

EL SISTEMA MONETARIO EUROPEO: UNA ALTERNATIVA PARA LA PESETA

Las negociaciones de adhesión y los análisis y estudios que se han realizado sobre los efectos de la misma para la economía española se han centrado, sobre todo, en aspectos agrícolas, industriales, comerciales, presupuestarios, etc. Existen en la Comunidad, sin embargo, un conjunto de políticas, normas e instrumentos que pueden encuadrarse en el ámbito financiero, y cuya aplicación en nuestro país desde la adhesión tendrá sin duda importantes repercusiones para la economía española y, muy en particular, para el sistema financiero.

En lo que puede denominarse el enfoque financiero de la adhesión caben aspectos como la libre circulación de capitales; la libertad de establecimiento y prestación de servicios en los sectores bancario y de seguros; las normas comunitarias sobre información y transparencia en los mercados de valores, así como los proyectos sobre su creciente integración; los cambios que experimentará nuestra política de fomento financiero de la exportación y, de forma más general, nuestros esquemas de circuitos privilegiados de financiación ante la adopción de la política de concurrencia comunitaria y los principios de la libre práctica; la posibilidad para las empresas españolas de acceder a nuevas fuentes de financiación exterior a través del uso de los Instrumentos Monetarios y Financieros comunitarios y del mercado privado de la ECU; y, desde un ángulo macroeconómico, la decisión sobre la integración efectiva de la peseta en el Sistema Monetario Europeo (1).

Este artículo de **Santiago Eguidazu** se ocupa exclusivamente de los aspectos monetarios de la adhesión, y consta de dos partes. En la primera, tras describir brevemente los mecanismos del SME, se hace referencia a su evolución en el período 1979-85 — haciendo especial hincapié en la formación del mercado privado de la ECU— y a sus perspectivas a corto plazo. En la segunda, se describen los acuerdos de la negociación en el capítulo de Economía y Finanzas, se analiza la conveniencia de una eventual integración de la peseta en el SME y, finalmente, se destacan las ventajas para las empresas e instituciones españolas de una política de endeudamiento que tome en consideración la ECU.

I. EL SME, EVOLUCION RECIENTE Y PERSPECTIVAS

UN área monetaria óptima, de acuerdo con la literatura, es una zona monetaria en cuyo interior el ajuste óptimo tiene o puede tener lugar con tipos de cambio fijos entre las monedas de los países que componen la zona, mientras que el ajuste óptimo con el exterior requiere un tipo de cambio flexible entre la zona y el resto del mundo. Pues bien, atendiendo a los diferentes criterios desarrollados para evaluar la optimalidad de una zona, la CEE dista mucho de constituir un área óptima o potencialmente óptima, si bien puede considerarse como una zona monetaria «practicable» (2). En efecto, en el Mercado Común existe — aunque muy imperfecta— una cierta *movilidad de los factores de producción* (Mundell, 1961), en cualquier caso superior a la que existe con otros países o áreas; *el grado de apertura* (Mc Kinnon, 1963) del mercado comunitario es relativamente importante y creciente en el tiempo (el *ratio* importaciones/PIB fue del 28,5 por 100 en 1983, frente al 17,9 por 100 en 1958), así como el grado de integración comercial de los países que componen el área (el comercio exterior intracomunitario representaba aproximadamente un 50 por 100 del comercio exterior total del área); la *diversificación del output* (Kenen, 1969) de los Estados miembros es también notable, y buena prueba de ello son los altos índices de comercio intraindustrial de la zona; el criterio de la *propensión nacional a la inflación* (Magnifico, 1971) muestra resultados poco favorables a la factibilidad de una

zona monetaria europea en la década de los setenta (en que las propensiones a la inflación registraron una fuerte divergencia), aunque en 1983 y 1984 ha tenido lugar una cierta convergencia a la baja de las tasas de inflación; finalmente, el análisis de la *variabilidad del tipo de cambio real* (Vaubel, 1978) pone de manifiesto que en la Comunidad no existen divergencias económicas reales que impidan la constitución de un área monetaria, aunque sí divergencias de política económica, que hacen necesario mantener la flexibilidad del tipo de cambio nominal como instrumento de ajuste.

En esta amplia e indefinible frontera, entre la optimalidad y la potencial practicabilidad de la zona monetaria europea, se han desarrollado durante casi dos décadas múltiples proyectos y planes para la Unión Monetaria Europea. Unos daban, en el proceso de integración, mayor protagonismo e iniciativa a los gobiernos (el Plan Barre, 1969; el Plan Werner, 1970) y otros al mercado (el Informe OPTICA, 1976-77); algunos pusieron como condición previa la convergencia de las políticas económicas de los Estados miembros (los llamados «economistas»), que otros vieron como resultado de la unificación monetaria (los «monetaristas»); pero todos presentan, con la perspectiva del tiempo, una característica común, a saber, su relativo fracaso en alcanzar el objetivo deseado, bien porque nunca se pusieron en práctica (Plan Fourcade, 1974; Informe Marjolin, 1975; Plan Duisenberg, 1976), bien porque se quedaron a mitad de camino, como fue el caso del Plan Werner que dio origen a la Serpiente Monetaria, cuya existencia fue tormentosa y limitada (pues de-

sapareció en 1979, cuando ya sólo participaban los países de la zona marco).

1. Inestabilidad *versus* convergencia

Precisamente para sustituir a la Serpiente se establece en marzo de 1979, con objeto de fomentar la convergencia económica y la estabilidad monetaria, el *Sistema Monetario Europeo*. El SME es el resultado de un compromiso —el llamado compromiso belga— entre países con moneda fuerte (la zona marco) y países con moneda débil (Francia, Italia, etc., cuyas monedas estaban más ligadas entonces al comportamiento del dólar), sobre el eje de referencia del Sistema y el reparto adecuado de las cargas del ajuste en un sistema de cambios fijos. En cuanto al eje de referencia, se escogió la ECU (cesta ponderada de todas las monedas comunitarias), que actúa como denominador de todos los mecanismos que integran el Sistema. El coste del ajuste se reparte en base a dos mecanismos: la *parrilla de paridades* —a la que se le asigna el objetivo de la estabilidad monetaria—, que entrelaza todos los tipos de cambio de las monedas participantes con un margen de fluctuación de $\pm 2,25$ por 100 (6 por 100 en el caso de la lira), y el indicador de divergencia —al que se asigna el objetivo de fomentar la convergencia económica—, que permite detectar la moneda divergente frente al comportamiento medio. En el caso de que los tipos de cambio transgredan los límites establecidos de alguno o de ambos mecanismos ($\pm 2,25$ por 100 en la parrilla, ± 75 en el indicador de divergencia), se pre-

vén intervenciones en los mercados de cambios (parrilla) o medidas de política monetaria y ajuste económico (indicador). Finalmente, para financiar las intervenciones en los mercados de cambios y, en su caso, las medidas o programas de ajuste, el Sistema cuenta con un generoso sistema de créditos a corto, medio y largo plazo.

La ECU (European Currency Unit) es una unidad monetaria tipo «cesta», compuesta por cantidades específicas de las monedas de los diez Estados miembros de la Comunidad, en función de la importancia económica relativa de cada uno de ellos. La ECU se utiliza en tres ámbitos diferentes: en primer lugar, es la *única unidad de cuenta de uso oficial* en la Comunidad a partir de enero de 1981 —fecha en que culmina el proceso de homogeneización de unidades de cuenta iniciado con la UCE en 1975—, lo que supone que los precios agrícolas, el Presupuesto CEE y numerosas transacciones entre o con instituciones comunitarias se denominan en ECUs. En segundo término, la ECU es el *eje de referencia del SME*, constituyendo el numerario del mecanismo de cambios e intervención, la unidad de referencia para el cálculo del indicador de divergencia, el denominador de las operaciones de intervención en la facilidad crediticia a muy corto plazo e instrumento de reserva de los bancos centrales participantes en el Sistema; en este sentido, cabe destacar que las ECUs se crean contra contribuciones en oro y dólares de los Estados miembros (equivalentes al 20 por 100 de sus reservas), instrumentadas mediante créditos *swaps* trimestralmente renovables. Por último, la ECU es utilizada por los

CUADRO N.º 1

TIPO DE CAMBIO REAL Y AJUSTE COMPETITIVO (1)
(Índices, medias anuales 1970 = 100)

PAISES	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983 (2)
Bélgica	101,8	104,0	108,5	107,7	104,9	100,8	97,8	88,0	87,0
Dinamarca	108,9	112,5	111,3	111,0	108,7	101,5	104,5	101,4	106,6
Alemania	103,3	105,7	107,8	109,3	107,8	102,0	98,4	100,4	101,3
Francia	100,0	99,3	93,6	94,0	96,1	99,3	101,1	97,0	93,3
Irlanda	86,0	84,4	82,9	84,8	88,9	93,4	101,0	108,2	107,7
Italia	83,1	76,0	77,0	76,1	78,7	85,9	89,6	92,3	98,1
Holanda	114,3	119,7	123,7	123,5	120,5	117,9	115,9	120,1	116,8

(1) Calculados en relación con países SME, sobre la base de índices de precios al PIB.

(2) Estimación de los servicios de la Comisión.

Fuente: CEE, *Economie Européenne*, n.º 18, 1983.

agentes económicos como moneda de denominación de numerosas transacciones, lo que ha dado lugar a un dinámico *mercado privado*.

