembros, por lo que serán éstos y no la Comisión los que puedan establecer algún tratamiento especial para los gastos de introducción del euro. La Comisión ya ha manifestado que en su opinión los Estados miembros no deberían de otorgar ningún tratamiento fiscal especial a estos gastos, basándose en la idea de que las empresas deben de vivir en constante adaptación al medio en el que desarrollan su actividad, adaptación que deben de realizar con sus propios medios y sin ayuda estatal. La introducción del euro no sería más que una modificación normal de ese entorno frente al cual las empresas deben de reaccionar con sus propias potencialidades.

A la espera de la reacción definitiva de los Estados miembros, a esta fecha parece claro que no habrá tratamiento fiscal especial para los gastos de introducción del euro ni líneas de subvención nuevas.

Por consiguiente, el impacto fiscal de la introducción del euro hay que valorarlo a la luz de la normativa fiscal vigente y, por tanto, se puede decir que:

- a) Los costes de adaptación se dividirán fiscalmente en gastos (deducibles) del ejercicio o inversiones amortizables de acuerdo con los criterios preexistentes. La amortización de los gastos capitalizados se realizará de acuerdo con los métodos actualmente en vigor.
- b) Las diferencias positivas o negativas de cambio se consideran gastos deducibles o ingresos computables del ejercicio en el que contablemente se registren en la cuenta de Pérdidas y Ganancias, con el indeseado efecto que esto puede suponer para algunas empresas en el ejercicio fiscal que incluya el 31 de diciembre de 1998. A este aspecto ya nos hemos referido en el epígrafe dedicado a las implicaciones contables.
- c) Se plantea la duda de si se pueden provisionar, con el carácter de deducibilidad fiscal, los gastos de introducción del euro previsibles para la empresa en un ejercicio determinado pero a materializar en ejercicios posteriores. Al margen de que contablemente y siguiendo la regla de prudencia estos gastos previsibles se deban de provisionar en la contabilidad, en nuestra opinión esta provisión no gozaría de deducibilidad fiscal. No sobraría, sin embargo, un pronunciamiento vía consulta o por cualquier otra vía de la Agencia Tributaria (Haciendas Forales en el ámbito de su competencia) sobre esta materia.

Cobros y pagos y operativa bancaria

Aunque el euro no existirá como moneda física hasta el 1 de enero del 2002, lo cierto es que a partir del 1 de enero de 1999 existirá ya como moneda escritural. Esto significa que las empresas (y los particulares) podrán desde entonces poseer cuentas bancarias denominadas en euros y realizar pagos y cobros en esta moneda, siempre con la intermediación de alguna entidad financiera.

En base al principio de «no prohibición, no obligación, que regirá durante el período transitorio de introducción del euro, las empresas podrán ordenar sus pagos en euros, independientemente de la moneda en la que hubiesen acordado realizar éstos (de entre las monedas a sustituir por el euro) y la entidad financiera deberá, ya que el beneficiario de la transferencia no está obligado a recibir euros, convertirlos a la moneda del beneficiario sin que ello, esta conversión, suponga coste alguno para el ordenante ni para el beneficiario. Obviamente, sí podrá la entidad financiera cobrar la correspondiente comisión de transferencia.

Esto significa que la decisión de una empresa de convertir sus cuentas a euros y operar en esta moneda desde el inicio de 1999, o de operar indistintamente en euros y en pesetas, no debería de suponer ninguna complicación operativa para su actividad. En la decisión de utilizar o no el euro como moneda habitual de las transacciones desde el inicio del período transitorio o en un momento posterior, pesará de forma definitiva la tipología de clientes y proveedores de una empresa determinada. La mayoría de los comentaristas opina, y nosotros compartimos esta opinión, que el euro empezará a ser utilizado con habitualidad desde los inicios del año 99, pues las grandes empresas que ya han anunciado su utilización desde el inicio harán el papel de motores de este cambio.

Lógicamente, para que este sistema funcione con fluidez y, por tanto, el principio de «no prohibición, no obligación» sea efectivo, las entidades financieras deben de estar preparadas para cumplir con su papel de «bisagra» desde el 1 de enero de 1999. Todas las entidades financieras han culminado ya sus procesos de preparación para esta tarea. A partir del 1 de enero próximo podremos comprobar el resultado de esta labor.

Una de las ventajas más comentadas del euro es la desaparición del riesgo de cambio en las transacciones comerciales por efecto de la desaparición de las monedas nacionales y, unido a ello, la desaparición de las comisiones bancarias de cambio. Para aprovechar el tirón del euro y disciplinar las normas aplicables a las transferencias transfronterizas bancarias, la Unión Europea aprobó el 27 de enero de 1997 una

Directiva⁵ en esta materia que contiene las siguientes reglas más significativas:

- todas las transferencias deberán estar abonadas en la cuenta del beneficiario en el plazo convenido con el ordenante. Si no se hubiese convenido un plazo expreso éste será el de cinco días laborables. Si al término del quinto día laborable los fondos no estuviesen abonados aún, el banco ordenante deberá indemnizar al beneficiario mediante el pago de un interés;
- la entidad donde el beneficiario de la transferencia tenga su cuenta deberá poner los fondos a disposición del beneficiario en el plazo convenido entre ambos. A falta de plazo convenido, éste será el del término del día laborable siguiente a la recepción de los fondos, debiéndole indemnizar con el pago de un tipo de interés en caso contrario;
- la entidad ordenante de la transferencia es responsable del buen destino de la misma. Si la transferencia «se pierde», la entidad ordenante estará obligada a reembolsar al ordenante el importe de la misma con un máximo de 12.500 euros por transferencia;
- se prohíbe el «doble cobro» en las transferencias, de tal forma que los costes de la misma serán abonados por una de las partes. A falta de acuerdo, la entidad deberá cargar el coste al ordenante, sin que sea posible volver a cargar el mismo coste al beneficiario;
- la Directiva regula igualmente las obligaciones de información que las entidades han de ofrecer a sus clientes para que éstos puedan comparar precios y condiciones y decidir operar con la entidad que más les convenga.

* * *

A lo largo de esta exposición hemos analizado algunas de las consecuencias directas de la introducción del euro. Entendemos que ninguna de ellas es de difícil asunción por la empresa pero conviene anticiparse para evitar decisiones apresuradas que puedan llevarnos al error y especialmente, a proyectar a nuestros clientes una imagen de improvisación cuando se nos brinda una ocasión única de proyectar al exterior una imagen de calidad.

Félix Echevarría Portell

⁵ Directiva 97/5/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de enero de 1997, relativa a las transferencias transfronterizas. DOCE L 43/25.

Y DESPUÉS DEL EURO ¿QUÉ?

LO QUE OCURRIRÁ, LO QUE PUEDE OCURRIR Y LO QUE TEMEMOS QUE OCURRA.

1. El pasado

Los acontecimientos avanzan a tal velocidad que no es fácil darse cuenta del largo camino recorrido por la economía española en estos últimos años. Bien es cierto que ha sido impuesto desde fuera, pero también lo es que hemos culminado un proceso que nos coloca en una situación excepcionalmente favorable para encarar el futuro y que es absolutamente novedosa en nuestra historia.

En poco más que una década; desde que, en 1986, nos adherimos a la Unión Europea, que entonces ni siquiera se llamaba así, hemos efectuado una larguísima trayectoria: abrimos nuestras fronteras y eliminamos nuestros aranceles; liberalizamos los movimientos de capitales; derruimos las barreras técnicas; adoptamos una profunda reforma de la fiscalidad indirecta introduciendo el IVA; acabamos con los monopolios y alejamos al Estado de la propiedad de las empresas. En definitiva, homologamos los modos y las costumbres de nuestra economía con las habituales en los países más avanzados de Europa con los que competimos a pecho descubierto y sin protección.

Comenzamos la aventura del Euro instalados en el frío pabellón de los desahuciados. No cumplíamos ninguno de los criterios de la convergencia, carecíamos de la mínima tradición de estabilidad, los países del núcleo duro no nos querían en su proyecto, y no faltaban las voces que se oponían a él, desde dentro de nuestra propia casa. La labor se presentaba tan ingente y el plazo tan corto que nadie calificaba de verosímil nuestra candidatura.

El cambio de gobierno fue fundamental. Bien es cierto que el equipo de Rato pudo beneficiarse del trabajo iniciado anteriormente por Solbes, pero no lo es menos que el presidente Aznar hizo de esta cuestión el eje central de la acción de su Gobierno. Marcó claramente los objetivos a alcanzar, tomó las medidas y puso los medios necesarios para conseguirlos. Sus principales aciertos fueron la severa disciplina de las cuentas públicas; la reducción del déficit; y la desregulación de algunos sectores claves en los que se introdujo la competencia, como el eléctrico y las telecomunicaciones; lo que hizo bajar los precios, abriendo la puerta al descenso de los tipos de interés y a la estabilidad de los tipos de cambio, con lo que cuadramos el círculo de la convergencia.

Al final y a pesar de que parecía una tarea superior a nuestras fuerzas e imposible de superar, hemos pasado el examen con holgura, bastante mejor que otros países de más tradición en la estabilidad y de mayor peso financiero, como son Francia y Alemania. El *spread* de la deuda,

que es el termómetro que ha marcado mejor y con mayor fidelidad las posibilidades de acceder a la moneda única de cada país, llevaba meses apostando y apoyando nuestra postura y, al final como no podía ser de otro modo, ha acertado de lleno.

2. El presente

España se puede dar por satisfecha del desarrollo de la Cumbre europea de Bruselas celebrada el fin de semana del primero de mayo por varios motivos.

- a) Por el mero hecho de estar presente y de participar desde el principio en esta importante cuestión. Llevábamos siglos actuando como espectadores en la platea del teatro europeo, ausentes y lejanos del escenario. En 1986 nos adherimos a un proyecto de integración que estaba ya en marcha, mientras que ahora protagonizamos la historia.
- b) Por que no ha habido sorpresas en la fijación de las paridades que marcarán la transición al Euro el próximo año y que se situarán en valores centrales del SME actual. Con estos cambios la exportación española se ha venido desarrollando de manera espectacular, lo que demuestra la gran capacidad de competir que tienen nuestras empresas.
- c) Por haber podido colocar a un representante en el comité directivo del BCE que era lo máximo a lo que podíamos aspirar y que garantiza nuestra presencia en el primer órgano comunitario auténticamente federal e independiente, ya que tendrá atribuciones efectivas en materias relevantes, sin tener que responder ante ninguna autoridad nacional.

3. El futuro

De cara al futuro tenemos algunas certezas, no pocas esperanzas y varias amenazas.

3.1. *Lo que va a ocurrir*

Los cambios evidentes:

- a) Las monedas de los once tienen sus paridades bilaterales prefijadas y se convertirán en irrevocables a partir del 1.1.99.

- b) Hasta el uno de enero del 2002 convivirán con un Euro que carecerá de realidad física y desaparecerán en el mes de julio de ése mismo año.
- c) Se eliminan los costes de conversión y desaparecen las incertidumbres de cambios con la consiguiente mejora del comercio intracomunitario y del turismo.
- d) Habrá que reconvertir todos los procesos y los sistemas que incluyan medidas monetarias: ofertas, facturas, precios, costos, balances, cuentas de resultados, estadísticas, contratos, etc.
- e) Lo mismo ocurre con los contratos que expresen derechos y obligaciones monetarias.
- f) Desaparece la posibilidad de recurrir a las devaluaciones competitivas una vez que los cambios son fijos e irrevocables. Los choques asimétricos se pagarán con el paro.

Los cambio no tan evidentes:

- a) La facilidad de comparar los precios de los productos y los costos incurridos para fabricarlos será total.
- b) Los cambios en la división del trabajo y las posibilidades de captación de nuevas inversiones extranjeras y de localización de nuevas industrias que se ofrecen a países como el nuestro que cuentan con una cierta ventaja comparativa en costos laborales unitarios.

