

ESTRATEGIAS FINANCIERAS DE LA EMPRESA ESPAÑOLA ANTE LA INTEGRACION FINANCIERA EUROPEA

Jordi Canals

José Luis Suárez

ESTRATEGIAS FINANCIERAS DE LA EMPRESA ESPAÑOLA ANTE LA INTEGRACION FINANCIERA EUROPEA

Jordi Canals¹

José Luis Suárez²

Resumen

Las bruscas variaciones de los tipos de interés y de los tipos de cambio han alterado sustancialmente la estructura de los mercados financieros nacionales e internacionales y, por tanto, las oportunidades de financiación y de inversión de las empresas españolas. Además, en el seno de la CEE se está desarrollando un proceso de liberalización financiera –paralelo al del mercado de bienes y servicios– que ha de conducir a la consecución de un auténtico mercado financiero único en Europa a partir de 1993.

En este artículo se pasa revista a los cambios más importantes registrados en el entorno financiero europeo, para analizar sus efectos sobre el comportamiento financiero de las empresas españolas. Aunque el camino es tortuoso, los autores concluyen que el proceso descrito ha de facilitar una mayor oferta de medios de financiación y de servicios financieros a las empresas, a unos costes previsiblemente inferiores.

¹ Profesor de Economía, IESE.

² Profesor de Dirección Financiera, IESE.

ESTRATEGIAS FINANCIERAS DE LA EMPRESA ESPAÑOLA ANTE LA INTEGRACION FINANCIERA EUROPEA

1. El nuevo entorno financiero europeo

El día 28 de octubre de 1987, la Comisión Europea presentó al Consejo de Ministros de la CEE una propuesta definitiva para la creación de un sector o espacio financiero amplio en Europa. El propósito de esta iniciativa es consolidar la idea del Mercado Unico Europeo de 1992, tomando las medidas necesarias para que el sector financiero de las economías comunitarias avance y se desarrolle en la misma dirección. El pasado 24 de junio de 1988, el Consejo aprobó la Directiva 88/361/CEE que ha de regular este proceso.

¿En qué consiste esta Directiva? Su contenido puede resumirse en los siguientes puntos:

- a) Conseguir una liberalización completa de los movimientos de capital entre los países comunitarios, con un período transitorio para España, Portugal, Irlanda y Grecia. Ello supone que, al final de este proceso, además de las operaciones actualmente liberalizadas, lo serán también las inversiones en activos financieros a corto plazo, los préstamos y créditos de naturaleza financiera y las aperturas de cuentas corrientes en otro país comunitario.
- b) Una progresiva armonización de la regulación financiera en los Estados miembros, principalmente por la vía del principio del reconocimiento mutuo. Este punto ha de permitir una completa liberalización del negocio financiero en Europa a partir de 1993, de modo que cualquier institución financiera podrá abrir establecimiento y operar en todos los países, con la misma capacidad que si se tratara de una entidad del país.
- c) El establecimiento de unas cláusulas reguladoras y de salvaguardia que garanticen la estabilidad financiera en Europa, de manera que un país con desequilibrios importantes en sus pagos exteriores pueda actuar con rapidez para corregirlos, imponiendo, por ejemplo, restricciones a los movimientos de capital hasta un período máximo de seis meses.

Posteriormente, el Consejo de Ministros, en su reunión de junio de 1988 aprobó una directiva en la que se contienen los puntos descritos anteriormente. En esta reunión, el Consejo de Ministros acordó también otras decisiones de gran interés para la configuración de un espacio financiero a nivel europeo:

- a) La unión de los dos mecanismos comunitarios de asistencia financiera a los Estados miembros –el MTFa, mecanismo de asistencia financiera a medio plazo–, y el CLM –mecanismo de crédito comunitario–, y la creación del MTFs, o un mecanismo de

apoyo financiero a medio plazo. El fin de este nuevo mecanismo es ofrecer una garantía de asistencia financiera flexible para que los países comunitarios puedan proceder a la liberalización completa de los movimientos de capital. Lógicamente, este mecanismo tiene también la característica de la "condicionalidad", lo cual significa que el país que se acoja a estas facilidades deberá comprometerse a corregir su desequilibrio exterior.

- b) Recomendar a todos los Estados miembros la liberalización de los movimientos de capital con otros países, esperando que, de acuerdo con el principio de reciprocidad, éstos abran también sus fronteras financieras a las instituciones de los países comunitarios. Esta liberalización debería abordarse, primeramente, en lo relativo al libre establecimiento de entidades, libertad de prestación de servicios financieros y libre acceso a los mercados monetarios y de capitales.
- c) Solicitar a la Comisión Europea la preparación de una propuesta para reducir o eliminar las distorsiones fiscales relativas a la diversidad de impuestos que gravan el ahorro en los diferentes países comunitarios.
- d) Designar los miembros de una comisión que estudie y formule propuestas sobre el futuro del Sistema Monetario Europeo, del ECU como moneda de reserva en los países comunitarios y, finalmente, de los pasos a dar para corregir un auténtico espacio financiero europeo, incluyendo, si se considerase oportuno, una propuesta para crear un banco central europeo, con funciones que tomaría de las que tienen los actuales bancos emisores de los Estados miembros.