En lo que concierne a la evolución del SME, puede decirse que el Sistema ha atravesado dos fases netamente diferenciadas. En una primera —que a grandes rasgos comprende el período marzo 1979-83— el SME no se configura como un instrumento eficiente para combatir la estabilidad monetaria y fomentar la convergencia económica; de hecho, durante dicho período se producen fuertes tensiones en los mercados de cambios y siete reajustes de paridades, consecuencia en gran parte de las divergentes políticas económicas desarrolladas por Alemania (y zona marco) y Francia (y otros países como Italia y Bélgica, con moneda débil). En la segunda etapa —el período 1983-1985— el SME ha contribuido a una mayor estabilidad monetaria, apoyado por un doble factor: la mayor convergencia de las políticas económicas de los Estados miembros (a partir de

la adopción de políticas de ajuste en Francia, Italia y Bélgica) y la fortaleza del dólar frente al marco, que ha producido un fenómeno inverso de *overshooting* (desplazamiento de tenedores de activos financieros denominados en marcos hacia activos en dólares) y, en consecuencia, ha evitado las tensiones que en el pasado ha producido tradicionalmente la apreciación del marco frente a las monedas comunitarias débiles.

En suma, la evolución del SME durante sus ya seis años largos de existencia puede sintetizarse en las siguientes notas:

1. El SME ha constituido un marco propicio para el impulso de la *estabilidad monetaria* en la Comunidad, sobre todo si se compara con la Serpiente (1972-1978/9). En efecto, en la etapa de la Serpiente los reajustes de paridades tuvieron lugar con una frecuencia media de 4,7 meses, mientras que en el SME (a julio de 1985) la frecuencia se ha elevado a 9,5 meses; por otra parte, en el SME no se ha producido ningún abandono o «salida» del mecanismo de cambios

e intervención, mientras que en la Serpiente tales operaciones eran normales; por último, la variabilidad de los tipos de cambio nominales entre monedas europeas ha sido con el SME sustancialmente inferior que con la Serpiente.

2. Hasta 1979 se habían producido en la Comunidad importantes distorsiones de competitividad como consecuencia de las fuertes fluctuaciones de los tipos de cambio nominales. Pues bien, el SME ha propiciado una notable *estabilidad de los tipos de cambio reales* y, adicionalmente, ha hecho posible la corrección parcial de aquellas distorsiones, inducidas por compensaciones excesivas de los diferenciales de inflación vía depreciación (devaluación) de los tipos de cambio nominales (véase cuadro n.º 1).

3. La mayor convergencia de las políticas económicas de los Estados miembros en 1983-84 ha propiciado la estabilidad y satisfactorio funcionamiento del SME durante dicho período. No obstante, el Sistema también ha contribuido —aunque no cons-

CUADRO N.º 2

REAJUSTES DE PARIDADES Y MEDIDAS DE AJUSTE ECONOMICO

REAJUSTES	Bélgica	Dinamarca	Francia	Italia
I. 24 de septiembre 1979 (Devaluación DKR: 3 %. Revaluación DM: 2 %).	—	—	—	—
II. 30 de noviembre de 1979 (Devaluación DKR: 5 %) *** **	—	<ul style="list-style-type: none"> • El componente energía se excluye en la indexación de salarios. • Congelación a corto plazo de ciertos precios y salarios. • Incremento de la imposición directa. 	—	—
III. 23 de marzo de 1981 (Devaluación LIT: 6 %).	—	—	—	<ul style="list-style-type: none"> • Incremento del tipo de descuento en 2 %. • Recorte de gastos presupuestarios.
IV. 5 de octubre de 1981 (Devaluación LIT: 5,5 %).	—	—	<ul style="list-style-type: none"> • Congelación temporal de precios y beneficios. • Política de rentas de gastos públicos por importe de 10.150 millones de FFs. 	—
V. 22 de febrero de 1982.	<ul style="list-style-type: none"> • Medidas de desindexación. • Congelación temporal de precios y salarios. • Reducción de los impuestos sobre sociedades. • Medidas de estímulo de la bolsa de valores. 	—	—	—
VI. 14 de junio de 1982.	—	—	<ul style="list-style-type: none"> • Congelación de precios y rentas. • Revisión del Presupuesto de 1983, con el objetivo de reducir el déficit público a un 3 % PIB. 	<ul style="list-style-type: none"> • Medidas de austeridad presupuestaria.
VII. 21 de enero de 1983.	—	—	<ul style="list-style-type: none"> • Paquete de medidas estabilizadoras en materia presupuestaria, monetaria y control de cambios. 	—

CUADRO N.º 3

CONVERGENCIA DE PRECIOS Y COSTES EN EL SME
(Tasas de crecimiento anual)

	1974	1975	1976	1977	1978	1979
INDICE DE PRECIOS AL CONSUMO						
– Media aritmética SME (1)	13,5	12,6	10,8	9,8	7,2	7,6
– Desviación típica	4,2	4,9	4,9	4,6	3,5	4,5
– Coeficiente de variación	0,31	0,39	0,45	0,47	0,49	0,51
– Diferencia entre la tasa máxima y mínima.	12,1	14,9	13,7	13,3	9,4	10,6
– CEE 10 (media ponderada)	—	—	—	—	—	—
DEFLACTOR DEL PIB (p.m.)						
– Media aritmética SME	11,0	13,7	10,9	9,6	8,1	8,2
– Desviación típica	4,1	4,9	6,0	5,1	3,8	4,8
– Coeficiente de variación	0,37	0,36	0,55	0,53	0,47	0,59
– Diferencia entre la tasa máxima y mínima.	12,0	15,5	16,9	15,7	10,1	12,1
– CEE 10 (media ponderada)	12,5	14,8	10,5	9,7	8,5	9,4
REMUNERACION DE LOS ASALARIADOS POR PERSONA						
– Media aritmética SME	17,9	16,1	14,3	11,3	9,8	10,2
– Desviación típica	3,0	5,7	4,1	4,4	3,9	5,1
– Coeficiente de variación	0,17	0,36	0,28	0,39	0,40	0,50
– Diferencia entre la tasa máxima y mínima.	10,6	19,8	13,0	14,8	10,6	12,5
– CEE 10 (media ponderada)	17,4	18,1	13,7	11,2	10,8	11,3
	1980	1981	1982	1983 (2)	1984 (3)	
INDICE DE PRECIOS AL CONSUMO						
– Media aritmética SME (1)	10,2	10,8	10,4	7,9	6,7	
– Desviación típica	6,1	5,6	4,2	3,8	2,6	
– Coeficiente de variación	0,51	0,47	0,41	0,47	0,38	
– Diferencia entre la tasa máxima y mínima.	15,7	14,5	11,8	12,2	8,3	
– CEE 10 (media ponderada)	11,2	10,1	8,7	6,3	5,6	
DEFLACTOR DEL PIB (p.m.)						
– Media aritmética SME	10,0	10,2	10,3	7,9	6,3	
– Desviación típica	6,1	5,7	4,6	4,0	2,5	
– Coeficiente de variación	0,61	0,56	0,45	0,50	0,40	
– Diferencia entre la tasa máxima y mínima.	16,4	13,3	12,7	13,5	8,0	
– CEE 10 (media ponderada)	10,8	9,1	9,1	6,3	5,1	
REMUNERACION DE LOS ASALARIADOS POR PERSONA						
– Media aritmética SME	12,5	11,1	10,3	8,1	6,5	
– Desviación típica	4,4	6,2	4,6	3,9	3,5	
– Coeficiente de variación	0,35	0,56	0,43	0,48	0,53	
– Diferencia entre la tasa máxima y mínima.	16,7	18,7	12,7	12,4	12,3	
– CEE 10 (media ponderada)	12,9	11,5	9,6	7,2	6,1	

(1) Tasas de crecimiento.

(2) Estimaciones de la Comisión.

(3) Previsiones de la Comisión.

Fuente: *Rapport économique annuel 1983-84* y elaboración propia.

CUADRO N.º 4
REAJUSTES DE PARIDADES EN EL SME

MONEDAS	24-8-79	30-11-79	23-3-81	5-10-81	22-2-82	14-6-82	21-3-83	Ajustes acumulados
BLFR	0	+ 5,0	0	0	- 8,5	0	+ 1,5	- 11,06
DKR	- 2,9	0	0	0	- 3,0	0	+ 2,5	- 11,91
DM	+ 2,0	+ 5,0	0	+ 5,5	0	+ 4,25	+ 5,5	+ 13,34
FF	0	+ 5,0	0	- 3,0	0	- 5,75	- 2,5	- 14,64
IRL	0	+ 5,0	0	0	0	0	- 3,5	- 7,59
LIT (*)	0	+ 5,0	- 6,0	- 3,0	0	- 2,75	- 2,5	- 17,21
HFL	0	+ 5,0	0	+ 5,5	0	+ 4,25	+ 3,5	+ 9,01

(*) El 20 de julio de 1985 la lira se devaluó en un 6 por 100 y el resto de las monedas se revaluaron en un 2 por 100.
Fuente: *Bilan Economique Annuel*, 1983-84.

tituya el factor decisivo— al fomento de la *convergencia económica*, fundamentalmente por medio de dos vías: la coordinación de las políticas económicas incentivada desde los órganos de gestión del Sistema (Comité de Gobernadores de bancos centrales, Comité Monetario, Comisión Europea, Consejo Europeo de Ministros de Economía, etc.) y las medidas de ajuste que se han implementado como consecuencia de cada reajuste de paridades y transgresiones del indicador de divergencia (cuadro número 2). Sin embargo, los mecanismos de crédito no han contribuido a una mayor convergencia económica, ya que, ante la exigencia de «condicionalidad» a que compromete su uso, los Estados miembros con déficit de balanza de pagos los han financiado apelando al euromercado, eludiendo así las necesarias medidas de ajuste.