3.2. *Lo que puede ocurrir*

- a) Todo parece indicar que iniciamos una época de estabilidad macro, con tipos de interés bajos e inflaciones de precios moderadas, al amparo de una política monetaria muy restrictiva que responderá a los criterios más ortodoxos y de un mercado muy abierto en el que se desarrollará una competencia total.
- b) Se abre una fase de armonización fiscal inevitable. Los países miembros de la UE han considerado desde siempre que los asuntos tributarios caen dentro de la esfera del núcleo duro de lo que consideran su parcela de soberanía irrenunciable. Por esa razón, los avances fiscales han sido escasos y siempre se han tenido que decidir mediante la unanimidad. A modo de ejemplo relevante, podríamos recordar que el capítulo fiscal es la única parte nunca cumplida del conjunto del Informe Cockfield, que fue quien diseñó la Europa sin fronteras del 93.

La liberalización total de capitales unida a la fijación irrevocable de los cambios harán que los activos financieros tengan la misma

rentabilidad a igualdad de la exposición al riesgo, y eso nos va a conducir a la necesidad de armonizar la fiscalidad, al menos con toda seguridad a la del ahorro, si no queremos ver profundas distorsiones en su distribución geográfica.

- c) En resumen, para nosotros los españoles es un cambio fundamental. Hemos vivido todo el siglo con una moneda débil, irrelevante en el comercio internacional y despreciable en su papel como activo de reserva. Ahora pasamos a disponer de una moneda fuerte, una de las tres más fuertes del mundo, que compite con ventaja en credibilidad, potencia y estabilidad frente al yen japonés y que es capaz de mirar a los ojos y de mantener el tipo frente al dólar.

3.3. *Lo que tememos que ocurra*

- a) Europa no es una zona monetaria óptima. No hay movilidad laboral entre países, ni flexibilidad salarial; no existe un presupuesto federal que sea capaz de compensar a una regiones con otras, y el que administran las instituciones comunitarias es demasiado pequeño, en comparación con el PIB del conjunto de la Unión, y está demasiado comprometido con los gastos agrícolas y los estructurales, como para poder influir de manera decisiva.
- b) Eso hace que los choques asimétricos que produzcan las crisis que inevitablemente sucederán, no puedan ser eficazmente combatidos. No pudiendo actuar ni desde la modificación de los tipos de cambio, ni desde el presupuesto y con una rigidez laboral elevada, el único procedimiento de ajuste será el empleo. Y los países que pierdan la comba de la competitividad están condenados a aumentar su nivel de paro.
- c) Si miramos hacia atrás veremos que somos un país con larga tradición en pérdidas de competitividad, a causa de haber provocado mayores inflaciones y obtenido menores productividades que los competidores de nuestro entorno, lo que nos ha conducido a devaluaciones recurrentes. Eso se acaba, así que si no queremos pagar con paro, deberemos mantener la guardia de los precios de los productos que fabricamos y de los costos que incurrimos en fabricarlos: principalmente los salariales y los energéticos, por que el resto, materias primas, financieros y, en menor medida, los tecnológicos están prácticamente homologados.
- d) Hemos hablado de una zona de estabilidad macro, pero esto debería ocurrir en el largo plazo. En el corto pueden suceder episodios de volatilidad en los cambios como consecuencia de la coincidencia en el tiempo de los siguientes elementos ya comentados: libre

circulación de capitales, paridades predeterminadas pero sin valor jurídico pleno, imposibilidad de que los bancos centrales o el BCE intervengan sobre una moneda que aún no existe; y tipos de interés a corto plazo diferentes.

Evidentemente van a converger, pero aún no se sabe en qué punto, ni a qué ritmo. Alemania no quiere subirlos por que sus parados no lo entenderían, sus precios no lo necesitan y sus políticos no lo consentirían en los inicios de un proceso electoral que se presenta arduo y peliagudo. En España, Rojo tampoco quiere bajarlos, por que la economía tampoco lo necesita, los precios no lo exigen, y no desea avivar las llamaradas especulativas que tanto le preocupan. Así que el compromiso se presenta muy difícil, aunque no deberíamos olvidar que, en materia monetaria, Alemania se sale siempre con la suya.

4. Conclusión

Una vez alcanzada con éxito la convergencia real, el reto aparece a la hora de conseguir la convergencia real. La clave de nuestro futuro radica pues en la capacidad que demostremos para competir sin tener que recurrir a ayudas externas y efímeras como son las devaluaciones. Como ha recordado recientemente el Vice-Presidente Rato, España tiene un PIB por empleado similar al del Reino Unido; el problema surge cuando se multiplica el guarismo por el número de trabajadores en activo, incluidos en el circuito oficial, que es ridículamente pequeño para un país de las dimensiones del nuestro. Por lo tanto, y aparte de las consideraciones sociales que son fundamentales, crear empleo es un objetivo prioritario, también para lograr la convergencia real. Y como sólo crearemos empleo si somos capaces de competir en un mercado abierto, cerramos así el círculo de los retos de la economía española para los próximos años.

Para evaluar la evolución de la competitividad española, y como suele ocurrir a menudo con las cosas de la economía, tenemos datos para sustentar cualquier conclusión. En su último análisis, el Institute for Management Development nos ha situado en el puesto 27 del ranking mundial, perdiendo dos lugares y superando tan solo a Italia y Portugal de la lista de los países que acceden al Euro. Sin embargo la producción industrial crece en febrero un 11,6%, la mayor tasa de los últimos doce meses y, dentro de ella, los bienes de equipo se van hasta el 17,1%.

Como la utilización de la capacidad productiva bajó del 80,6% al 79,5% la única manera de explicarlo es con aumentos en la capacidad

instalada a fin de responder al incremento de la demanda tanto de la interna como de la externa.

Por su parte, los dividendos de las empresas cotizadas crecieron un 12,8% en el primer trimestre, pagando 250.000 millones en el periodo. La rentabilidad por dividendos de la Bolsa fue del 3,5% y a los precios actuales esta en el 1,7% aunque se espera que llegue al 2,5% al final del año.

Ignacio Marco-Gardoqui

Jurisprudencia

Crónica de la Jurisprudencia del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas

por Carlos Gimeno Verdejo*

Jurista en el Servicio de Estudios del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas

y por María Isabel Rofes i Pujol*

Letrado del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas

Recurso por incumplimiento y libre circulación de mercancías: el Estado francés condenado por tolerar los ataques a transportes de productos agrícolas en la sentencia de 9 de diciembre de 1997¹

En esta sentencia, el Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas, siguiendo las propuestas hechas por el Abogado General Sr. Lenz en sus conclusiones de 9 de julio de 1997, condena a la República Francesa por haber incumplido las obligaciones que se derivan del artículo 30 del Tratado CE, en relación con el artículo 5 de dicho Tratado, y de las organizaciones comunes de mercados de productos agrícolas, al no adoptar todas las medidas necesarias y proporcionadas para impedir los ataques de agricultores franceses a los camiones que transportan por territorio francés productos agrícolas españoles y de otros países.

Dichos ataques, que se venían sucediendo desde hace varios años, constituyen claramente un obstáculo a la libre circulación de mercancías a un doble nivel. Las acciones de los agricultores franceses, descontentos con los precios de frutas y hortalizas procedentes de otros países, se traducen, por un lado, en una violación flagrante de dicha libertad comunitaria por lo que respecta a los productos efectivamente destruidos; por otro lado, tales acciones, suponen también una restricción indirecta de la libre circulación de mercancías por cuanto desalientan a los distribuidores franceses que pretendan importar productos agrícolas extranjeros.

* Las opiniones expresadas por los autores en este comentario de jurisprudencia son estrictamente personales y en ningún caso vinculantes para la institución en la que prestan sus servicios.

¹ Sentencia de 9 de diciembre de 1997, Comisión / Francia (C-265/95, Rec. p. I-6959).

Sin embargo, las disposiciones del Tratado relativas a la libre circulación de mercancías, a diferencia de la normativa en materia de competencia, están dirigidas únicamente a los Estados. En concreto, el artículo 30 del Tratado dispone que «... quedarán prohibidas entre los Estados miembros las restricciones cuantitativas a la importación, así como todas las medidas de efecto equivalente»². Por su parte, el artículo 5 del Tratado CE se limita a establecer lo que ha dado en llamarse el principio de lealtad comunitaria, en virtud del cual «los Estados miembros adoptarán todas las medidas generales o particulares apropiadas para asegurar el cumplimiento de las obligaciones derivadas del presente Tratado o resultantes de los actos de las instituciones de la Comunidad», «facilitarán a esta última el cumplimiento de su misión» y «se abstendrán de todas aquellas medidas que puedan poner en peligro la realización de los fines del presente Tratado».

Ante los hechos referidos y a la vista de la citada normativa, fue la Comisión, institución encargada de velar por la aplicación de las disposiciones del Tratado, quien finalmente inició un procedimiento por incumplimiento contra la República Francesa con arreglo al artículo 169 del Tratado CE. A este respecto, cabe observar que el Reino de España, cuyos productos eran los principalmente afectados por los ataques, renunció siempre a interponer por sí mismo un recurso por incumplimiento basado en el artículo 170 del Tratado, esperó a que la Comisión interpusiese el recurso y en ese momento la apoyó. Tal actitud se inscribe en la línea política general de los Estados miembros, consistente en no arrojarse los trapos sucios unos a otros ante el Tribunal de Justicia, y que ha conducido a un limitadísimo uso de la herramienta que el artículo 170 del Tratado pone a su disposición³.

² El Tribunal de Justicia, a partir de la sentencia *Dassonville* (8/74, Rec. p. 837) ha considerado que «cualesquiera normas comerciales de los Estados miembros que puedan obstaculizar directa o indirectamente, actual o potencialmente, el comercio intracomunitario, deben ser consideradas como medidas de efecto equivalente a las restricciones cuantitativas prohibidas por el artículo 30 del Tratado».

Esta definición ha recibido precisiones ulteriores, en particular a partir de la sentencia *Keck* y *Mithouard* (C-267/91 y C-268/91, Rec. p. I-6097). Para un estudio de la jurisprudencia sobre el particular, véase LÓPEZ ESCUDERO, M.: «Modalidades de venta y libre circulación de mercancías: aplicación de la jurisprudencia *Keck*», en *Derecho Comunitario. Análisis jurisprudencial*, Servicio de publicaciones del Gobierno Vasco, Vitoria-Gasteiz, 1997, p. 111 y s.

³ Los escasos asuntos cuyo objeto es un recurso por incumplimiento no iniciados por la Comisión sino por un Estado miembro son:

- Irlanda contra República Francesa, asunto 58/77 sobre obstáculos a la importación de carne de cordero irlandesa (DO C 142, de 16-6-1977, p. 8).
- República Francesa contra Reino Unido, asunto 141/78 en materia de pesca marítima (DO C 179, de 28-7-1978, p. 8).

La cuestión jurídica esencial que se planteaba en el recurso interpuesto por la Comisión radicaba en la calificación del comportamiento del Estado francés respecto a los ataques de sus agricultores. El hecho de que la conducta de dicho Estado fuese la pasividad no constituía óbice alguno para considerar que se estaba en presencia de un incumplimiento, puesto que la jurisprudencia del Tribunal de Justicia ha dado siempre una interpretación extensiva del concepto de incumplimiento, que incluye las omisiones o abstenciones⁴. Los obstáculos al respecto radicaban principalmente en probar que las autoridades francesas habían incurrido en tal pasividad por no tomar las medidas necesarias para hacer frente a los ataques.

Estos aspectos son examinados en la sentencia del Tribunal de Justicia, en la cual, tras resaltarse la importancia del mercado interior, tal y como resulta de los artículos 3 y 7 A del Tratado CE, se afirma que «como medio indispensable para la realización del mercado sin fronteras interiores, el artículo 30 no prohíbe sólo las medidas de origen estatal que, en sí mismas, crean restricciones al comercio entre los Estados miembros, sino que puede también aplicarse cuando un Estado miembro se abstenga de adoptar las medidas necesarias para hacer frente a obstáculos a la libre circulación de mercancías debidos a causas que no sean de origen estatal», puesto que tal abstención «puede obstaculizar los intercambios comunitarios tanto como un acto positivo».

Afirmada esta especie de responsabilidad *in vigilando* de los Estados, el Tribunal de Justicia pasa a continuación revista a la actitud mantenida por las autoridades francesas ante los ataques.