En cualquier caso, la convergencia económica ha mejorado en 1983-84, como lo muestra el hecho de que la tasa media ponderada de inflación comunitaria (medida por el IPC) ha pasado del 11,2 por 100 en 1980 al 5,5

por 100 en 1984 y la desviación típica se ha reducido desde el 6,1 al 2,6 (ver cuadro n.º 3).

4. El SME es un sistema de *tipos de cambio fijos, pero ajustables*. La posibilidad de utilizar la técnica de reajuste de paridades dota al Sistema de la flexibilidad necesaria para permitir en él la convivencia de monedas amparadas en economías diferentes, políticas económicas divergentes y distintas funciones de reacción ante *shocks* exteriores. Los frecuentes reajustes de paridades (cuadro n.º 4) —ocho en total (3)— han sido gestionados de forma ordenada (en el sentido de minimizar los costes de especulación), en la dirección marcada por la tendencia de los mercados y en un marco de cooperación y coordinación de medidas de política monetaria. No obstante, y como factores negativos a destacar, el reajuste supone la politización del tipo de cambio, la posibilidad de introducir distorsiones en los mercados y discriminaciones entre países como consecuencia de la determinación administrativa y negociada de los tipos de cambio y, finalmente,

el menoscabo del principal servicio de un sistema de tipos de cambio fijos, a saber: la reducción de la incertidumbre sobre la evolución de precios muy significativos, como los tipos de cambio. En este sentido, y como se pone de manifiesto en el cuadro n.º 5, cabe señalar que la lira se devaluó en el período 1979-83 frente al marco en un 39 por 100 y algo similar ha ocurrido con otras monedas. No puede decirse, por tanto, que el SME —al menos en dicho período— haya producido certidumbre y haya incentivado las transacciones económicas (comerciales y financieras) entre países de la CEE.

5. Finalmente, el SME ha creado un clima de estabilidad monetaria que ha hecho posible el diseño en 1984 de un plan para el desmantelamiento progresivo de los *montantes compensatorios monetarios*. Los MCMs suponen un importante coste presupuestario para la Comunidad, distorsionan la asignación de recursos en los mercados agrícolas e introducen incertidumbre en las decisiones de

CUADRO N.º 5

APRECIACION (+) O DEPRECIACION (-) DE LOS TIPOS PIVOTE BILATERALES DE LAS MONEDAS PARTICIPANTES EN EL MECANISMO DE CAMBIO DEL SME, HASTA JUNIO DE 1985 (*)

	BLFR	DKR	DM	FF	IRL	LIT	HFL
BLFR	—	+ 1,0	- 21,5	+ 4,2	- 3,8	+ 7,4	- 18,4
DKR	- 1,0	—	- 22,3	+ 3,2	- 4,7	+ 6,4	- 19,2
DM	+ 27,4	+ 28,7	—	+ 32,8	+ 22,6	+ 36,9	+ 4,0
FF	- 4,0	- 3,1	- 24,7	—	- 7,7	+ 3,1	- 21,7
IRL	+ 3,9	+ 4,9	- 18,5	+ 8,3	—	+ 11,6	- 15,2
LIT	- 6,9	- 6,0	- 27,0	- 3,0	- 10,4	—	- 24,1
HFL	+ 22,6	+ 23,8	- 3,8	+ 27,7	+ 18,0	+ 31,7	—

(*) El cuadro se lee horizontalmente (por ejemplo, el franco francés se ha depreciado un 24,7 por 100 frente al marco alemán y éste se ha apreciado un 32,8 por 100 frente a aquél).

Fuente: *Bilan Economique Annuel, 1983-84.*

inversión, producción y comercialización de los agricultores.

2. El mercado privado de la ECU

El análisis anterior sobre el funcionamiento del SME en el período 1979-85, quedaría incompleto sin una referencia a la evolución del mercado privado de la ECU. El espectacular desarrollo de las transacciones privadas en ECUs constituye, de hecho, uno de los principales acontecimientos vividos por los mercados financieros en los últimos años. El éxito de la ECU se explica, básicamente, en función de su naturaleza de moneda cesta, lo que ha propiciado una mayor estabilidad de su valor y coste/rendimiento que las de las principales monedas.

El mercado privado de la ECU se caracteriza, entre otras cosas, por el rápido crecimiento de su tamaño, la diversificación de los mercados y la creciente variedad y sofisticación de las operaciones:

a) En lo que concierne al *tamaño del mercado* conviene destacar, en primer lugar, que cerca de 700 bancos en 30 países mantienen cuentas interbancarias en ECUs, y los depósitos interbancarios en dicha unidad de cuenta ascendían a finales de 1984 a 12.000 millones. De hecho, hoy puede afirmarse que en el mundo existen sólo dos redes multilaterales de cuentas interbancarias: la más importante en dólares, y la otra en ECUs.

El desarrollo del mercado interbancario de la ECU ha sido tal, que la ECU tiene su propio tipo de cambio y tipo de interés de mercado, que fluctúan en función de la oferta y la demanda; es decir, el tipo de cambio y el tipo de interés de la ECU han dejado de depender de los tipos de cambio y tipos de interés de las monedas que componen la cesta, aunque, obviamente, el arbitraje se ocupa de garantizar la relación apropiada entre los tipos de la ECU (mercado) y los tipos de la media ponderada de las monedas componentes (oficial).

b) En lo que respecta a los *mercados*, la ECU empezó utilizándose por los bancos mediante la apertura de cuentas bancarias a la vista y depósitos a plazo, préstamos y créditos y transacciones cambiarias.

Sin embargo, ha sido en el mercado de capitales y, en concreto, en el mercado de eurobonos y eurocréditos, donde la ECU ha ejercido una mayor atracción y ha gozado de mayor éxito. La emisión de *eurobonos* en el período 1981-84 denominados en ECUs ha ascendido a 9.556 millones; en 1984 la ECU absorbió un 3,64 por 100 del importe nominal en dólares del total emitido, detrás del dólar USA (78,94 por 100), marco alemán (6,96 por 100) y libra esterlina (5,77 por 100). En el cuadro n.º 6 puede observarse la distribución geográfica por país prestatario del número y volumen de las emisiones en el período citado.

La primera emisión de eurobonos denominada en ECUs ofrecida al público fue lanzada por KREDIETBANK a favor de SOFTE (Sociedad Italiana de Te-

lecomunicaciones) en marzo de 1981. El mercado se ha desarrollado posteriormente con celeridad, como hemos visto, siendo sus principales características:

- Carácter institucional de los prestatarios (instituciones supranacionales, Estados, sociedades nacionalizadas y bancos), con una clasificación AAA en general.

- El tamaño medio de las emisiones es actualmente 70 millones de ECUs, estimándose la capacidad de absorción mensual del mercado en 300-400 millones. Existe un «sistema de cola» establecido por los bancos belgas. Sin embargo, desde enero de 1984 los bancos franceses no han respetado el sistema (que era un monopolio *de facto* belga) y han inundado el mercado con emisiones en ECUs, lo que ha dañado seriamente los tipos en el mercado primario y secundario.

- El mercado inversor es fundamentalmente minorista, y está localizado en Bélgica y Luxemburgo. Este segmento del mercado —muy preocupado por la inversión en activos de tipo de interés real alto— absorbe aproximadamente un 70 por 100 del papel emitido.

- Los bancos más activos son belgas, luxemburgueses, franceses y holandeses.

- Se practican diversas modalidades de empréstito: a tipo fijo, a tipo fijo con *warrant* (opción a suscribir tipo fijo) y a tipo flotante convertible en tipo fijo.

El *mercado de eurocréditos* sindicados en ECUs ha experimentado un desarrollo más tardío que el de eurobonos, aunque muy importante en 1984, en que se sindicaron 60 operaciones por un importe global de 3.000 millones de ECUs, frente a sólo 900 millones en 1983. En el cuadro n.º 7 se relacionan los

bancos más activos del mercado, en el que, como puede observarse, ya operan algunos españoles.

El uso de la ECU se consolidó en un principio en los mercados financieros y, solo recientemente, han empezado a realizarse operaciones comerciales denominadas en ECUs. En definitiva, no podrá hablarse de verdadero desarrollo de la ECU hasta que no se genere un *mercado comercial* y se potencie la utilización de la ECU como moneda de facturación y pago.

El mercado comercial se inició con la denominación en ECUs de determinados contratos por parte de instituciones comunitarias. La experiencia privada pionera fue la facturación en ECUs por parte de los grupos multinacionales St. Gobain y Lesieur de un importante porcentaje de sus ventas intra-grupo. Posteriormente, numerosas empresas

CUADRO N.º 6

EMISIONES DE BONOS EN ECUs

PAISES	1981		1982		1983		1984		TOTAL	
	(a)	(b)	(a)	(b)	(a)	(b)	(a)	(b)	(a)	(b)
Instituciones comunitarias	3	97	4	192	12	580	15	1.030	34	1.899
Italia	2	65	3	1.240	1	600	3	1.425	9	3.330
Francia	—	—	7	360	15	527,2	11	570	33	1.457,2
Reino Unido	—	—	—	—	1	50	3	140	4	190
Resto CEE	—	—	1	30	5	225	8	354,8	14	609,8
TOTAL CEE	5	162	15	1.822	34	1.982,2	40	3.519,8	94	7.486
Japón	—	—	—	—	2	80	4	170	6	250
Suecia	—	—	—	—	3	140	3	147,5	6	287,5
U.S.A.	—	—	1	15	1	40	3	96	5	151
Resto mundo	1	40	1	40	5	270	15	921,5	27	1.271,5
TOTAL MUNDO	6	202	19	1.942	46	2.547,2	66	4.894,8	137	9.586

(a) Número de emisiones.

(b) Importe total en millones de ECUs.

Fuente: Instituto Bancario San Paolo di Torino, *ECU Newsletter*, n.º 11, enero 1985.

CUADRO N.º 7

**LOS BANCOS MAS ACTIVOS EN EUROREDITOS
SINDICADOS EN ECUs EN 1984**

N.º	GRUPO	Volumen de eurocréditos (Millones V.S. \$)	Número de direcciones de sindicatos
1.	Industrial Bank of Japan	1.400,5	7
2.	Indosuez	1.149,0	10
3.	Bankers Trust	987,0	9
4.	Instituto Bancario S. Paolo di Torino.	979,0	11
5.	Mitsubishi Bank	950,0	5
6.	Bank of Tokyo	897,0	7
7.	Citicorp	860,0	4
8.	CIBC	818,5	6
9.	Lloyds Bank	815,0	6
10.	Morgan Guaranty	815,0	3
50.	Banco de Bilbao	230,0	3
80.	Caixa de Barcelona	89,0	2
82.	Banco de Vizcaya	75,0	1
88.	Caixa d'Estalvis de Catalunya	65,0	1
89.	Aresbank	60,0	1
92.	Caja de Ahorros de Bilbao	60,0	1
98.	Banco Hispano Americano	49,5	2

Fuente: *International Financing Review*.

Europeas han comenzado a denominar en ECUs sus transacciones comerciales exteriores, principalmente con los mercados comunitarios, norte de África y países ACP. La ECU también se utiliza en la actualidad como moneda de financiación en el comercio internacional; su uso es perfectamente apropiado para la financiación de grandes operaciones montadas por consorcios multinacionales, en las que puede ofrecerse al comprador una financiación homogénea (ECUs), de valor y coste más estables que los de otras monedas a medio y largo plazo, y diversificada a la vez (dado el carácter de moneda cesta de la ECU).

Es precisamente la estabilidad de la ECU el factor que ha inducido a algunos bancos, empresas, e incluso Estados, a reclamar que los precios de las

materias primas —especialmente el crudo de petróleo— se denominen en ECUs. Desde el punto de vista del comprador se minimizaría la incertidumbre sobre el precio del crudo en moneda nacional; para el vendedor, se reduciría la necesidad de efectuar ajustes en los precios como consecuencia de las fluctuaciones de la moneda de denominación.

La extensión de los mercados privados de la ECU, la multiplicación de operaciones y el creciente número de bancos participantes han propiciado el desarrollo de un activo *mercado interbancario* y planteado la necesidad de regulación de un sistema eficaz de transferencia y compensación (4). En un principio, en efecto, la transferencia interbancaria en ECUs planteaba el problema de la imposibilidad de una transferencia direc-

ta, dada la naturaleza de la ECU. Era necesario transferir el equivalente en cada una de las monedas nacionales que componen la ECU, lo que entrañaba un coste de transacción muy elevado, que frenaba el desarrollo del mercado privado de la ECU. Para paliar este problema, los bancos que operan con ECUs se han abierto «cuentas recíprocas en ECUs», que se saldan en moneda nacional cuando se llega a un determinado techo. Un sistema de este tipo —aunque pragmático y eficaz— presenta limitaciones evidentes: era necesario multilateralizar e institucionalizar un sistema de *clearing*. Con este objeto se han formado dos grupos de trabajo de bancos internacionales: por una parte, el *Groupement d'Interêt Economique pour la Cooperation Monétaire Européenne* (BNP, Midland Bank, Morgan Société Générale, etc.), y, por otra parte, l'Association des Banques de Clearing de l'ECU (BNL, Kredietbank, BNP, Deutsche Bank, etc.). En cualquier caso, la eficacia y flexibilidad del mercado interbancario aumentarían si el *clearing* fuera apoyado por alguna institución central, como el Banco de Pagos Internacionales de Basilea. Este tendría la responsabilidad de actuar como proveedor de liquidez, cuando el mercado estuviera desequilibrado o descompensado. Obviamente, el Banco no actuaría bajo ninguna circunstancia como «prestamista en última instancia» de las entidades afectadas.

c) El desarrollo del mercado privado de la ECU se observa, asimismo, a través de la creciente diversificación y sofisticación de los *instrumentos financieros* denominados en ECUs. Así, por ejemplo, algunos bancos emiten ya certificados de depósitos ne-

gociables en ECUs, conceden créditos y préstamos de cualquier naturaleza (*roll-over, back up facilities, etc.*) y abren cheques de viaje en ECUs. En el mercado de emisiones la ECU se ha utilizado ya en bonos de cupón cero (particularmente atractivos para inversores sujetos a regímenes fiscales que tratan diferencialmente las ganancias de capital y el interés) y en títulos participativos (emitidos por Saint Gobain).

Pese a desempeñar una serie de funciones y usarse en determinados ámbitos, la ECU está aún lejos de alcanzar el *status* propio de una moneda. La ECU, en efecto, no tiene ni siquiera una identidad monetaria propia, dada su naturaleza de unidad de cuenta; es un medio de liquidación, pero sólo y parcialmente negociable entre instituciones oficiales; la ECU no es convertible, en el sentido de que un banco central europeo no puede obtener dólares del FECOM a cambio de su saldo en ECUs;

no es propiamente un activo de reserva, pues los bancos centrales de los países miembros siguen manteniendo el control sobre el 20 por 100 de las reservas aportadas al FECOM en la forma de créditos *swaps* trimestralmente renovables; por último, la ECU no es en los mercados privados, desde luego, un medio de pago, sino un simple numerario o denominador de determinadas operaciones, todavía muy limitadas por su número y cuantía (ver cuadro n.º 8).

3. El futuro del proceso de integración monetaria europea

El considerable desarrollo de las relaciones financieras internacionales en las dos últimas décadas contrasta con la lentitud del progreso europeo en el ámbito financiero. La Comunidad se encuentra actualmente, en efecto, en una situación alejada del óptimo en el ámbito finan-

ciero: no existe un mercado comunitario integrado en que los recursos financieros circulen y se asignen libremente.

Los frecuentes reajustes de paridades en el seno del SME y las dificultades de progresar en la convergencia de las políticas económicas, las limitaciones inherentes a la ECU como medio de liquidación y activo de reserva, las restricciones a la capacidad de endeudamiento de la Comunidad y, en consecuencia, al proceso de canalización de ahorro hacia la inversión productiva mediante el uso de los instrumentos financieros comunitarios, la existencia de trabas al libre establecimiento en los sectores de banca y seguros, así como discriminaciones en la actividad entre entidades nacionales y extranjeras y el escaso desarrollo de la libre prestación de servicios en ambos sectores, las restricciones y controles a la libre circulación de capitales y la práctica segmentación de los mercados de valores comunitarios,

CUADRO N.º 8

LAS FUNCIONES DE LA ECU

	Dólar USA	Marco alemán	D.E.G.	ECU	Oro
Unidad de cuenta	X	X	X	X	
Depósito de valor	X	X	X	X	X
Medio de liquidación (entre instituciones oficiales)				X (Sólo para bancos centrales países SME)	
Medio de pago (entre individuos)	X	X			
Activo de reserva	X	X	X	X (Sólo para bancos centrales países SME)	X (Sólo para bancos centrales)

Fuente: PETER COFFEY, *The Use of Reserve Assets in the framework of a European economic and monetary union and world monetary reform*, Bruges, junio 1981.

evidencian no sólo la lentitud de la construcción europea en el ámbito financiero sino también, y sobre todo, la enorme dificultad de transgredir los umbrales actuales.

Se necesita, en consecuencia, un nuevo relanzamiento de la integración financiera en la Comunidad. Existen numerosas razones que aconsejan impulsar dicho proceso y, entre otras, las siguientes:

a) Las incompatibilidades macroeconómicas entre Estados miembros son actualmente menores que en el período 1974-1982.

b) La explotación de los beneficios potenciales de un mercado común de bienes requiere una asignación eficiente de los recursos financieros, y ésta no es factible en mercados segmentados.

c) La reindustrialización de los sistemas productivos comunitarios precisa de una amplia y eficiente movilización de los recursos de ahorro hacia los procesos de inversión.

Cuatro son los ámbitos en que pretenden encuadrarse los esfuerzos de la Comunidad para relanzar el proceso de integración financiera: profundización en la unión económica y monetaria, perfeccionamiento de la libre circulación de capitales, creación de una red integrada de servicios financieros y fomento de los instrumentos financieros comunitarios.

En lo que concierne al progreso hacia la *unión económica y monetaria* (al que se ciñe este apartado), conviene señalar que el balance positivo del funcionamiento del SME durante los últimos años no permite, sin embargo, concebir esperanzas en

cuanto al eventual avance hacia la denominada fase institucional, consistente en la creación de un auténtico Fondo Monetario Europeo y la emisión de la ECU como moneda paralela de circulación progresiva en la zona monetaria europea. Por una parte, no existe voluntad política entre los Estados miembros y, por otra, no se dan las condiciones económicas que justificarían el paso a la segunda fase prevista por los Acuerdos constitutivos del Sistema.