El Estado francés había indicado, en respuesta a la carta de emplazamiento, que siempre había condenado los actos de vandalismo cometidos por agricultores franceses, que había adoptado medidas de vigilancia, protección y recogida de información, cuyo efecto había sido la disminución de incidentes entre 1993 y 1994, que los Ministerios Fiscales iniciaban sistemáticamente acciones judiciales y que se seguía un procedimiento ante el Organismo de Defensa de la Competencia contra las

— Reino de España contra Reino Unido, asunto C-349/92 relativo a los impuestos británicos sobre el jerez importado (DO C 256, de 3-10-1992, p. 14).

— Reino de Bélgica contra Reino de España, asunto C-388/95, relativo al mantenimiento de disposiciones que prohíben la exportación de ciertos vinos (Rioja, Ribera del Duero) a granel (DO C 46, de 17-2-1996, p. 5).

De estos asuntos, el 58/77 y el C-349/92 fueron finalmente archivados (DO C 76, de 30-3-1978, p. 8, y DO C 340, de 23-12-1992, p. 6, respectivamente), el 141/78 fue resuelto por la sentencia de 4 de octubre de 1979, Francia / Reino Unido (141/78, Rec. p. 2923) y el C-388/95 está aún pendiente de resolución al redactarse este comentario.

⁴ Sentencia de 17 de febrero de 1970, Comisión / Italia (31/69, Rec. p. 25).

prácticas tendentes a regular el mercado de los productos agrícolas mediante amenazas y destrucciones.

Tras recibir más tarde el dictamen motivado de la Comisión, el Gobierno francés había señalado que había adoptado todas las medidas a su disposición para garantizar la libre circulación de las mercancías en su territorio y que los medios disuasivos utilizados habían permitido limitar muy claramente los actos de violencia en 1995. Entre estas medidas citaba la definición entre los Ministerios interesados de una acción de lucha contra la repetición de los actos de vandalismo, que implicaba, en particular, una vigilancia reforzada e instrucciones de firmeza dadas a los Prefectos y a las fuerzas del orden, así como el establecimiento de un dispositivo de alerta que implicaba un régimen de estrecha vigilancia de las instalaciones que podían ser asaltadas. El Gobierno francés había añadido que un determinado número de agricultores habían sido condenados por causar daños a bienes ajenos, que la represión de las amenazas contra los bienes se había hecho más eficaz tras la entrada en vigor de un nuevo artículo del Código penal y, por último, que el Estado se hacía cargo de los daños causados, habiendo dado instrucciones para acelerar la reparación del daño sufrido por los operadores económicos afectados.

Por lo demás, el Gobierno francés, durante el procedimiento ante el Tribunal de Justicia, al igual que había hecho en sus respuestas a la carta de emplazamiento y al dictamen motivado, afirmaba que había adoptado todos los medios necesarios a su alcance y mantenía que, dado el gran número de camiones que transportan productos agrícolas en el territorio francés y la multiplicidad de sus destinos, por un lado, así como el carácter imprevisible de las manifestaciones de agricultores que actúan en pequeños grupos de tipo comando, por otro lado, la intervención de las fuerzas del orden y la incriminación de los responsables era muy dificultosa. Y sostenía, en particular, que la intervención de las fuerzas del orden debía ser mesurada para evitar incidentes de orden público aún más graves. Finalmente, invocaba el muy difícil contexto socioeconómico en el que se encontraba el mercado francés de las frutas y hortalizas después de la adhesión de España a las Comunidades Europeas, y en especial la existencia de prácticas desleales por parte de los productores franceses.

El Tribunal de Justicia comienza observando que los incidentes se producían de modo regular desde hace más de diez años y que, a pesar de las explicaciones dadas por el Gobierno francés, según el cual se tomaron todas las medidas para evitar la continuación de las violencias y para reprimir a los culpables, era un hecho comprobado que año tras año los incidentes no sólo se repetían contra los medios de transporte de pro-

ductos agrícolas, en ciertos períodos del año y en lugares especialmente expuestos, sino que se habían ido extendiendo además al sector de la distribución mayorista y minorista de dichos productos.

A continuación, el Tribunal pone en duda que se hubiesen adoptado efectivamente las medidas invocadas por el Gobierno francés en su defensa. En efecto —constata el Tribunal de Justicia—, al producirse los incidentes las fuerzas del orden o bien no estaban presentes, pese a haber sido prevenidas de la inminencia de las manifestaciones de agricultores, o bien no intervinieron en casos en que eran mucho más numerosas que los causantes de los disturbios. También había quedado probado que las acciones no se habían producido siempre de forma rápida y por sorpresa, sino que a menudo habían durado varias horas. Constaba, además, que varios actos de vandalismo habían sido filmados por cámaras de la televisión, que los manifestantes habían actuado a menudo a rostro descubierto y que, si bien las agrupaciones de agricultores en cuestión eran conocidas de los servicios del orden, sólo un número muy pequeño de personas que participaron en esos graves disturbios fueron identificadas y penalmente inculpadas. Todo ello, consideraba el Tribunal, probaba que el Gobierno francés no había impedido eficazmente a los autores de las infracciones cometerlas y repetirlas, y, menos aún, disuadirlos con eficacia de hacerlo.

Seguidamente, el Tribunal de Justicia rechaza la alegación del Gobierno francés de que la situación de los agricultores franceses era tan difícil que se podía razonablemente temer que unas intervenciones más decididas de las autoridades competentes provocasen reacciones violentas por parte de los operadores afectados que diesen lugar a perturbaciones aún más graves o incluso a disturbios sociales. A este respecto, el Tribunal de Justicia recuerda su jurisprudencia, según la cual el temor de dificultades internas no puede justificar el hecho de que un Estado miembro no aplique correctamente el Derecho comunitario⁵, y añade que el Gobierno francés no había demostrado concretamente la existencia de un peligro para el orden público al que no pueda hacer frente, peligro que, de poder justificar una falta de intervención de las fuerzas del orden, sólo podría formularse en un caso preciso y no de manera global para todos los incidentes de que se trataba.

Tampoco acepta el Tribunal que el Gobierno francés, basándose en el hecho de haberse hecho cargo de los daños causados a las víctimas, pueda quedar exonerado del incumplimiento de las obligaciones que le incumben en virtud del Derecho comunitario.

⁵ Sentencia de 7 de diciembre de 1995, Comisión / Francia (C-52/95, Rec. p. I-4443).

Las alegaciones basadas en el difícil contexto socioeconómico en el que se encontraba el mercado francés de las frutas y hortalizas después de la adhesión de España a las Comunidades Europeas, y en concreto debido a pretendidos comportamientos desleales y a violaciones del Derecho comunitario por parte de los agricultores españoles, son igualmente rechazadas por el Tribunal de Justicia. Para ello, se hace eco, por un lado, de la jurisprudencia según la cual motivos de naturaleza económica no pueden en ningún caso servir de justificación a obstáculos prohibidos por el artículo 30 del Tratado⁶, y, por otro lado, de aquélla según la cual un Estado miembro no puede tomar unilateralmente medidas de defensa o adoptar un comportamiento para prevenirse contra un posible incumplimiento, por parte de otro Estado miembro, de las normas del Derecho comunitario.

La condena del Gobierno francés se imponía una vez que había quedado probado que éste se abstuvo, de manera manifiesta y persistente, de adoptar medidas suficientes y adecuadas para poner fin a los actos de vandalismo que ponen en peligro en su territorio la libre circulación de determinados productos agrícolas originarios de otros Estados miembros e impedir que vuelvan a producirse tales actos.

Cabe plantearse cuál sea la efectividad de esta condena, ya que la sentencia de incumplimiento es meramente declarativa. El artículo 171 del Tratado CE obliga al Estado condenado a adoptar todas las medidas necesarias para la ejecución de la sentencia del Tribunal de Justicia. Si el Estado no ha tomado dichas medidas, la Comisión puede iniciar un nuevo procedimiento por incumplimiento de la primera sentencia que, de prosperar, puede suponer la imposición al Estado miembro afectado de una multa coercitiva.

Se ha señalado que si Francia en el futuro no evita el tipo de comportamientos condenados en la sentencia aquí comentada, queda expedita la vía a un procedimiento ex artículo 171 y a la eventual imposición de una sanción económica al Estado francés⁷. Sin embargo, no debe perderse de vista que el incumplimiento reprochado al Estado francés en esta sentencia consistía en no haber impedido una serie de hechos concretos, que se habían producido en determinadas fechas y que habían quedado suficientemente probados. Así configurado el incumplimiento, cualquier medida que pueda adoptar el Gobierno francés no podrá ponerle fin, sino únicamente evitar nuevos incumplimientos para el futuro. Si las acciones

⁶ Sentencia de 11 de junio de 1985, Comisión / Irlanda (288/83, Rec. p. 1761).

⁷ Véase VÍAS ALONSO, J. en *Gaceta jurídica de la CE y de la Competencia*, Boletín n.º 127, p. 61.

los agricultores franceses vuelven a repetirse y las autoridades francesas, en vez de tomar medidas, hacen de nuevo dejación de sus obligaciones, estrictamente hablando no se tratará de un incumplimiento de la sentencia de 9 de diciembre de 1997, sino de un nuevo incumplimiento, similar al ya declarado, pero que corresponderá probar una vez más. Por lo tanto, a menos que se adopte una interpretación extensiva de dicha sentencia, según la cual Francia quedase obligada a impedir nuevos actos vandálicos similares a los ya acaecidos, la posibilidad de que, llegado el caso, se imponga una multa a este Estado parece diluirse.

En todo caso, no debe menospreciarse la autoridad de las sentencias de incumplimiento, que, en general, son acatadas por los Estados miembros, aunque no siempre con la mayor prontitud⁸. De hecho, parece ser que ante nuevas acciones de los agricultores franceses en 1998, la policía francesa ha actuado resueltamente⁹.

Toda esta problemática en cuanto a la efectividad de los procedimientos por incumplimiento para hacer frente a la pasividad de las autoridades de un Estado ante actos de particulares en violación de la libre circulación de mercancías no ha pasado desapercibida ni para los Estados miembros afectados ni para las Instituciones europeas. De hecho, estando aún pendiente de resolución el procedimiento seguido contra Francia, el Consejo Europeo reunido en Amsterdam el 16 y el 17 de junio de 1997, en sus conclusiones relativas al plan de acción en favor del Mercado interior, había pedido a la Comisión que examinase los medios para asegurar de modo eficaz la libre circulación de mercancías, incluida la posibilidad de imponer sanciones a los Estados miembros, y que presentase propuestas al respecto antes de diciembre de 1997. En cumplimiento del mandato recibido, esta institución ha presentado una propuesta de Reglamento del Consejo por el que se instaura un mecanismo de intervención de la Comisión para la eliminación de determinados obstáculos a los intercambios¹⁰, que prevé el otorgamiento de un poder de decisión de la Comisión a tal efecto. Aunque el Consejo Europeo reunido en Luxemburgo el 13 de diciembre de 1997 solicitó del Consejo y del Parlamento Europeo un examen rápido de la propuesta, el texto presentado ha sido largamente debatido¹¹. En el

⁸ Véanse ISSAC, G.: *Droit communautaire général*, 3.^a ed., Masson, París, 1990, p. 277-279; y G. SCHERMERS, H. y WAELBROEK, D.: *Judicial protection in the European Communities*, 4.^a ed., Kluwer, Deventer, 1987, p. 280-284.

⁹ Véase, por ejemplo, el diario *El País* de 29 de abril de 1998, p. 59.

¹⁰ DO C 10, de 15-1-1998, p. 14.

¹¹ La *AGENCE EUROPE*, entre otros, en los números de 14 y de 16 y 17 de febrero de 1998 se hacía eco de las vivas reservas planteadas en el Consejo por parte de varias delegaciones nacionales con respecto al Reglamento propuesto.

momento actual, el texto del Reglamento se ha visto reducido a la instauración de un mecanismo de alerta, sin concesión de poderes especiales de decisión a la Comisión, al que acompaña una resolución por la que los Quince se comprometen a hacer todo lo posible por garantizar la libre circulación, por reaccionar rápidamente a perturbaciones eventuales y por poner a disposición de las víctimas vías de recurso rápidas y eficaces, a la vez que invitan al Tribunal de Justicia a reflexionar sobre la posibilidad de acelerar el examen de los casos cubiertos por el Reglamento¹².