En consecuencia, en tanto no se produzca una mayor convergencia de las políticas económicas, las medidas de profundización en la Unión Económica y Monetaria deberán orientarse hacia el perfeccionamiento y desarrollo de los mecanismos vigentes. En este sentido, las acciones de la Comisión se centrarán probablemente en los siguientes campos:

a) Impulso de la proyección exterior del SME, especialmente a través de la integración efectiva de la libra esterlina en el mecanismo de cambio e intervención, lo que fomentará la estabilidad y credibilidad del Sistema, además de mejorar el funcionamiento técnico del mismo; en segundo término, se hace necesario diseñar una política común frente al dólar y, finalmente, concertar con los Estados Unidos las «reglas» mínimas que definan las relaciones cambiarias entre ambas zonas.

b) Flexibilización del mecanismo de cambio e intervención, con objeto de reducir la frecuencia y magnitud de las operaciones de reajuste de paridades y, en consecuencia, minimizar sus efectos distorsionantes sobre los procesos de asignación en los mercados de cambio. En esta di-

rección, una propuesta razonable consistiría en ampliar el margen de fluctuación entre las principales monedas del Sistema (marco alemán, franco francés, lira italiana y libra esterlina en su caso) del $\pm 2,25$ por 100 al $\pm 4,5$ por 100.

c) Convergencia de las políticas económicas de los Estados miembros. En primer lugar, deberían buscarse canales de coordinación de las políticas de endeudamiento exterior de los Estados miembros y, en este sentido, cabría incentivar el uso de las facilidades crediticias a corto y medio plazo del SME, condicionándolo más a la adopción de medidas económicas de ajuste. Por otra parte, convendría reformar el indicador de divergencia, de forma que el país cuya moneda transgreda su umbral se vea «obligado» a tomar acciones correctoras, en lugar de la actual «presunción de acción».

d) Fomento del uso institucional y privado de la ECU. Lo primero requiere, por un lado, reformar el sistema de creación de ECUs —actualmente aleatoria en función del precio del dólar y el oro—, haciendo que la cantidad de ECUs emitidas no supere el crecimiento de la producción (u otro indicador), con lo que la confianza de las instituciones (bancos centrales) en la ECU aumentaría; por otro lado, debería incrementarse el grado de aceptabilidad y convertibilidad de la ECU entre bancos centrales, con lo que su uso sería más atractivo; finalmente, a medio plazo podría plantearse la apertura al exterior de la utilización de la ECU, mediante su colocación como activo de reserva en bancos centrales de países terceros.

En lo que respecta a la promoción del mercado privado de

la ECU, la Comisión ha elevado en el período 1982-84 diversas comunicaciones al Consejo proponiendo, entre otras, las siguientes medidas:

— Reconocimiento en todos los Estados miembros de la ECU como divisa oficial.

— Plena liberalización de las transacciones de capital denominadas en ECUs.

— Promoción de la denominación en ECUs de los empréstitos/préstamos de los instrumentos financieros comunitarios.

II. LA PESETA, LA ECU Y EL SME

La adhesión de España a la CEE comportará, a grandes rasgos, tres tipos de efectos en el ámbito financiero:

a) Una fuerte elevación a medio plazo del grado de competencia en los mercados financieros y, en particular, en los sectores bancario y de seguros.

b) Una mayor libertad en las transacciones de capital entre agentes económicos residentes en España y en la Comunidad.

c) La posibilidad para la economía y empresas españolas de acceder a nuevas fuentes de financiación, básicamente a través de la utilización de los instrumentos monetarios y financieros comunitarios y del acceso de prestatarios españoles al mercado privado de la ECU.

Todos ellos son efectos de carácter «microeconómico», en el sentido de que afectan fundamentalmente al proceso de asignación de recursos financieros. No obstante, la adhesión podría asimismo inducir efectos macroeconómicos — independiente-

mente de los que tengan lugar como consecuencia de la propia integración de la economía española en la CEE en su conjunto— si las autoridades españolas decidieran vincular el tipo de cambio de la peseta al mecanismo de cambio e intervención del SME.

1. Las negociaciones de adhesión en el ámbito monetario

El capítulo de negociación sobre cuestiones monetarias denominado «Economía y Finanzas» se compone esencialmente de tres bloques: inclusión de la peseta en la ECU, participación de España en los mecanismos de crédito asociados al SME e integración de la peseta en el SME.

La inclusión de la peseta en la ECU ha sido un tema polémico en el marco de las negociaciones de adhesión (5). España solicitaba la inclusión bien desde la adhesión, bien a partir de una fecha previamente determinada. La Comisión, por su parte, no discutía el principio de la inclusión, pero sí la determinación de una fecha, pues ello perjudicaría la estabilidad de la ECU y, consecuentemente, el desarrollo de su mercado privado (6). Finalmente, se ha decidido que la peseta se incluirá en la ECU, a petición de España y previo informe del Comité Monetario, en la primera revisión de la ceta después de la adhesión, es decir, en septiembre de 1989.

Sobre los *mecanismos de crédito* existe un acuerdo desde marzo de 1982. Las cuotas de España (Banco de España) en el *Mecanismo de Apoyo Monetario a Corto Plazo* (AMCP) serán desde la adhesión:

— Cuota acreedora: 1.450 millones de ECUs.

— Cuota deudora: 725 millones de ECUs.

En consecuencia, España podrá, desde la adhesión, girar contra la facilidad AMCP por un máximo de 725 millones de ECUs más la parte correspondiente de *rallonge* (techo de crédito adicional). La *rallonge* es actualmente de 8.800 millones de ECUs y un país puede girar, con la autorización del Consejo, por un 50 por 100 de dicho importe. Para países no participantes en el mecanismo de cambios e intervención, la *rallonge* es de 3.500 millones y el giro máximo de 1.800 millones. Por tanto, España podrá girar con cargo al AMCP por un total de $725 + 1.200 = 2.525$ millones de ECUs. Los créditos del mecanismo de AMCP se conceden por decisión unánime del Comité de Gobernadores de Bancos Centrales de la CEE, que además fija el tipo de interés, por un plazo de tres meses, renovable dos meses. En el caso de que un país comunitario solicitara un crédito, España debería cubrir la parte proporcional a su cuota acreedora (aproximadamente un 7 por 100).

En el mecanismo de *Concurso Financiero a Medio Plazo* (CFMP) España tendrá una cuota de 1.295 millones de ECUs. Las posibilidades máximas de giro de un país se calculan por la fórmula $\frac{\text{CFMP} - \text{Cuota}}{2}$, donde CFMP es el total de las cuotas (que incluyendo la de España asciende a 15.665). En consecuencia, la capacidad de giro máxima de España a partir de la adhesión sería: $\frac{15.665 - 1.295}{2} = 7.185$ millones de ECUs (en el caso de que no existieran otros

créditos concedidos a otros países comunitarios; si éste fuera el caso, el CFMP de la fórmula se reduciría en el importe de los créditos vigentes, a efectos de determinar la capacidad disponible de giro). Los créditos CFMP se conceden por el Consejo, que determina el tipo de interés y el plazo (que está comprendido entre 2 y 5 años), en el caso de que el país solicitante presente y ejecute un programa de ajuste económico (estos créditos no son pues automáticos como los del AMCP, sino «condicionales»).

En conclusión, la adhesión a la CEE proporcionará a la economía española el acceso a nuevas fuentes de financiación exterior, en las modalidades de apoyo monetario a corto plazo (máximo de 2.525 millones de ECUs) para la financiación de déficit de balanza de pagos, y concurso a medio plazo (máximo de 7.185 millones) para la financiación de procesos de ajuste y corrección de desequilibrios básicos. Es muy importante señalar que el acceso a estas facilidades financieras no está condicionado a (es independiente de) la participación de España en el SME.

La utilización de los *créditos a muy corto plazo* (para la financiación de intervenciones en los mercados de cambios) está condicionada a la participación de la peseta en el mecanismo de cambio e intervención del SME.

La *participación de España en el SME* no ha sido objeto de negociación en el marco de la Conferencia Negociadora España-CEE. No está claro, por otra parte, que exista materia de negociación. En efecto, la participación «efectiva» en el SME

(mecanismo de cambio e intervención) no es obligatoria, como lo muestra el caso británico. Ahora bien, en el caso de que las autoridades económicas españolas decidieran que la peseta participara «efectivamente» en el SME, tampoco está claro que la Comunidad tenga que aceptar inexorablemente. En principio, el mecanismo de cambio e intervención del SME está regulado por un Acuerdo entre bancos centrales y es discutible, en consecuencia, que forme parte del «acervo comunitario», a cuya aplicación tiene derecho (y deber) todo Estado miembro. Ahora bien, el artículo 5.º 2 de la Resolución del Consejo de 5 de diciembre de 1978 por la que se establece el SME (Consejo de Bremen), invita a los países europeos con lazos económicos estrechos con la CEE a participar —previo acuerdo con los bancos centrales del SME— en el mecanismo de cambios e intervención del SME.