(CGV)

La sentencia Solred¹³: la compatibilidad con el Derecho comunitario de determinadas modalidades de aplicación del impuesto sobre transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados

Esta sentencia da respuesta a una serie de cuestiones prejudiciales planteadas por el Tribunal Superior de Justicia de Madrid en el marco de un litigio entre la sociedad anónima Solred y la Administración General del Estado, en relación con el pago de un impuesto sobre la escritura notarial por la que se formaliza la aportación diferida de una parte del capital social, que había sido suscrito en su totalidad al constituirse la sociedad.

La normativa española aplicable al litigio era el Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados, aprobado mediante Real Decreto Legislativo 3050/1980, de 30 de diciembre, cuya redacción actualmente en vigor es la del Texto Refundido aprobado mediante Real Decreto Legislativo 1/1993, de 24 de septiembre¹⁴. En particular, el artículo 1 de dicha Ley prevé, en su primer apartado, que este Impuesto es un tributo de naturaleza indirecta que grava las transmisiones patrimoniales onerosas, las operaciones societarias y los actos jurídicos documentados, y, en su segundo apartado, que en ningún caso un mismo acto podrá ser liquidado por el concepto de transmisiones patrimoniales onerosas y por el de operaciones societarias. A su vez, el artículo 31 de la Ley dispone que «las primeras copias de escrituras y actas notariales, cuando tengan por objeto cantidad o cosa

¹² Información aparecida en el número de la *AGENCE EUROPE* correspondiente al 18 y 19 de mayo de 1998.

¹³ Sentencia de 5 de marzo de 1998, Solred (C-347/96, Rec. p. I-937).

¹⁴ BOE de 20-10-1993.

valuable, contengan actos o contratos inscribibles en los Registros de la Propiedad, Mercantil y de la Propiedad Industrial y no sujetos al Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones o a los conceptos comprendidos en los apartados 1 y 2 del artículo 1 de esta Ley, tributarán, además, al tipo de gravamen del 0'50 por 100, en cuanto a tales actos o contratos ...».

Mediante sus cuestiones prejudiciales, el Tribunal Superior de Justicia de Madrid preguntaba básicamente si, en los casos en los que, constituida una sociedad, el desembolso de una parte del capital se efectúa posteriormente, la aplicación de estas disposiciones de modo que se perciba un impuesto del 0'5% sobre la escritura notarial por la que se formaliza la aportación de dicha parte del capital, cuando en el momento de la constitución de tal sociedad ya se había percibido un impuesto del 1% sobre la totalidad del valor nominal del capital social, era compatible con la Directiva 69/335/CEE del Consejo, de 17 de julio de 1969, relativa a los impuestos indirectos que gravan la concentración de capitales¹⁵. La cuestión de la compatibilidad se planteaba a la vista de que la Directiva, cuyo objetivo es el de armonizar en la Comunidad los elementos que intervienen en la liquidación y en la recaudación del impuesto sobre las aportaciones de capital, en el marco de la supresión de los obstáculos fiscales que se oponen a la libre circulación de capitales, prevé la supresión de otros impuestos indirectos que tengan las mismas características que el impuesto sobre las aportaciones de capital o el impuesto de timbre sobre los títulos, cuyo mantenimiento podría poner en peligro los fines perseguidos por las medidas previstas por la Directiva. Entre éstos, la letra c) del artículo 10 de la Directiva prohíbe, en particular, cualquier impuesto sobre la matriculación o cualquier otra formalidad previa al ejercicio de una actividad, a que las sociedades, asociaciones o personas morales que persigan fines lucrativos puedan estar sometidas por razón de su forma jurídica.

En sus observaciones ante el Tribunal de Justicia, el Gobierno español había subrayado que el impuesto controvertido gravaba el documento y no la operación en sí misma. A continuación había alegado que ni la aportación del capital no desembolsado en el momento de la constitución de la sociedad, ni su formulación en documento notarial son requisitos previos al ejercicio de la actividad de la sociedad y, por último, que la percepción del impuesto no constituía una formalidad a la que estén sometidas las sociedades por razón de su forma jurídica, sino una formalidad necesaria cuando el desembolso total del capital no se ha producido al constituirse la sociedad.

¹⁵ DO L 249, de 3-10-1969, p. 25.

Ninguno de estos argumentos convence al Tribunal comunitario, para quien el artículo 10 de la Directiva 69/335 debe interpretarse en el sentido de que se opone a la percepción de un impuesto del 0'5% sobre la escritura notarial por la que se formaliza la aportación de una parte del capital social desembolsada después de la constitución de una sociedad de capital, cuando, en el momento de la constitución de tal sociedad, ya se había percibido un impuesto del 1% sobre la totalidad del valor nominal del capital social.

El Tribunal de Justicia ampara su interpretación en tres tipos de razonamiento. En primer lugar —estima el Tribunal—, si la prohibición establecida por la letra c) del artículo 10 de la Directiva se refiere directamente a los derechos que se abonan con motivo de la inscripción de nuevas sociedades anónimas y de sociedades de responsabilidad limitada, debe llegarse a una conclusión análoga cuando estos derechos se devengan por la inscripción de los aumentos de capital de estas sociedades, ya que también se perciben con motivo de una formalidad esencial relacionada con su forma jurídica. Aunque no constituye formalmente un procedimiento previo al ejercicio de la actividad de las sociedades de capital, añade el Tribunal, la inscripción de sus aumentos de capital condiciona el ejercicio y el desarrollo de esta actividad.

En segundo lugar, el Tribunal de Justicia considera que, aunque el impuesto sobre actos jurídicos documentados es un impuesto indirecto de carácter general, lo cierto es que, en circunstancias como las del litigio principal, grava las escrituras notariales requeridas para la inscripción registral de la aportación de la fracción de capital pendiente de desembolso y, por consiguiente, para poder liberar totalmente las acciones, tratándose por ello de un impuesto que grava una formalidad esencial relacionada con la forma jurídica de las sociedades.

El Tribunal de Justicia señala, en último lugar, que ni la aportación de la parte del capital social pendiente de desembolso, ni su formalización en escritura notarial son requisitos previos para el ejercicio de la actividad de la sociedad; la inscripción registral de la aportación del capital social pendiente de desembolso condiciona, sin embargo, el ejercicio y el desarrollo de esta actividad.

Así resumido el discurso seguido por el Tribunal de Justicia en su sentencia, parece oportuno efectuar una serie de comentarios al respecto. El más significativo se deriva de la perplejidad que suscita la utilización del razonamiento relativo a la aplicación de la prohibición establecida por la letra c) del artículo 10 de la Directiva a aquellos derechos que se devengan por la inscripción de los aumentos de capital de las sociedades. En efecto, con independencia de su validez, no se alcanza a comprender cuál sea la utilidad de este razonamiento cuando en el asunto so-

metido a la apreciación del Tribunal de Justicia no aparece por ningún lado un aumento de capital sino tan sólo un desembolso diferido del capital inicial con el que se constituye una sociedad.

Otra cosa muy distinta es que el impuesto recaiga sobre la aportación de la parte no desembolsada del capital y que la falta de desembolso del conjunto de las acciones impida proceder a aumentos ulteriores del capital. Estas consideraciones fueron examinadas en las conclusiones del Abogado General Sr. Tesauro, a efectos de apreciar si, por esta vía indirecta, el impuesto podía ser considerado como una formalidad previa al ejercicio de actividades de la sociedad. El Abogado General Sr. Tesauro estimaba, sin embargo, que la expresión ejercicio de la actividad que figura en el artículo 10, letra c), de la Directiva sólo podía referirse al ejercicio de las actividades de la sociedad, entendido como persecución del objeto social, y que por lo tanto el hecho de que la falta de desembolso del total de las acciones no permita efectuar actos típicos como puedan ser los aumentos del capital social, es un elemento que no entra en el ámbito de aplicación de dicho artículo.

Tratándose de los otros dos razonamientos del Tribunal, no puede ponerse en duda su pertinencia. En cuanto a su carácter más o menos acertado, cabe observar, por ejemplo, que según el Abogado General Sr. Tesauro, la aplicación del impuesto sobre actos jurídicos documentados en circunstancias como las del litigio principal no era incompatible con la letra c) del artículo 10 de la Directiva, sino con la letra b) de este artículo. A tenor de esta última disposición, al margen del impuesto armonizado sobre las aportaciones de capital, quedan prohibidos cualesquiera otros impuestos sobre las aportaciones, préstamos o prestaciones efectuadas en el ámbito de operaciones contempladas en el artículo 4 de la Directiva, entre las cuales aparecen la constitución de una sociedad de capital y el aumento del capital de una sociedad de capital mediante la aportación de bienes de cualquier naturaleza. Para el Abogado General Sr. Tesauro, el desembolso del capital suscrito y no desembolsado anteriormente podía ser considerado como aportación realizada en el marco de la constitución de una sociedad.

Como último comentario a la motivación de la sentencia Solred, debe resaltarse que dicha sentencia no ha establecido una incompatibilidad de principio del impuesto sobre actos jurídicos documentados con el Derecho comunitario. El alcance de la incompatibilidad declarada por la sentencia se refiere únicamente a la aplicación de dicho impuesto en circunstancias como las del litigio principal, esto es, en aquellos casos en los que el impuesto se percibe sobre la escritura notarial por la que se formaliza la aportación de una parte del capital social desembolsada después de la constitución de una sociedad de capi-

tal, cuando, en el momento de la constitución de tal sociedad, ya se había percibido un impuesto sobre la totalidad del valor nominal del capital social.

En este contexto, puede señalarse que el Tribunal de Justicia, en su jurisprudencia¹⁶, ha considerado determinadas tasas registrales o impuestos similares al de actos jurídicos documentados como prohibidos por el artículo 10 de la Directiva, pero susceptibles de beneficiar de la derogación prevista por el artículo 12 de la misma si se trata de derechos con carácter remunerativo¹⁷.

La litigiosidad de este tipo de impuestos en Derecho comunitario parece ser de gran actualidad. Efectivamente, está pendiente de resolución un asunto planteado por el *Supremo Tribunal Administrativo* portugués en el que se plantea la compatibilidad con los artículos 10 y 12 de la Directiva de unos gastos notariales por la formalización del acta necesaria a la aportación, fijados en proporción al monto del capital aportado y no en función de los costes reales del servicio prestado¹⁸.

En un marco similar, también están pendientes de resolución dos cuestiones prejudiciales planteadas por el Tribunal Superior de Justicia de Cataluña¹⁹, cuyo objeto esta vez es la compatibilidad con los artículos 11²⁰ (en vez de 10) y 12 de la Directiva 69/335, del impuesto sobre actos jurídicos documentados español cuando éste recaer sobre el acta notarial por el que se formaliza la amortización de un empréstito representado por obligaciones. El planteamiento de estas cuestiones ha debido suscitar sin duda un gran interés en los distintos medios jurídicos de nuestro país, puesto que la controversia que sobre ellos planea ha dado lugar a la aplicación de soluciones divergentes por parte de diferentes

¹⁶ Véanse las sentencias de 20 de abril de 1993, Ponente Carni (C-71/91 y C-178/91, Rec. p. I-1915), de 2 de diciembre de 1997, Fantask (C-188/95, Rec. I-6783) y de 11 de diciembre de 1997, SIF (C-42/96, Rec. p. I-7089).

¹⁷ En el asunto Solred, el Tribunal de Justicia no menciona en ningún momento el artículo 12 de la Directiva. De hecho, el Tribunal Superior de Justicia de Madrid no le había interrogado sobre el mismo. En todo caso, a la vista de las modalidades de aplicación del impuesto sobre actos jurídicos documentados en dicho asunto, difícilmente puede pensarse que el impuesto tenga un carácter remunerativo.

¹⁸ Asunto C-56/98, Modelo SGPS (DO C 113, de 11-4-1998, p. 9.).

¹⁹ Asuntos C-31/97 y C-32/97, FECSA y Autopistas Concesionaria SA (DO C 94, de 22-3-1997, p. 6).

²⁰ Esta disposición prevé que los Estados miembros no someterán a ninguna imposición, cualquiera que sea su forma, *inter alia*, los empréstitos, incluidos los públicos, contratados en forma de emisión de obligaciones y otros títulos negociables, sea quien fuere su emisor, y todas las formalidades a ellos relativas, así como la creación, emisión, admisión para cotización en Bolsa, puesta en circulación o negociación de estas obligaciones y otros títulos negociables.

tribunales españoles²¹. No obstante, dicho interés puede haber decaído desde el momento en que, una vez planteadas las cuestiones, el Tribunal Supremo parece haberse decantado finalmente por seguir la línea de considerar incompatible con la Directiva el sometimiento al impuesto sobre actos jurídicos documentados de la escritura notarial por la que se formaliza la cancelación de obligaciones, y ha declarado la nulidad de determinados artículos del Reglamento que regula dicho impuesto²².

(CGV)

²¹ Pueden citarse entre otras las resoluciones del Tribunal Económico-Administrativo Central de 22-9-1992, de 7-10-1992, de 28-1-1993 y de 3-2-1993, la sentencia del Tribunal Superior de Justicia de Cataluña de 14-2-1994 (*Gaceta Jurídica de la CE y de la Competencia*, Boletín n.º 97, p. 45 y s.) y las sentencias del Tribunal Supremo de 16-5-1995 (Aranzadi, n.º 3680) y de 4-11-1996 (Aranzadi, n.º 8609).

²² Véanse las dos sentencias de la Sala Tercera del Tribunal Supremo de 3-11-97 (La Ley 1998, n.º 4471, p. 15 y s., y 25 y s.).

Crónica

Crónica comunitaria: la actualidad institucional y económica de España en el marco de la Unión Europea

por Beatriz Iñarritu

Profesora de la Universidad Comercial de Deusto,
asignatura «Unión Europea»

Sumario: INTRODUCCIÓN.—1. ESTADO DE LA INTEGRACIÓN.—1.1. **La puesta en marcha de la Unión Monetaria Europea.**—1.2. **La ampliación: la Conferencia Europea y el inicio de negociaciones con seis países.**—1.3. **Schengen: entrada en vigor en Austria.**—2. ACTUALIDAD INSTITUCIONAL.—2.1. **Comisión/IME: informes de convergencia.**—2.2. **Creación del «Consejo Euro Once».**—2.3. **BCE: designación del Comité Ejecutivo y próxima constitución.**—2.4. **BERD: sustitución del presidente.**—3. CUESTIONES GENERALES DE LA ACTUALIDAD ECONÓMICA.—3.1. **Grecia: ingreso del dracma en el Sistema Monetario Europeo y plan de ajuste para integrarse en la Unión Monetaria en el 2001.**—3.2. **El Tribunal de Justicia analiza la fiscalidad del País Vasco.**—3.3. **Justicia: reconocimiento y ejecución transfronteriza de sentencias matrimoniales.**

INTRODUCCIÓN

Con la cumbre de mayo, la Unión Monetaria Europea ha dado el paso definitivo para su puesta en marcha el 1 de enero de 1999.

Una nueva Europa, «la Europa de los Once», verá la luz en apenas unos meses, culminando así un largo y ambicioso proyecto que convertirá a esta región del mundo en una potencia económica similar a Estados Unidos o Japón.

A comienzos de este año, la que será «zona EURO» contaba con 291 millones de habitantes, frente a los 269 millones de Estados Unidos y los 126 millones de Japón. Disfrutaba de un PIB conjunto de 5,54 billones de ECUs (equivalentes a 934,5 billones de pesetas), lo que representa el 19,4% del PIB mundial frente al 19,6% de EEUU y el 7,7% de Japón. Destaca asimismo que «los Once» serán la mayor potencia comercial del

mundo. Representan el 18,6% de las transacciones mundiales (630.000 millones de ECUs, unos 105 billones de pesetas), por encima del 16,6% de EEUU y del 8,2% de Japón.

La Europa del EURO generará, por tanto, una actividad comercial superior a la de Estados Unidos y Japón, y se convertirá, junto a estos dos países, en la tercera potencia económica del planeta (entre las tres representan casi la mitad de la riqueza mundial).

A pesar de las dudas iniciales sobre su capacidad para cumplir a tiempo los criterios de convergencia, España ha llegado a esta cita histórica sin problemas. Por ello, el 1 de enero de 1999 se abre una etapa para nuestro país, ya que deberá enfrentarse a un nuevo reto de apertura e integración europea. Como en ocasiones anteriores (las más recientes, la Adhesión a las Comunidades Europeas en 1986 y la culminación del Mercado Unico en 1992), tanto el sector público como las empresas privadas deberán plantearse sus estrategias particulares para aprovechar las grandes potencialidades que, sin duda, ofrecerá el EURO.

Un segundo aspecto de la actualidad comunitaria es el inicio de las negociaciones de Adhesión con Chipre, Polonia, Hungría, República Checa, Eslovenia y Estonia.

Aunque nadie niega las grandes dificultades que surgirán en el proceso, por el elevado número de países candidatos, por la pobreza relativa de los países del Este y por la complejidad añadida del estatus político de Chipre, no deja de ser éste un acontecimiento histórico.

Las palabras pronunciadas por el ministro británico de Exteriores el pasado 30 de marzo fueron, en este sentido, muy elocuentes: «Europa comienza, por fin, a superar una división cruel y artificial, y a sentar las bases para que no se repita el terrible sufrimiento y la destrucción que ha conocido en este siglo».

Por último, también es motivo de optimismo la evolución del proceso de ratificación del Tratado de Amsterdam. Alemania y Suecia ya han notificado sus respectivas ratificaciones del Tratado tras obtener su aprobación en los Parlamentos nacionales. Irlanda y, más recientemente, Dinamarca, han obtenido el «sí» en sendos referendums.

Especialmente significativo es el resultado de la consulta danesa, puesto que todavía se recuerda el histórico rechazo de los daneses al Tratado de Maastricht, que obligó a convocar un segundo referendun incluyendo exclusiones particulares para el país.

Ahora, el 28 de mayo pasado, el pueblo danés ha apoyado el nuevo Tratado, pero con la constatación de que el país sigue muy dividido en torno a las cuestiones europeas. Un 55,1% del electorado votó a favor y un 44,9% en contra.

1. ESTADO DE LA INTEGRACIÓN

1.1. La puesta en marcha de la Unión Monetaria Europea

Tal como estaba previsto, el Consejo Europeo celebrado en Bruselas el pasado 2 de mayo seleccionó los países que formarán la Unión Monetaria Europea, UME, el próximo 1 de enero de 1999.

De esta forma, se cumplió la predicción de la celebración de una cumbre histórica, ya que la decisión de los Quince de este primer fin de semana de mayo de 1998 ha sido, probablemente, el paso de mayor calado político y económico en la historia de la construcción comunitaria.

Siguiendo las recomendaciones de la Comisión, del Instituto Monetario Europeo y del Consejo de Ministros de Finanzas, los Jefes de Estado y de Gobierno de los Quince decidieron que Once Estados compartirán una moneda común, el EURO. Estos países son: Alemania, Francia, Italia, España, Portugal, Bélgica, Luxemburgo, Países Bajos, Irlanda, Austria y Finlandia.

Aunque efectivamente, la decisión no supuso ninguna sorpresa ya que era la esperada, no pudo obviarse en ningún momento su gran trascendencia histórica. Once países harán realidad, por fin, un antiguo y ambicioso proyecto de integración económica: la moneda única.

Para ello, han tenido que cumplir, con más o menos apuros, los requisitos de convergencia fijados en el Tratado de la Unión Europea sobre inflación, déficit público, tipos de interés y deuda pública. Algunos, como Luxemburgo e Irlanda, han superado con holgura la prueba, y otros, como Francia e Italia, lo han hecho de forma más ajustada.

Por voluntad propia permanecerán fuera de la Unión Monetaria el Reino Unido y Dinamarca (ambos países gozan de una cláusula de exclusión recogida en el Tratado de Maastricht). Suecia, que también permanecerá al margen del EURO, es un caso más ambiguo: oficialmente no se incorpora a la UME porque no cumple un criterio —el de la pertenencia al Sistema Monetario Europeo—, pero, en realidad, esta exclusión también es consecuencia de su propia decisión.

Queda, por último, Grecia, país que hubiera deseado formar parte del «pelotón de cabeza» de la moneda única, pero cuyo incumplimiento de los requisitos no le ha permitido dar este paso.

El EURO también se implantará en cuatro pequeños Estados europeos —San Marino, el Vaticano, Andorra y Mónaco—, a pesar de que ni siquiera pertenecen a la Unión Europea.

Los Jefes de Estado y de Gobierno también debatieron sobre la designación de los miembros del Comité Ejecutivo del Banco Central Europeo.

Fue éste el asunto más polémico de la cumbre, ya que puso de manifiesto el claro enfrentamiento existente entre dos de los países clave de la UME, Alemania y Francia. Cada uno de estos países defendió hasta límites inesperados sus respectivas candidaturas a la presidencia del BCE, lo que llegó a hacer temer por el éxito del Consejo Europeo.

Finalmente llegaron a un acuerdo de reparto de la presidencia, de forma que el candidato apoyado por Alemania, el holandés *Wim Duisenberg*, habría de ser el primer presidente del BCE, pero sólo durante la mitad del mandato al que tiene derecho (ocho años).

En torno al 1 de julio del 2002 dimitirá «por razones personales» para dar paso a un presidente francés, probablemente el actual gobernador del Banco de Francia, *Jean Claude Trichet*, quien sí podrá permanecer en la presidencia ocho años, hasta el 2010. También fueron designados los demás componentes del Comité Ejecutivo del Banco, un vicepresidente y cuatro vocales:

- VICEPRESIDENTE: *Christian Noyer* (Francia)
- VOCALES: *Sirkka Hämäläinen* (Finlandia),
Eugenio Domingo (España),
Tomasso Padova-Schioppa (Italia),
Otmar Issing (Alemania).

A pesar de que todos los nombramientos de la cúpula del BCE deben realizarse para un período de ocho años, este primer Comité tendrá un mandato inicial de diferente duración, con el fin de garantizar una cierta línea de continuidad en la propia actividad del Banco. Así, el alemán permanecerá ocho años en el BCE, el italiano siete, el español seis, la finlandesa cinco y el francés cuatro.

En todo caso, la dura batalla lanzada por el presidente francés *Jacques Chirac*, contra la posición mayoritaria a favor de la candidatura de *Duisenberg*, no puede ser interpretada como una reivindicación de influencia política sobre el BCE (su candidato *Trichet* nunca ha contado precisamente con sus simpatías dado su perfil técnico y ortodoxo), sino más bien como un intento de destacar el papel de Francia en el proyecto y, quizás, el de los Jefes de Estado.

En este sentido, la postura francesa fue objeto de duras críticas desde todos los ámbitos sociales, económicos y políticos de la UE, en tanto que no hizo sino reflejar la falta de cohesión y de liderazgo entre los Quince, y más en particular, la fatal sintonía entre Francia y Alemania.

El Consejo de Ministros de Economía y Finanzas también desarrolló un papel protagonista en la cumbre de mayo ya que, como estaba previsto, aprobó dos importantes Reglamentos sobre el EURO. Aunque ambos ya habían sido consensuados y publicados en el Diario Oficial de las

Comunidades, hasta este momento sólo eran proyectos de normas, ya que no podían ser adoptados formalmente hasta que no se hubieran seleccionado los países que integrarán la UME.