De las observaciones anteriores pueden deducirse dos conclusiones:

a) España participará en el SME desde la adhesión, al menos en el *status* actual de Gran Bretaña (no participación en el mecanismo de cambios e intervención, pero aportación de reservas contra ECUs, etc.).

b) La vinculación de la peseta al mecanismo de cambio e intervención (participación efectiva) y las modalidades de dicha vinculación (márgenes de fluctuación) serán negociadas en el futuro entre las partes.

2. La participación efectiva de la peseta en el SME: costes y beneficios

Pese al elevado grado de integración comercial de la economía española en la comunitaria, un análisis en profundidad de los criterios utilizados habitualmente en la literatura para determinar la conveniencia de formar una zona monetaria, aconsejaría que España no se incorporara a la zona monetaria europea o, lo que es lo mismo, que nuestras autoridades mantuvieran la flexibilidad del tipo de cambio de la peseta y la independencia de la política monetaria. En efecto, la ausencia e imperfecciones en la movilidad de los factores productivos entre los mercados español y comunitario, el todavía escaso grado de apertura exterior de la economía española y, sobre todo, la existencia de importantes divergencias económicas reales —más que de política económica— entre ambos bloques, convierten al tipo de cambio en instrumento esencial de la política económica de ajuste que España desarrolla actualmente y deberá implementar aún con mayor intensidad desde la adhesión.

El SME se ha afirmado, durante sus ya seis años largos de funcionamiento, como un mecanismo de disciplina monetaria y convergencia de políticas de los países miembros. Cuando un país —como, por ejemplo, Francia tras el acceso de Mitterrand a la presidencia— ha pretendido apartarse de aquella disciplina con una política menos rigurosa que la del resto de sus socios, se han producido tensiones en el Sistema (que desembocaron en reajustes de paridades) y desequilibrios

CUADRO N.º 9
TASAS DE INFLACION: ESPAÑA Y CEE
(Deflactor PIB a p.m.)

	1973	1974	1975	1976	1977	1978
1. Deflactor del PIB a p.m.						
España	11,9	16,6	16,7	16,7	22,8	20,2
CEE	8,3	12,5	14,8	10,5	9,7	8,5
Diferencial	3,6	4,1	1,9	6,2	13,1	11,7
2. Índice de precios al consumo (media anual)						
España	11,4	15,7	16,9	17,7	24,5	19,8
CEE	8,4	13,0	13,0	10,5	9,8	7,0
Diferencial	3,0	2,7	3,9	7,2	14,7	12,8
	1979	1980	1981	1982	1983	1984
1. Deflactor del PIB a p.m.						
España	16,7	13,9	13,8	13,4	12,0	11,8
CEE	9,4	10,8	9,1	9,1	6,3	4,7
Diferencial	7,3	3,1	4,7	4,3	5,7	7,1
2. Índice de precios al consumo (media anual)						
España	15,7	15,5	14,6	14,4	12,2	11,3
CEE	9,1	12,3	11,1	9,8	7,5	6,2
Diferencial	6,6	3,2	3,5	4,6	4,7	5,1

Fuente: Banco de España, INE, *Avance Contabilidad Nacional* (1984) y Comisión CEE.

en la economía divergente, que han obligado, a la postre, a un realineamiento sobre la política del conjunto de los países participantes en el SME.

España ha desarrollado durante los dos últimos años una firme política macroeconómica de ajuste —en línea con la de los países del SME—, basada en la progresiva desaceleración de la tasa de crecimiento de la cantidad de dinero, el control del déficit público y la caída del coste real del factor trabajo. Los efectos favorables de esta política sobre la reducción de la tasa de inflación y la balanza de pagos han inducido, junto a otros factores, una continua apreciación

del tipo de cambio nominal de la peseta frente a las monedas europeas en el período enero 84-mayo 85, de forma que si la peseta hubiera participado en dicho período en el SME, habría constituido una de las monedas más fuertes del Sistema. De hecho, un análisis de simulación efectuado recientemente por Gonzalo Gil pone de manifiesto que si el margen de fluctuación fijado para la peseta hubiera sido del $\pm 2,25$ por 100, habrían sido necesarias fuertes intervenciones en los mercados de cambios para frenar la apreciación de la peseta e impedir la salida de sus hipotéticos límites bilaterales de fluctuación frente a determinadas monedas europeas (7).

Ahora bien, el análisis sobre la conveniencia de integrar de forma efectiva a la peseta en el SME trasciende obviamente la perspectiva de un estudio de simulación (8). Es preciso analizar aspectos relevantes en el medio y largo plazo como, por ejemplo, la existencia de diferencias entre las tasas de inflación esperadas y, sobre todo, de divergencias económicas de naturaleza real entre España y la CEE, aspectos relacionados con la propia estrategia económica a corto plazo de España como país miembro de la CEE y, en definitiva, decidir en función de los costes y beneficios que pueda inducir un eventual proceso de integración.

En principio, economías con una propensión a la inflación divergente no deben constituir (formar parte de) un área monetaria (9). El cuadro n.º 9 muestra que, pese a los esfuerzos de ajuste de los últimos años, existe todavía una notable divergencia en las propensiones a la inflación de España y la Comunidad. De hecho, el diferencial de inflación incluso se ha ampliado en 1983 y 1984, lo que, habida cuenta de la similitud de las políticas económicas implementadas en ambos bloques, ofrece una idea de la fuerte rigidez a la baja de la tasa de inflación en España, hecho diferencial que encuentra su explicación en la existencia de importantes divergencias económicas de naturaleza real (rigideces en los mercados, instituciones ineficientes, precios administrados, etc.) entre España y la CEE.

Uno de los criterios normalmente utilizados para analizar la

conveniencia de formación o adhesión a un área monetaria es el criterio de la variabilidad del tipo de cambio real (Vaubel, 1978), que puede sucintamente resumirse así: cuando entre el país candidato y el área monetaria existen varias divergencias económicas reales la integración no es aconsejable, ya que el ajuste real necesario requerirá variaciones del tipo de cambio real a través, fundamentalmente, de variaciones del tipo de cambio nominal. La pérdida del instrumento tipo de cambio que toda integración en un área monetaria requiere, puede inducir costes reales insoportables para la economía del país candidato.

El cuadro n.º 10 refleja la evolución del tipo de cambio efectivo nominal de la peseta, índice de precios relativos y tipo de cambio efectivo real frente al mundo y frente a la CEE. El cuadro n.º 11, por su parte, ofrece

diversos indicadores de variabilidad del tipo de cambio efectivo nominal y real de la peseta durante el citado período. Del análisis de ambos cuadros pueden deducirse las siguientes observaciones:

a) El tipo de cambio efectivo real de la peseta se ha mantenido relativamente estable durante el período 1974-1984.

b) Dicha estabilidad ha sido posible, pese al importante diferencial de inflación acumulado durante el período, merced a una fuerte depreciación del tipo de cambio nominal de la peseta.

c) El tipo de cambio nominal se ha revelado así como un instrumento esencial de la política de ajuste en España. La pérdida de este instrumento como consecuencia de la integración en un área monetaria hubiera redundado en una drástica reducción de la competitividad del sistema productivo español y,

CUADRO N.º 10

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL DE LA PESETA FRENTE A LA CEE Y AL MUNDO
(Base 1970 = 100)

AÑOS	FRENTE AL MUNDO			FRENTE A LA CEE		
	Índice de tipo de cambio efectivo nominal	Índice de precios relativos (*)	Índice de tipo de cambio efectivo real (*)	Índice de tipo de cambio efectivo nominal	Índice de precios relativos (*)	Índice de tipo de cambio efectivo real (*)
1974	110,99	114,18	126,71	102,46	110,51	113,23
1975	109,05	120,60	131,51	98,58	114,75	113,13
1976	98,20	120,56	126,25	94,41	119,81	113,11
1977	86,84	148,15	128,66	82,82	135,98	112,61
1978	81,12	165,44	134,20	73,30	152,41	111,72
1979	89,73	174,24	156,34	77,85	162,28	126,33
1980	83,63	178,74	149,48	71,87	167,12	120,11
1981	71,69	184,87	132,53	70,18	171,30	120,60
1982	64,47	196,19	126,48	68,07	179,09	121,90
1983	51,97	209,29	108,77	58,15	187,41	108,98
1984	49,03	221,25	108,45	58,82	196,76	115,76

(*) Utilizando índices de precios al consumo.

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

CUADRO N.º 11

VARIABILIDAD DEL TIPO DE CAMBIO NOMINAL Y REAL

INDICADORES	FRENTE AL MUNDO			FRENTE A LA CEE		
	Índice de tipo de cambio efectivo nominal	Índice de precios relativos	Índice de tipo de cambio efectivo real	Índice de tipo de cambio efectivo nominal	Índice de precios relativos	Índice de tipo de cambio efectivo real
Media (1974-84)	81,52	—	129,94	77,82	—	116,13
Desviación típica	19,81	—	13,66	14,44	—	5,07
Coefficiente de Pearson	24,31 %	—	10,51 %	18,56 %	—	4,36 %
Variación porcentual (1984-1974)	- 55,82 %	93,77 %	- 14,41 %	- 42,59 %	78,05 %	2,23 %

Fuente: Elaboración propia.

consecuentemente, en costes significativos a corto plazo en términos de déficit de balanza de pagos y empleo.

d) Tanto el índice de tipo de cambio efectivo nominal como el real reflejan una mayor estabilidad frente a la CEE que frente al mundo, lo que pone de manifiesto la mayor integración relativa de España en el área CEE.

e) La mayor estabilidad del tipo de cambio efectivo real frente a la CEE en relación con el nominal indica que las divergencias entre España y la CEE obedecen más a discrepancias de las políticas económicas aplicadas que a divergencias económicas reales. Estas, no obstante, son importantes, como lo muestra el hecho de que para alcanzar una depreciación del 1 por 100 del tipo de cambio efectivo real frente a la CEE, ha sido necesario por término medio durante el período 1974-84 depreciar en 11,50 puntos el tipo de cambio efectivo nominal (3,75 por 100 si se considera el mundo), lo que ofrece una idea de la fuerte rigidez a la baja de la tasa de crecimiento de los precios y salarios en España.