Reglamento N.º 974/98 de 3 mayo de 1998 sobre la introducción del EURO, conocido también como el Reglamento del «estatuto jurídico» del EURO

El Reglamento se ocupa de los aspectos monetarios del EURO y, por ello, se configura como la *Lex Monetae* de los Estados miembros participantes de la UME:

- establece que, a partir del 1 de enero de 1999, el EURO será la moneda de los Estados miembros participantes en la UME, sustituyendo a las unidades monetarias nacionales con arreglo a los tipos de conversión que se fijen.
- prevé la utilización, durante el periodo transitorio, de las unidades monetarias nacionales consideradas como subdivisiones del EURO.
- regula el uso del EURO en las relaciones contractuales durante el período transitorio bajo el principio de NO OBLIGACIÓN-NO PROHIBICIÓN, de tal modo que los Estados, sus Administraciones Públicas y agentes económicos podrán, si lo desean, realizar sus transacciones en EUROS aunque no están obligados a ello.
- establece que las referencias a las unidades de moneda nacional en los instrumentos jurídicos que existan a 31 de diciembre del 2001, se entenderán hechas al EURO con arreglo a los tipos de conversión respectivos.
- dispone que el plazo de seis meses a partir del 1 de enero del 2002, en el cual la moneda nacional seguirá siendo de curso legal, podrá reducirse mediante ley nacional.

Reglamento N.º 975/98 de 3 de mayo de 1998 relativo a los valores nominales y las especificaciones técnicas de las monedas en EUROS destinadas a la circulación

La primera serie de monedas de EUROS incluirá ocho valores nominales, desde 1 cent de EURO hasta 2 EUROS.

Las características técnicas de cada valor nominal (diámetro, grosor, peso, color, composición y canto) permitirán una fácil diferenciación visual y táctil:

- las monedas de menor valor (1, 2 y 5 cents) serán de color cobrizo,

- las monedas intermedias (10, 20 y 50 cents) serán amarillas,
- las de mayor valor serán bicolors (la de 1 EURO con interior blanco y exterior amarillo, y la de 2 EUROS con interior amarillo y exterior blanco).

El diámetro crecerá desde los 16,25 mm. de la moneda de 1 cent hasta los 25,75 mm. de la moneda de 2 EUROS, y el peso, desde 2,3 hasta 8,5 gramos para ambos valores.

Las monedas de EURO tendrán una cara común en los Once Estados de la Unión Monetaria y una cara «nacional» que será diseñada por cada uno de los países.

Ya en marzo, el gobierno español había anunciado las imágenes que aparecerán en los EUROS acuñados en nuestro país por la Fábrica Nacional de Moneda y Timbre: en las monedas de menor valor (1, 2 y 5 cents) aparecerá la catedral de Santiago de Compostela, en las intermedias (10, 20 y 50 cents) la figura de Miguel de Cervantes, y en las de mayor valor (1 y 2 EUROS) la figura del rey Juan Carlos I.

Asimismo, el ECOFIN proclamó oficialmente los tipos de cambio bilaterales entre las once divisas que habrán de integrarse en el EURO, tipos coincidentes con las paridades centrales del Sistema Monetario Europeo y que entrarán en vigor el próximo 1 de enero de 1999. Hasta entonces, las monedas seguirán fluctuando libremente.

Tipos bilaterales de las once monedas de la UME

	Franco bel-lux.	Marco alemán	Peseta española	Franco francés	Libra irlandesa	100 Liras italianas	Florín holandés	Escudo portugués	Chelín austriaco	Marco finlandés
Franco bel-lux (*)		20,62	0,242	6,149	51,22	2,083	18,30	0,201	2,931	6,784
Marco alemán	0,048		0,011	0,298	2,483	0,101	0,887	0,097	0,142	0,328
Peseta española	4,124	85,07		25,36	211,26	8,593	75,50	0,829	12,09	27,98
Franco francés	0,162	3,353	0,039		8,328	0,338	2,976	0,032	0,476	1,103
Libra irlandesa	0,019	0,402	0,004	0,120		0,040	0,357	0,003	0,057	0,132
100 liras italianas	47,99	990,00	11,63	295,1	2458,56		878,64	9,658	140,71	325,65
Florín holandés	0,054	1,126	0,013	0,335	2,798	0,113		0,010	0,160	0,370
Escudo portugués	4,969	102,50	1,204	30,56	254,56	10,35	90,97		14,56	33,718
Chelín austriaco	0,341	7,035	0,082	2,097	17,47	0,710	6,244	0,068		2,314
Marco finlandés	0,147	3,040	0,035	0,906	7,549	0,307	2,698	0,029	0,432	

(*) el franco belga y el franco luxemburgués comparten paridad.

Aunque esta decisión sobre los tipos bilaterales no tiene valor jurídico, sí es considerada como una declaración política del más alto nivel.

El objetivo de pre-anunciar estas paridades entre monedas es eliminar la incertidumbre y los movimientos especulativos que podrían generarse en los mercados financieros durante los últimos meses de 1998, previos a la adopción de la moneda común el 1 de enero de 1999.

Es, en definitiva, una señal de firmeza sobre la determinación de la Unión Europea por mantener las equivalencias bilaterales. Los Bancos Centrales de los Once países que formarán la UME han concluido acuerdos de intervención masiva e ilimitada para mantener las paridades bilaterales acordadas, es decir, para movilizarse frente a cualquier ataque contra una de sus monedas que pudiera surgir hasta el próximo 1 de enero.

1.2. La ampliación: la Conferencia Europea y el inicio de negociaciones con seis países

El pasado 12 de marzo se reunió en Londres la «Conferencia Europea» de Jefes de Estado y de Gobierno de los Quince Estados miembros de la UE y de los Once aspirantes a integrarse en ella.

Fue, lógicamente, una reunión cargada de simbolismo, ya que, de alguna forma, supone la creación de un espacio institucional común para una buena parte de países de Europa que comparten un proyecto de integración en el medio-largo plazo.

Y, sin embargo, tampoco faltaron las críticas al nuevo foro, centradas en su falta de concreción y en su duración imprevisible. También se hizo patente el fracaso cosechado por la ausencia de Turquía, país que rechazó su participación en la Conferencia ante la negativa comunitaria a incluirle en el grupo de países candidatos a la Adhesión. Tampoco puede olvidarse la amenaza lanzada por el gobierno de Ankara de reabrir el complejo debate sobre Chipre y complicar así las negociaciones de Adhesión de este país con la UE.

La Conferencia, que había sido planteada como un foro de discusión de temas relacionados con la política exterior, la criminalidad y la inmigración, se centró, en esta primera reunión, en el estudio colectivo de la Economía y en la evaluación del problema del crimen organizado y, en particular, del comercio de drogas y del terrorismo. A propuesta del canciller alemán, *Helmut Kohl*, la Conferencia decidió nombrar un experto por país para formar un grupo que analice la dimensión del problema en Europa.

La cumbre aprobó, asimismo, una declaración genérica sobre la cooperación colectiva en cuestiones de Medio Ambiente y pronosticó una creciente colaboración de todos los países asistentes en materia de polí-

tica exterior, en el intercambio de información sobre políticas económicas y sociales y en programas interregionales.

Por su parte, y tal como había sido acordado en el pasado Consejo Europeo de diciembre, la Unión Europea inició, el pasado 30 de marzo, las negociaciones de la quinta Ampliación.

Los ministros de Exteriores de la UE se reunieron en Bruselas con sus homólogos de los países aspirantes (los seis del primer grupo y los cinco que quedan para una segunda fase de ampliaciones), e insistieron en el carácter de «histórico» del acontecimiento. El representante británico, y presidente de turno de la Unión, *Robin Cook*, señaló que «al ampliar la Unión Europea estamos finalmente superando la división cruel y artificial del continente, y sentando las bases para que no se repita el terrible sufrimiento y la destrucción que Europa conoció este siglo».

Las negociaciones formales con los primeros seis países candidatos (Polonia, Hungría, República Checa, Eslovenia, Estonia y Chipre) se iniciaron al día siguiente, 31 de marzo, con la inauguración de las respectivas Conferencias Intergubernamentales (CIG) que deberán fijar los términos de la Adhesión de cada uno de ellos.

En todo caso, los ministros reunidos en la capital belga también dejaron entrever los dos principales obstáculos del proceso: la problemática de Chipre, que podría complicarse con la actitud del gobierno turco, y el elevado coste que sin duda supondrá esta primera ampliación al Este.

Los expertos auguran que, efectivamente, la ampliación al Este será la más compleja y costosa de toda la historia comunitaria: el elevado número de países candidatos (Diez), el peso de su atrasado sector agrícola y su pobreza relativa (superior al doble de la de España en 1986 cuando entró en la UE) hacen temer por el éxito de la operación.

De los Once candidatos, sólo Chipre muestra una Economía homologable a la de los Quince, ya que, sin considerar la zona norte ocupada militarmente por Turquía, cumple los principales criterios de convergencia.

Los Diez países del Este, sin embargo, presentan un panorama económico muy diferente. Aunque con evidentes muestras de mejoría y con diferencias entre los dos grupos (los cinco que han comenzado las negociaciones y los cinco «rezagados» —Bulgaria, Rumanía, Eslovaquia, Letonia y Lituania—), se trata, en general, de países con sectores agrícolas excesivamente importantes e ineficaces y con niveles de prosperidad muy reducidos.

Como cifras significativas baste señalar que el sector agrícola de los Diez candidatos del Este contribuye al PIB con un 8,6% (en los Quince

apenas representa el 2,4%) y representa el 22% de la población activa (en los Quince el 5%). La aproximación de estas cifras supondrá una revolución, y quizás un drama social para los aspirantes, incluso recibiendo grandes flujos de ayuda comunitaria.

Por su parte, el problema de la pobreza se refleja en el PIB per cápita que, en los Diez, supone sólo el 32% de la media comunitaria (en el más atrasado de la UE, Grecia, alcanza el 66%).

De esta forma, el debate sobre la «factura de la Ampliación» no ha hecho sino empezar, habida cuenta de que la Comisión ya ha propuesto, para el período 2000-2006, unas ayudas pre-adhesión de 45.000 millones de ECUs (unos siete billones de pesetas), a los que se sumarían otros 30.000 millones (unos cinco billones de pesetas) para financiar las primeras Adhesiones.

Aunque todavía son especulaciones, puesto que el coste total dependerá de muchos factores, las cifras de la Comisión parecen ser incompatibles con el actual tope de los gastos comunitarios (1,27% del PIB) y con el mantenimiento de las actuales políticas agrícola y de cohesión. España es, precisamente, uno de los países más recelosos ante una posible reestructuración de las transferencias agrícolas y estructurales que recibe.

En este sentido, todo hace pensar que los debates entre los Estados miembros de la UE para establecer el marco general y las condiciones en que podrán incorporarse los futuros miembros serán bastante más polémicos que los propios debates entre la UE y los países candidatos.

1.3. Schengen: entrada en vigor en Austria

Desde el 1 de abril, Austria forma parte plenamente del Convenio *Schengen*, ya que los controles sobre las personas han sido efectivamente suprimidos en las fronteras terrestres con Alemania al norte y con Italia al sur.

Receloso ante la aplicación del Convenio, el Estado alemán de Baviera ha conseguido, como medida de «defensa», la posibilidad de actuar en una franja de 30 kilómetros junto a la frontera con Austria para registrar a cualquier sospechoso. Las recientes oleadas de refugiados kurdos y albaneses llegados a las costas italianas han justificado esta reticencia germana.

Los controles efectuados en los aeropuertos austríacos a los ciudadanos procedentes de los países *Schengen* ya habían sido abolidos el pasado 1 de diciembre.

Con esta incorporación ya son nueve los Estados comunitarios en los que el Convenio se encuentra en vigor. Suecia, Finlandia, Dinamarca y

Grecia todavía no están en condiciones de aplicarlo a pesar de haberlo suscrito. Únicamente Reino Unido e Irlanda se mantienen al margen de *Schengen*.

2. ACTUALIDAD INSTITUCIONAL

2.1. Comisión/IME: informes de convergencia

El 25 de marzo de 1998 la Comisión Europea presentó al Parlamento Europeo su dictámen sobre el cumplimiento de los criterios de convergencia económica por parte de los Estados miembros: catorce de los Quince Estados cumplían entonces las exigencias de Maastricht. Únicamente Grecia quedaba excluida de formar parte de la Unión Monetaria Europea en 1999 por incumplir los criterios establecidos.

Según la Comisión, los considerables progresos realizados por los Estados miembros atestiguan la pronunciada convergencia de sus economías. La tasa media de inflación en la UE se ha reducido de forma sustancial, situándose en la actualidad por debajo del 2% en casi todos los Estados miembros. El déficit medio de las administraciones públicas pasó del 6,1% del PIB en 1993 al 2,4% en 1997, lo cual hace posible ya una reducción del ratio de la deuda pública. Estos resultados han favorecido una disminución sensible de los tipos de interés a largo plazo, en beneficio de la inversión y del crecimiento.

En su documento, el ejecutivo comunitario afirmaba asimismo que se ha conseguido restablecer un clima de confianza en Europa. La contención de la inflación, el saneamiento de las Haciendas públicas y los mínimos históricos que registran los tipos de interés explican la actual recuperación económica. El crecimiento ha retomado una senda favorable, pasando del 1,8% del PIB en 1996 al 2,7% en 1997, y, según las previsiones, al 2,8% en 1998 y al 3% en 1999. En tres años (1997-1999) cabe esperar que se creen en Europa 3,4 millones de puestos de trabajo.

El presidente de la Comisión, *Jacques Santer*, hizo especial hincapié en que los buenos resultados macroeconómicos constituyen una garantía de éxito para el EURO y añadió que lo más notable es que han sido logrados en una coyuntura nada propicia, lo que acredita su carácter sostenible para el futuro.

El elevado número de países que integrarán la UME desde su creación fue también interpretado por el ejecutivo comunitario como un factor importante que favorecerá la credibilidad de la nueva moneda en los mercados financieros internacionales.

Cumplimiento de los criterios de convergencia por parte de España

—INFLACION

- Media de referencia diciembre 97 = 1,2%.
- Límite máximo diciembre 97 = 2,7%.
- **ESPAÑA diciembre 97= 1,9% CUMPLIMIENTO.**

—TIPOS DE INTERES A LARGO PLAZO

- Media de referencia diciembre 97 = 6,0%.
- Límite máximo diciembre 97 = 8,0%.
- **ESPAÑA diciembre 97= 6,4% CUMPLIMIENTO.**

—DEFICIT PUBLICO

- Límite máximo 97 = 3% PIB.
- **ESPAÑA 97 = 2,6% del PIB CUMPLIMIENTO.**

—DEUDA PUBLICA

- Límite máximo 97 = 60% PIB o aproximación.
- **ESPAÑA 97 = 68,3% del PIB = APROXIMACION CUMPLIMIENTO.**

—TIPOS DE CAMBIO EN EL SISTEMA MONETARIO EUROPEO

- Objetivo 96-97: mantenimiento en la banda $\pm 15\%$ del mecanismo de cambios SME.
 - **ESPAÑA 96-97: CUMPLIMIENTO.**
-

También el 25 de marzo fue presentado el informe del Instituto Monetario Europeo. El documento resultó ser algo más crítico que el de la Comisión, puesto que aun reconociendo que la prueba de los criterios de convergencia había sido superada por los Once países, señalaba que la mayoría de ellos deberán esforzarse aún más para reducir su deuda pública hacia niveles inferiores al 60% del PIB en un «plazo apropiado» (en dos países, Italia y Bélgica, la deuda pública supera el 100% del PIB).

Según el IME, el principal desafío para los países que se integrarán en la UME es «mantener o mejorar lo alcanzado», mediante políticas que no se limiten sólo a la disciplina fiscal y financiera, sino que impliquen medidas estructurales para abordar tres graves problemas: el desempleo, el envejecimiento de la población y el alto endeudamiento.

2.2. Creación del «Consejo Euro Once»

Los Ministros de Economía y Finanzas de los Once países que compartirán el EURO como moneda común forman, desde este mismo mes de junio, una nueva institución, el «Consejo Euro Once». En este

nuevo foro, podrán consensuar sus líneas económicas y presupuestarias, y también, tratar asuntos como los tipos de cambio del EURO respecto a divisas de terceros países, la evolución de los tipos de interés o de las reservas del Banco Central Europeo.

Su configuración final ha quedado un tanto desdibujada, en un término intermedio entre las aspiraciones francesas y las alemanas, ya que, si bien el nuevo Consejo apenas tiene competencias, su sola creación ya representa una mínima intención de control político sobre el gran poder autónomo concedido al Banco Central Europeo. Se responde así a la postura francesa, recelosa de la excesiva independencia del BCE defendida por Alemania.

Las reuniones del Consejo EURO ONCE no tendrán carácter formal, y cuando los países que aún no formen parte de la UME se sientan afectados por alguno de los temas de debate, podrán solicitar su participación. Por tanto, según la fórmula acordada, los países «out» (no participantes de la Unión Monetaria) podrán ser invitados a las deliberaciones de los «in» cuando las materias que éstos vayan a tratar les conciernan.

El Consejo, que permitirá una «cooperación reforzada» entre los países participantes en la moneda única, está conceptuado por los más europeístas como el germen de un «gobierno económico europeo», al iniciar una labor encaminada a conseguir una mayor y más rápida coordinación de las respectivas políticas económicas, fiscales y laborales, y analizando, entre otros asuntos, los distintos presupuestos nacionales. También defienden que, a pesar de su escaso poder real, el Consejo Euro Once está llamado a ser, en cierta medida, el contrapeso político al BCE.

La primera reunión del Consejo Euro Once, que tuvo lugar el pasado 4 de junio en Luxemburgo, planteó la paradoja de ser presidida por Austria, en sustitución del Reino Unido, país que ostenta la presidencia de la UE durante el primer semestre de 1998 pero que no formará parte de la UME y que, por tanto, queda fuera de este nuevo organismo. El gobierno austríaco, que detendrá la presidencia durante el segundo semestre del año, se ha visto obligado a asumir anticipadamente dicha responsabilidad en el Consejo Euro Once.

2.3. BCE: designación del Comité Ejecutivo y próxima constitución

El 1 de junio, con un mes de antelación sobre el plazo máximo previsto en el Tratado de Maastricht, quedó constituido el Banco Central Europeo, sustituyendo, a todos los efectos, a su predecesor, el Instituto Monetario Europeo.

En todo caso, la nueva institución tendrá que esperar hasta el nacimiento del EURO, el próximo 1 de enero de 1999, para asumir la totali-

dad de sus competencias y funciones como máximo responsable de la Política Monetaria de los Once.

Por el momento, y hasta esta fecha, se ocupará de dos asuntos clave:

- la vigilancia de los tipos de cambio bilaterales de las once divisas que se integrarán en el EURO,
- la preparación de los instrumentos necesarios para poner en marcha la Política Monetaria única a partir de 1999 (información estadística, reservas obligatorias, sanciones, suscripción del capital social del Banco, consulta de las autoridades nacionales, etc.), así como la definición de su propio organigrama interno.

La creación del BCE ha sido posible tras el nombramiento formal y oficial de su Comité Ejecutivo, que fue adoptado por escrito por los Jefes de Estado o de Gobierno de los Once Estados que adoptarán la moneda única, tras consultar al Parlamento Europeo y al Instituto Monetario, el pasado 26 de mayo.

El 13 de mayo, el pleno de la Asamblea comunitaria había dado su aprobación a los candidatos a dirigir el BCE, aunque también emitió un voto de castigo contra el «pacto de caballeros» del Consejo Europeo que fracciona el mandato de *Duisenberg*. En palabras del presidente del Parlamento Europeo, *Jose M.^a Gil-Robles*, tanto el compromiso alcanzado como la propia reserva del cargo del segundo presidente a una persona de una determinada nacionalidad «quebrantan y violan el espíritu de Maastricht». Fue en este sentido que el Parlamento llegó a pedir al holandés que no presente su renuncia en el 2002 y que, en todo caso, prolongue su mandato hasta los ocho años a que tiene derecho.

A pesar de los arduos debates de los Jefes de Estado y de Gobierno de los Quince sobre la composición del Comité Ejecutivo del BCE, el consenso es general a la hora de calificar la coherencia ideológica y técnica del equipo finalmente designado. Los seis (el presidente, el vicepresidente y los cuatro vocales) tienen un perfil parecido, ya que defienden un modelo de Banco Central «calcado» del *Bundesbank* y todos ellos se muestran, básicamente, próximos a una línea liberal.

Es en este sentido que se espera una Política Monetaria cohesionada, ortodoxa y no influenciada por las presiones de los gobiernos de los Once países, para alcanzar su objetivo principal de conseguir la estabilidad de los precios en el área EURO. En este ámbito, las principales funciones del BCE serán: la fijación de los tipos de interés a corto plazo, la posesión y gestión de las reservas de divisas de los Estados de la UME y la autorización de emisión de billetes y de acuñación de monedas de EURO.

Debe recordarse que, en todo caso, el Comité Ejecutivo es uno de los tres órganos rectores del BCE. Junto a él deberá constituirse el Consejo

de Gobierno, encargado de adoptar las grandes orientaciones y objetivos monetarios, y que estará formado por los seis miembros del Comité (entre ellos el español *Eugenio Domingo*) y por los once gobernadores de los Bancos Centrales de los países de la UME (entre ellos el español *Luis Angel Rojo*). Las decisiones de estos diecisiete miembros del Consejo se adoptarán por mayoría simple o ponderando el voto de cada Estado representado en función de su población, su PIB y su participación en el capital social del BCE.

Por su parte, el Consejo General del BCE también contará con diecisiete miembros: los quince gobernadores de los Quince Bancos Centrales (incluyendo por tanto a los países no pertenecientes a la UME) junto con el presidente y el vice-presidente del Banco. Sus responsabilidades serán de tipo técnico, de recopilación de estadísticas y de emisión de dictámenes.

2.4. BERD: sustitución del presidente

El alemán *Horst Koehler* es el virtual nuevo presidente del Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo, después de que el Consejo de Economía y Finanzas de la Unión Europea, reunido el 19 de mayo en Bruselas, mostrara una abrumadora mayoría en favor de su candidatura.

Sólo España, que presentaba para este puesto al ex-ministro de Economía y Hacienda, *Pedro Solbes*, mantuvo durante unos días su reserva.

Koehler es un antiguo secretario de Estado de Finanzas del gobierno de *Helmut Kohl*, del que es estrecho colaborador. En la actualidad ocupa la presidencia de las Cajas de Ahorro alemanas y es notorio que sus opiniones en materia económica son seguidas con gran interés por expertos y autoridades de todo el país.

De esta forma, se cubrirá por fin el vacío dejado por el anterior presidente del BERD, *Jacques de Larosière*, quien terminó su mandato el 31 de enero pasado. Desde entonces, ha sido presidente en funciones del Banco el estadounidense *Charles Frank*.

3. CUESTIONES GENERALES DE LA ACTUALIDAD ECONOMICA

3.1. Grecia: ingreso del dracma en el Sistema Monetario Europeo y plan de ajuste para integrarse en la Unión Monetaria en el 2001

El pasado 14 de marzo el Comité Monetario Europeo aprobó la entrada del dracma griego en el mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo (SME).

Según la decisión adoptada, el ingreso de la moneda griega se produjo con una cotización de 357 dracmas por ECU, lo que supuso una devaluación del 14% respecto a la cotización del día anterior (313,86 dracmas/ECU). A partir de esta fecha, el dracma se somete a la disciplina cambiaria del SME, pudiendo fluctuar un 15% por encima o por debajo respecto de su paridad central. Si sobrepasara estos límites, los Bancos Centrales de la Unión Europea se verían obligados a intervenir.

Inmediatamente después de este paso, el mismo 15 de marzo, el gobierno griego anunciaba la adopción inmediata de un Plan de Ajuste sobre su Economía para situar al país en condiciones de integrarse en el EURO en el año 2001, antes de la puesta en circulación de monedas y billetes de la nueva moneda.

El Plan presentado se centra en tres frentes: el relanzamiento de las privatizaciones, el control de la inflación y el recorte del gasto público.

En cuanto a las privatizaciones, Atenas ha decidido poner a la venta 11 empresas públicas para ingresar unos 300.000 millones de dracmas por año (en torno a 141.000 millones de pesetas). Por su parte, el gasto público deberá recortarse en 200.000 millones de dracmas en los próximos dieciocho meses (unos 94.000 millones de pesetas).