En conclusión, del análisis anterior se deduce la conveniencia de no integrar a España en el mecanismo de cambio e intervención del SME, ya que la flexibilidad del tipo de cambio de la peseta es, y seguirá siendo a medio plazo, un instrumento esencial para compensar el diferencial de inflación con la CEE y propiciar los ajustes económicos que nuestro sistema económico y estructura productiva necesitan.

Esta posición era, asimismo, mantenida por el Banco de España en los inicios del Sistema. El Banco desaconsejaba la integración de la peseta en el SME fundamentalmente por tres razones (10):

a) Una necesaria actitud de reserva y cautela «en relación con la viabilidad del SME, que desaparecerá fácilmente si éste consigue consolidarse».

b) La conveniencia, para la ejecución de la política monetaria española, de mantener la flexibilidad del tipo de cambio, con objeto de propiciar «un desarrollo relativamente autónomo de aquélla».

c) El hecho de que «el ritmo de inflación es en España, en estos momentos, más alto que el promedio de los países miembros del SME».

La posición del Banco de España puede actualmente mantenerse intacta ya que, si bien el SME se ha consolidado durante estos seis años, el diferencial de inflación esperado entre España y la CEE es aún elevado y, por otra parte, la política de tipo de cambio es un eje esencial de la política económica de ajuste española.

Por otra parte, la integración en la CEE deja a las autoridades españolas un *escaso margen de maniobra* en ciertos sectores como el fomento de la exportación, la suavización de la desprotección repentina de la industria nacional, la elevación de las rentas agrícolas, etc. El mejor corrector para los desequilibrios que pudieran producirse en nuestra economía como consecuencia de las causas anteriores es, sin duda, *el sistema de tipo de cambio flexible para la peseta*, que se perdería con la integración en el SME.

Podría argüirse que el SME no impone un tipo de cambio fijo, sino ajustable. Esto es cierto, pero hay que señalar dos cosas:

a) Si la paridad de la peseta se ajustara sistemáticamente, no se ganaría nada por pertenecer plenamente al SME. Ni la economía española experimentaría los efectos positivos de toda estabilización sobre la inflación y la balanza de pagos, ni se incrementarían el comercio y la inversión entre España y el resto de los países comunitarios, pues las fluctuaciones del tipo de cambio seguirían existiendo aunque en forma «discreta».

b) Los ajustes de la peseta no serían libres, sino que quedarían condicionados a la conveniencia del «sistema» y, sobre todo, a la de los grandes países. Piénsese, por ejemplo, en el caso belga: el gobierno belga no pudo devaluar en 1983 ni en el momento ni en la cuantía deseada como consecuencia de las presiones francesas.

Finalmente, hay que destacar el hecho de que los «beneficios» potenciales producidos por la integración en el SME no son excesivamente atractivos por dos razones: operan en general a largo plazo (mientras que los costes se producen a corto) y serían sólo parciales, dado que el SME no supone una plena unión monetaria. En efecto, la mayor eficiencia del dinero como unidad de cuenta y medio de pago (reducción de los costes de transacción e información), la menor incertidumbre en las transacciones y el consiguiente estímulo del comercio e inversión intra-área, la mayor protección frente a perturbaciones exteriores (dada la mayor diversificación productiva del área en su conjunto)

son factores que coadyuvan a una ganancia de renta real para los países participantes a largo plazo y en el supuesto de que la unión monetaria fuera plena e irrevocable; y éste no es el caso del SME.

Podría defenderse, asimismo, la integración efectiva de la peseta en el SME en función del mayor poder negociador que la participación en un área monetaria conferiría a España en la escena internacional; sin embargo, parece claro que tal aumento de poder negociador no es tanto consecuencia de la participación en el SME como de la adhesión a la CEE. Otro argumento —en boga en Francia— consiste en afirmar que la participación en el SME propiciaría el ajuste (estabilización) que la economía española requiere, y cuyos efectos son difícilmente asumibles por un gobierno. No obstante, parece claro que para instrumentar las medidas estabilizadoras y de ajuste que la situación económica española ciertamente demanda no es necesario apelar a la participación en el SME y que, por otra parte, el «coste político inducido por aquéllas iba a ser soportado por el gobierno en cualquier caso».

En conclusión, después de la adhesión, y a corto plazo, no resulta conveniente la participación efectiva de la peseta en el Sistema Monetario Europeo; los costes esperados del proceso de integración monetaria superarían a los beneficios potenciales. En particular, la situación económica relativa de España frente a la CEE y el ajuste que deberá experimentar nuestra economía en los próximos años justifican la necesidad de un tipo de cambio flexible de la peseta.

3. Endeudamiento en ECUs

Uno de los principales problemas a los que se ha enfrentado la empresa española en los últimos años ha sido la escasez de recursos financieros para financiar sus proyectos de inversión y necesidades de capital circulante. En efecto, la caída de la tasa de ahorro privado (de un 20,9 por 100 sobre el PIB en 1974 a un 18,7 por 100 en 1983) y el creciente proceso de desahorro público obligaron a la empresa española a endeudarse en los mercados financieros exteriores, bien porque la financiación interior era escasa o cara en términos relativos, bien porque resultara conveniente diversificar sus fuentes de financiación. Lo cierto es que en el período 1978-83 el endeudamiento exterior a medio y largo plazo del sector privado español se incrementó en casi 6.000 millones de dólares, situándose en el cuarto trimestre de 1984 en 15.404 millones de dólares, según datos del Banco de España (Boletín Estadístico).

Una parte relevante de la deuda exterior del sector privado se contrató en dólares (cerca de un 60 por 100 de la deuda viva a finales de 1984) y a tipos de interés flotantes, por lo que el servicio de la misma se ha convertido en una importante carga financiera para las empresas prestatarias, dado el fuerte incremento de los tipos de interés nominales en Estados Unidos y la depreciación del tipo de cambio de la peseta frente al dólar. Frente a esta situación, la financiación en ECUs ofrece un conjunto de ventajas para el prestatario español, entre las que cabe destacar las siguientes:

CUADRO N.º 12

COSTE EFECTIVO EN TERMINOS ANUALES DEL ENDEUDAMIENTO A SEIS MESES EN DIFERENTES EUROMONEDAS POR DIFERENTES DEUDORES NACIONALES

(Media aritmética, período marzo 1979/diciembre 1983)

EUROMONEDA	PAIS DEL DEUDOR					
	U.S.A.	R.F.A.	Japón	Suiza	Gran Bretaña	Francia
Euro \$	13,63	23,78	16,50	21,12	24,10	31,03
Euro DM	0,43	8,78	2,81	6,28	9,68	15,57
Euro yen	6,89	16,42	7,87	13,55	16,39	23,13
Euro SFR	0,47	8,60	2,52	5,87	9,83	15,59
Euro libra	5,10	14,31	7,29	11,91	13,71	21,02
Euro FF	1,14	9,48	3,28	6,97	10,22	16,13
ECU	1,45	9,95	3,71	7,46	10,54	16,68

EUROMONEDA	PAIS DEL DEUDOR				
	Italia	Bélgica	Dinamarca	Holanda	España
Euro \$	31,60	30,16	29,82	24,41	36,16
Euro DM	16,16	14,78	14,55	9,33	20,97
Euro yen	23,82	22,27	21,89	16,99	28,79
Euro SFR	16,23	14,78	14,47	9,32	21,02
Euro libra	21,67	20,29	20,11	14,81	26,15
Euro FF	16,80	15,39	15,23	10,02	21,73
ECU	17,30	15,90	15,71	10,48	22,09

Fuente: MAURO, M., *Export-import financing in ECU*, Instituto de Empresa, 1984.

a) El coste efectivo de la financiación en ECUs ha sido sustancialmente inferior que el coste del endeudamiento en dólares y yens. Como muestra el cuadro n.º 12, el coste efectivo de endeudarse en dólares en el euromercado en el período marzo 79-diciembre 83 fue para un prestatario español del 36,16 por 100 por término medio, mientras que el referente a la financiación en ECUs fue sólo de un 22,09 por 100.

b) El tipo de cambio y el tipo de interés asociado a la ECU han observado en los últimos años una estabilidad mayor que los de otras monedas. Como puede observarse en el cuadro n.º 13, dicha mayor estabilidad se manifiesta también en el coste efectivo; la desviación típica del cos-

te efectivo del endeudamiento en ECUs para un prestatario español en el período marzo 79-diciembre 83 fue de 10,55, inferior a la de cualquier otra divisa. Si se tomara como indicador de estabilidad el coeficiente de variación de Pearson (desviación típica respecto a la media), sólo el coste efectivo del endeudamiento en dólares hubiera resultado más estable que el de la ECU; aunque, como se ha señalado, el coste efectivo medio de la ECU fue sensiblemente más bajo.

c) El acceso al mercado privado de la ECU permitiría a las empresas españolas diversificar sus fuentes de financiación exterior. En este sentido, conviene destacar que —haciendo excepción del marco, florín y li-

bra— las monedas que componen la ECU no son frecuentemente ofertadas en el euromercado; el endeudamiento en ECUs supone un acceso automático a la financiación en dichas monedas (en la parte correspondiente a su peso en la ECU). Pese a posibilitar el acceso a una financiación diversificada, el endeudamiento en ECUs no induce ninguna complejidad administrativa, ya que sólo se contrata un préstamo (en vez de nueve por importe global similar).

Los factores anteriores han hecho que la financiación en ECUs sea una alternativa interesante y viable para la empresa española. De hecho, durante 1984 y 1985 numerosas empresas españolas han emitido empréstitos denominados en ECUs

(Telefónica: 100 millones; Iberia: 100 millones; ENHER: 50 millones; Hidroeléctrica de Cataluña: 50 millones). Los plazos de amortización oscilan entre 7 y 10 años y los *spreads* obtenidos entre 0,5 y 0,875 por 100.

Por otra parte, una gran parte del comercio exterior español se denomina en dólares, lo que supone que los importadores y exportadores asumen en sus transacciones con el exterior riesgos de cambio potenciales. Existen diversos medios para cubrirse frente a tales riesgos, como la compra/venta de divisas en el mercado a plazo, medios que no coadyuvan generalmente a una cobertura total y cuya contratación supone un coste.

La cobertura frente a los riesgos que se producen en el co-

mercio exterior cuando las operaciones se efectúan en moneda extranjera es conveniente en cualquier caso, pero no cabe duda de que el riesgo puede minimizarse en función de la divisa utilizada en los contratos comerciales.

Las consideraciones anteriores hacen recomendable la denominación en ECUs de transacciones comerciales de empresas españolas:

a) Como medio de minimizar el riesgo de cambio.

b) Como medio normal de contratación del comercio exterior entre España y la CEE (e incluso con países del norte de Africa), bloque que absorbe cerca del 50 por 100 de nuestras transacciones comerciales con el exterior.

La ECU no es sólo un instrumento de denominación de contratos comerciales con no residentes, sino un potencial medio de financiación de los créditos a la exportación. En este sentido, la financiación en ECUs es aplicable al *sistema de subvención de intereses* para créditos a la exportación financiados y denominados en divisas, regulado recientemente en España por la Ley 11/83, sobre medidas financieras de estímulo a la exportación. Este tipo de financiación tendría efectos beneficiosos para el banco financiador, para el agente financiero pagador de la subvención en ECUs (en el caso español el ICO), para la compañía aseguradora, y, entre aquéllos, cabe mencionar:

CUADRO N.º 13

COSTE EFECTIVO EN TERMINOS ANUALES DEL ENDEUDAMIENTO A SEIS MESES EN DIFERENTES EUROMONEDAS POR DIFERENTES DEUDORES NACIONALES

EUROMONEDA	PAIS DEL DEUDOR					
	U.S.A.	R.F.A.	Japón	Suiza	Gran Bretaña	Francia
Euro \$	2,95	16,97	20,10	19,41	18,95	18,95
Euro DM	15,21	2,16	21,49	9,05	17,68	7,95
Euro yen	19,57	23,15	1,61	22,16	21,35	21,82
Euro SFR	18,56	10,45	20,86	2,39	22,16	13,35
Euro libra	16,85	18,34	20,43	21,64	2,35	17,27
Euro FF	16,26	4,99	20,07	9,85	16,50	4,08
ECU	14,17	3,82	19,60	10,05	13,90	5,97

EUROMONEDA	PAIS DEL DEUDOR				
	Italia	Bélgica	Dinamarca	Holanda	España
Euro \$	17,53	19,34	16,63	17,98	12,42
Euro DM	5,80	9,35	6,35	3,29	12,30
Euro yen	22,17	21,94	19,55	23,50	25,21
Euro SFR	13,26	14,03	10,47	10,27	16,86
Euro libra	17,09	18,86	18,11	17,75	14,82
Euro FF	4,33	7,86	6,57	4,98	13,60
ECU	3,98	7,87	5,54	3,50	10,55

Fuente: MAURO, M., *Export-import financing in ECU*, Instituto de Empresa, 1984.

- El banco financiador diversificaría (por monedas) su *funding* en divisas; el ICO sus pagos de subvenciones y el asegurador su cartera de riesgos.

- La mayor estabilidad del valor y tipo de interés de la ECU beneficiaría a todos los agentes del sistema en general.

La legislación española en materia de control de cambios no permite la utilización de la ECU como instrumento de denominación y financiación de contratos o convenios de crédito, préstamo u otros concluidos entre residentes y no residentes. Únicamente en determinadas situaciones, y con la autorización «discrecional» (aunque actuando con suma flexibilidad) del Banco de España, determinadas empresas españolas han podido contratar empréstitos o créditos en ECUs en el mercado financiero exterior.

Tres son los obstáculos jurídicos que, con carácter general, impiden una actividad «normal» en materia de denominación y financiación de operaciones en ECUs entre residentes en España y no residentes, y que hacen referencia a:

- La naturaleza de la ECU como divisa.
- El carácter «convertible» de la divisa.
- La cotización oficial en el mercado de cambios de Madrid.

En principio, la superación de los dos primeros requeriría una interpretación amplia y flexible de las autoridades financieras españolas sobre la naturaleza de la ECU. En este sentido, cabe señalar que la mayoría de los países comunitarios conceden a la ECU el *status* de «divisa convertible», por cuanto, en defini-

tiva, la ECU es una cesta integrada por divisas convertibles.

En lo que concierne al establecimiento de la cotización oficial —y al igual que en otros países europeos— no parece existir ningún problema para determinar un *fixing* para la ECU en el mercado de cambios de Madrid.

Las ventajas ofrecidas por el uso de la ECU en operaciones de comercio exterior, financiación de la exportación y endeudamiento justifican la concesión a la ECU por parte de las autoridades españolas del *status* de «divisa convertible», con cotización oficial en el mercado de cambios de Madrid. De esta forma, las licencias de importación y exportación y los empréstitos o créditos exteriores podrían denominarse en ECUs, sin necesitar una autorización discrecional de las autoridades correspondientes.

NOTAS

(1) Un análisis general de todos estos aspectos puede verse en EGUIDAZU, S., *El enfoque financiero de la Adhesión: oportunidades de mercado y riesgos de competencia* (mimeo), Fundación Juan March, 1985.

(2) Un análisis exhaustivo de los criterios de optimalidad y de su aplicación a la CEE puede encontrarse en PRESLEY, J. R., y DENNIS, G. E. J., *Currency Areas*, Macmillan Press Ltd., Londres, 1976.

(3) Redactado ya este artículo, el 20 de julio de 1985 se devaluó la lira en un 6 por

100 y se han revaluado un 2 por 100 el resto de las monedas del SME.

(4) Véase LEFEVRE, T., *L'ECU, un nouveau marché*, Presses Universitaires de France, 1985.

(5) Véase EGUIDAZU, S., «La Unidad de Cuenta Europea (ECU) y los efectos de la futura inclusión de la peseta en la ECU», *Información Comercial Española*, n.º 609, Mayo 1984.

(6) La inclusión del drachma en la ECU en septiembre de 1984 no ha tenido efectos negativos para el desarrollo del mercado privado de la ECU. Ello ha sido debido a que el mercado ya había anticipado el acontecimiento y, en general, todos los transactores habían negociado contratos «ECU abierta». En consecuencia, esta objeción de la Comisión para no determinar la fecha de inclusión de la peseta en la ECU carece de fundamento.

(7) GIL, Gonzalo, «Aspectos financieros de la integración española en la Comunidad Económica Europea», mimeo, Banco de España, 1985.

(8) De hecho, algunos análisis de simulación sobre la participación efectiva de la peseta en el SME, efectuados para períodos anteriores al contemplado por Gonzalo Gil, han puesto de manifiesto las dificultades que hubiera atravesado la peseta para coexistir en el SME, incluso con un margen de fluctuación del ± 6 por 100. Véase, en este sentido, EGUIDAZU, S., «La participación de España en el Sistema Monetario Europeo», *Información Comercial Española*, n.º 596, mayo 1983.

(9) Véase MAGNIFICO, G., *European Monetary Unification*, The Macmillan Press Limited, 1973.

(10) ROJO, L. A., y GIL, G., «España y la CEE: aspectos monetarios y financieros», Documento de Trabajo n.º 7.807 del Servicio de Estudios del Banco de España, 1978; asimismo, ALVAREZ RENDUELES, J. R., «Aspectos monetarios y financieros de la integración europea y sus repercusiones para España», ponencia presentada a la XXIX Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales Latinoamericanos y de España, Madrid, septiembre 1979.

Por otra parte, véase en relación con la posible integración de la peseta en el SME:

— REQUEJO, J., «El Sistema Monetario Europeo y algunas consideraciones sobre el caso de España», *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, n.º 3, 1980.

— TSOUKALIS, L., «La ampliación y las estructuras de Europa Occidental: impacto sobre el SME», en el libro *La segunda ampliación de la CEE: integración de socios desiguales*, Banco Exterior de España, 1981.

— AZOQUETA, D., «Algunas consideraciones sobre la posible vinculación de la peseta al SME» (mimeo), Universidad de Alcalá de Henares, 1981.

— SANCHIS I MARCO, M., *La integración monetaria de España en el SME*, tesis doctoral, Universidad de Valencia, 1984.