Grecia se propone, igualmente, acelerar la reforma del mercado de trabajo para dotarlo de una mayor flexibilidad, y modificar el sistema de protección social. En este sentido, el gobierno realizó un llamamiento a las fuerzas sociales para que limiten los aumentos salariales al 2,5%, contando, por otra parte, con que la devaluación del dracma del 14% deberá ayudar a controlar la inflación al menos durante unos meses.

3.2. El Tribunal de Justicia analiza la fiscalidad del País Vasco

El Tribunal Superior de Justicia del País Vasco emitió, el pasado mes de febrero, una demanda de dictámen prejudicial al Tribunal de Justicia comunitario sobre la adecuación del régimen vasco de incentivos fiscales al Derecho Comunitario. La normativa fiscal específica del País Vasco se aplica desde finales de la pasada década, por parte de las tres Administraciones tributarias de la Comunidad Autónoma, en base al «Concierto Económico».

El Tribunal de Luxemburgo deberá decidir, en particular, si los incentivos fiscales del País Vasco podrían constituir ayudas de Estado y si, por tanto, podrían vulnerar la libre competencia. También deberá considerar el argumento central de defensa del Gobierno Vasco y de las Diputaciones, que gira en torno a la interpretación de que el Concierto Económico

configura un régimen fiscal específico y que, como tal, sus disposiciones de aplicación tienen un carácter general.

En el desarrollo del procedimiento, los jueces comunitarios han decidido, a finales de mayo, solicitar la opinión de la Comisión Europea, para clarificar la incidencia real que tiene la normativa fiscal vasca en el normal desarrollo de la libre competencia entre las empresas de la Unión Europea.

El responsable de dicho informe será el comisario de la Competencia, *Karel Van Miert*, quien, de hecho, ya ha mostrado un talante crítico respecto al nivel de ayudas que ofrece la Administración vasca, llegando a afirmar que «existen indicios de irregularidad». No debe olvidarse que, coincidiendo con este análisis, la Comisión estudiará también el expediente de infracción recientemente abierto contra la empresa coreana *Daewoo* por las ayudas públicas recibidas para la instalación de una planta de producción de frigoríficos en las inmediaciones de Vitoria.

En opinión del comisario *Van Miert*, «existen sospechas de que el País Vasco está prometiendo demasiadas ayudas a la inversión de las empresas», aunque también ha admitido que «la cuestión es complicada» y que «la Comisión aún no tiene una idea clara».

Asimismo, tampoco ha aclarado si los indicios que asegura tener sobre el exceso de ayudas públicas se refiere a las subvenciones directas, a los incentivos fiscales (objeto del recurso ante el Tribunal de Luxemburgo), o al efecto que produce la combinación de ambos mecanismos.

La sentencia que, finalmente, dicte el Tribunal comunitario deberá servir como guía en la resolución de los diferentes recursos planteados por la Administración Central contra la normativa fiscal de las Diputaciones vascas, justificados por el perjuicio que ésta provoca, particularmente, en las regiones limítrofes.

3.3. Justicia: reconocimiento y ejecución transfronteriza de sentencias matrimoniales

El pasado 28 de mayo, los Ministros de Justicia de la UE firmaron un Convenio sobre reconocimiento y ejecución transfronteriza de sentencias matrimoniales, que modifica sustancialmente el régimen en vigor para todos los procedimientos civiles relativos al divorcio, separación o anulación de matrimonios, así como los relativos a la responsabilidad sobre los hijos comunes de los esposos habidos durante la relación en común.

El nuevo Convenio pretende dar respuesta a las situaciones, cada vez más frecuentes, de sentencias de separación matrimonial o divorcio entre personas de nacionalidades distintas y domiciliadas en países distintos de la Unión Europea.

Hasta ahora, estas sentencias eran reconocidas y aplicadas exclusivamente en el Estado en el que se dictaban. Podía darse el caso de que cada cónyuge presentara pleito en su país de origen y se acogiera a la decisión de su Tribunal nacional, lo que suponía la existencia de sentencias contradictorias entre sí.

A partir de ahora, se modifica el concepto de Tribunal competente y se da la posibilidad de que la demanda de separación o divorcio se tramite en el Estado miembro en el que se encuentra la residencia habitual de los esposos o de uno de ellos, siendo también posible presentarla en el Estado miembro de la nacionalidad común de ambos esposos, o en el que radique el domicilio establecido de forma duradera (según el criterio de los sistemas jurídicos británico e irlandés). Por lo que se refiere a la responsabilidad paterna, el Estado competente será, en general, aquel en el que se tramite la demanda de separación o divorcio, siempre y cuando el niño resida en él habitualmente.

También establece el Convenio que, si se presentaran solicitudes de separación o divorcio en dos Estados distintos, prevalecerá la jurisdicción del primero que reciba la demanda.

Determina asimismo que las decisiones finales de un Estado miembro (las no recurribles en el ordenamiento judicial interno) serán automáticamente reconocidas por los restantes Estados de la UE. Los interesados podrán, por tanto, presentar e invocar las decisiones de un Tribunal de un Estado miembro ante las autoridades competentes de otro Estado miembro.

Un Estado miembro únicamente podrá negarse a reconocer la sentencia de un Tribunal de otro Estado miembro de la UE cuando, para hechos idénticos, su legislación no contemple el divorcio, la separación o la anulación del matrimonio.

La Convención viene a llenar un vacío jurídico que, con el tiempo, se estaba haciendo más problemático como consecuencia de la libertad de movimiento y de establecimiento de personas en el territorio de la UE. Gracias a él, se podrán evitar los casos de conflicto por la custodia de los hijos sobre la base de dos sentencias diferentes, casos que, hasta la fecha, han llevado a auténticos enfrentamientos judiciales.

La entrada en vigor del Convenio está prevista en un plazo de 90 días después de que todos los Estados miembros de la UE completen sus respectivos procesos de ratificación, aunque podría anticiparse para aquellos países que lo hayan ratificado y acuerden su aplicación bilateral inmediata.

En la misma reunión, el Consejo de Ministros dió su visto bueno a dos iniciativas importantes: un Convenio internacional sobre privación del permiso de conducir y la creación de una red judicial europea.

El Convenio sobre retirada del permiso de conducir permitirá que las decisiones judiciales o administrativas que a este respecto se adopten en un Estado miembro por un delito cometido en su territorio sean ejecutadas en el Estado de residencia del infractor, cuando éste sea distinto del primero. El acuerdo tiene un interés considerable para España, por ser un país receptor de un gran número de turistas motorizados.

Por lo que se refiere a la creación de una red judicial europea, se trata de definir, en los diferentes Estados de la UE, una serie de órganos judiciales que, conectados entre sí, asesoren en su propio territorio a las autoridades encargadas de la persecución de los delitos contemplados en los procedimientos de cooperación judicial con otros países de la UE. Se trata, por tanto, de un paso importante en la construcción de un espacio judicial común en la UE.

Zure egiteko guztiak badute gure laguntza

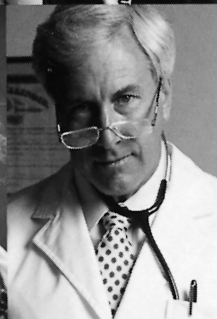
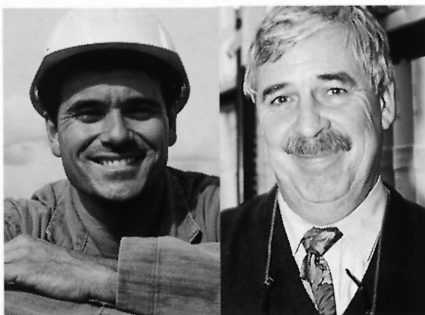
Todas sus empresas tienen nuestro apoyo

Gure ustez pertso-
nek erabakitzen
dute herri baten
geroa, beren ideia
eta proiektuen
bidez.

Guk egin nahi
duzun ekintza
handi hori gauza-
tzeko aukera eman-
go dizuten zirkuns-
tantiak erraztea
beste asmorik ez
dugu, gure zerbitzu
eta laguntzak eskai-
niz.

Porque creemos
que son las perso-
nas quienes, con
sus ideas y pro-
yectos, hacen
posible el futuro
de un país.

Con nuestros ser-
vicios y ayudas,
tan solo pretende-
mos facilitar las
circunstancias
que hagan posible
materializar esa
gran empresa que
pretende.

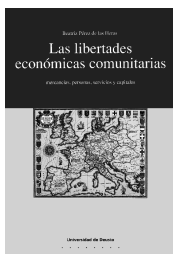


**Bizkaiko Foru
Aldundia**

Lan eta Ekonomi
Sustapen Saila

**Diputación Foral
de Bizkaia**

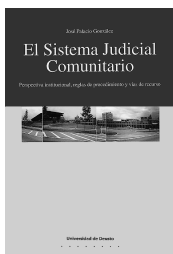
Departamento de Promoción
Económica y Empleo



Beatriz Pérez de las Heras

Las libertades económicas comunitarias: mercancías, personas, servicios y capitales

Ofrece un análisis jurídico de las cuatro libertades económicas que conforman el Mercado Interior Europeo. Desde el punto de vista metodológico, el estudio incide especialmente en los conceptos básicos, en la normativa comunitaria fundamental y en la ineludible aportación jurisprudencial.



José Palacio González

El Sistema Judicial Comunitario

Perspectiva institucional, reglas de procedimiento y vías de recurso

Analiza las vías de recurso abiertas ante el Tribunal de Justicia y el Tribunal de Primera Instancia de la Comunidad Europea desde una doble perspectiva: procedimental y contenciosa. A su vez, se examina el papel institucional de estos dos tribunales como garantes de la legalidad de la actuación de las Instituciones de la Comunidad y como referentes de tutela judicial efectiva en el desarrollo del ordenamiento comunitario.



Francisco Rodríguez Ortiz

La Unión Monetaria y España: ¿Integración económica o desintegración social?

Análisis teórico de las condiciones necesarias para implantar una Unión Monetaria en Europa. Extrae el concepto novedoso de Zona Monetaria de Homogeneidad Estructural y deduce las variables explícitas e implícitas de ajuste. La economía española, pese a las dificultades y costes, tendrá que participar de dicho proyecto de integración.

Boletín de suscripción

Deseo suscribirme a la revista CUADERNOS EUROPEOS DE DEUSTO:

Suscripción anual: 2.800 ptas. (2 números)

Extranjero: 32 \$

Número suelto: 1.700 ptas o 17 \$

Nombre:

Calle:

Localidad:

D.P.:

Provincia:

Teléfono:

Modalidades de pago

Talón nominativo a favor de: Instituto de Estudios Europeos de la Universidad de Deusto.

Giro bancario a la cuenta 0182/1290/36/0016521104, Banco Bilbao Vizcaya, Gran Vía 1, 48001 Bilbao, España
(referencia: Instituto de Estudios Europeos).

Firma del titular

Firma

Fecha

Recortar y enviar en un sobre a la siguiente dirección:
Universidad de Deusto
Instituto de Estudios Europeos
Apdo. 1 -E48080 Bilbao

NORMAS SOBRE ARTICULOS PARA LA REVISTA CUADERNOS EUROPEOS DE DEUSTO

1. El objetivo es que *al publicarse en la revista* los artículos tengan una *extensión* entre 15 páginas como mínimo y 30 como máximo. Teniendo en cuenta que una página normal de la revista tiene 42 líneas y una media de 11 palabras por línea, indica un mínimo de 6.930 palabras y un máximo de 13.860. Los casos límite serán resueltos por el Consejo, dentro de la seria voluntad de ajustarse al espacio 15-30 páginas.
2. Es también conveniente que el autor o autores indiquen el *título académico* con el que desean aparecer.
3. Debe incluirse al comienzo del artículo un breve *sumario* de éste, referente a sus epígrafes.
4. El artículo habrá de ir acompañado de un *diskette*.

Cuadernos Europeos de Deusto



Bizkaiko Foru
Aldundia

Ekonomi Sustapen
Saila

Diputación Foral
de Bizkaia

Departamento de Promoción
Económica



Universidad de
Deusto

Deustuko
Unibertsitatea