Es fácil imaginar que este conjunto de decisiones alterará profundamente la configuración de los mercados financieros nacionales y creará nuevas oportunidades y amenazas para las instituciones financieras y las empresas no financieras. En este trabajo analizaremos estos cambios (Sección 2) y sus repercusiones para las empresas españolas no financieras (Secciones 3 y 4).

2. Características y tendencias de los sistemas financieros en Europa

El sistema financiero de los países comunitarios presenta una evolución muy similar a la de los otros grandes países industriales, Estados Unidos y Japón, con algún retraso que otro respecto al primero y con alguna ventaja respecto al segundo.

A continuación, analizaremos sus principales características, distinguiendo las que son comunes a otros sistemas financieros de las específicamente europeas.

2.1. Aspectos comunes de los sistemas financieros modernos

2.1.1. Internacionalización y globalización de los mercados financieros

La globalización es una de las tendencias más significativas de la economía en los últimos años. Para las empresas, este rasgo ha supuesto un nuevo reto que deben afrontar, en mayor o menor medida, según el tipo de sector en el que operan.

Las pautas de globalización, aun siendo denominador común de todos los sectores económicos, difieren de sector a sector. Sin embargo, hay un consenso amplio en afirmar que aquellas son particularmente claras en el sector financiero de la economía y en cada uno de sus mercados.

El sector financiero es un sector global, entendiendo por ello que la posición competitiva de una empresa cualquiera de este sector en un país se ve particularmente afectada por su posición en otros países¹. ¿Qué consecuencias tiene ello para un sector concreto con esos trazos de globalidad? Esta tendencia marca profundamente la estructura y el comportamiento a largo plazo de un sector. El motivo de ello es que el sector global no es sólo la mera suma de empresas nacionales, sino también el conjunto de relaciones de competencia o colusión que estas empresas mantienen entre sí, para alcanzar una posición de liderazgo en el mercado industrial.

El camino hacia la globalización del sector y de los mercados financieros arranca a comienzos de la década de los años sesenta. El detonante fue, sin duda, el despliegue de servicios que los bancos comerciales norteamericanos comenzaron a ofrecer en otros países (préstamos, gestión de divisas, *clearings*, etc.). Años después, los bancos de negocios también americanos extendieron sus operaciones a otros países, comenzando en el mercado de eurobonos que funcionaba en Londres². La captación y posterior inversión (o reciclaje) de los llamados "petrodólares" contribuyó en gran medida a la globalización de los mercados financieros.

Otro hecho decisivo en la consolidación de esta tendencia fue la transformación de los mercados de divisas en mercados de 24 horas, en los que los principales agentes financieros operan continuamente en los principales centros financieros mundiales.

Posteriormente, el llamado mercado continuo ha sido una realidad en las transacciones bursátiles y en los mercados monetarios a corto plazo, como es el caso del mercado de títulos de la deuda emitidos por el gobierno norteamericano³.

Más recientemente, otros dos fenómenos han seguido empujando en igual dirección. El primero es la progresiva implantación de los mercados financieros de futuros en todo el mundo. La lista de activos financieros que en ellos se negocian es cada vez más larga; a las divisas se han añadido otros activos, como títulos gubernamentales y títulos bursátiles. El *crash* bursátil de octubre de 1987, una de cuyas causas técnicas ha sido la extrema volatilidad que generan los mercados financieros de futuros, ha llevado a algunos gobiernos a moverse con mayor cautela en la senda de la autorización o desregulación de este tipo de operaciones.

El segundo de los fenómenos recientes es la desregulación y modernización de los mercados bursátiles nacionales. Sin duda, el que mayor relevancia ha tenido hasta este momento es el llamado "*Big Bang*" londinense, que a pesar de las lógicas dificultades técnicas con que comenzó a operar, está teniendo unos efectos beneficiosos sobre la competitividad y la mejora de los productos que se ofrecen en este mercado.

Si a todos estos fenómenos añadimos el progresivo dismantelamiento de los controles a los libres movimientos de capital entre países y las innovaciones financieras que permiten separar la elección de la divisa en la que operan las empresas del país en que desenvuelven sus actividades, el resultado obvio es la globalización de las finanzas internacionales.

Esta tendencia no ha llegado a sus últimos objetivos, pues aún hoy muchos países (tanto desarrollados como en vías de desarrollo) mantienen sus controles al libre flujo de capitales.

¹ El concepto de industria global puede verse con especial detalle en Porter (1986).

² Pardee (1984) ofrece un análisis más detallado del desarrollo del proceso de globalización de los mercados financieros internacionales.

³ Véase, al respecto, Kohlhagen (1983).

Algunos países de la CEE como Italia, España o Irlanda son buen ejemplo de ello. Como veremos después, estos controles dentro de la CEE van a desaparecer en los próximos cuatro años, por lo que el mercado financiero único en Europa va a ser una realidad. Ello, sin duda, contribuirá a consolidar el mismo proceso en otros países.

¿Qué significa esta mayor integración de los diferentes mercados para las empresas financieras y para las empresas no financieras? Para las primeras, sin duda, una mayor competencia y una progresiva desaparición de las ventajas derivadas de operar a nivel internacional, dado que ésta va siendo una característica común de todo el sector. Para los prestatarios, esa globalización implica tres nuevos aspectos: una mejor oferta de servicios financieros, una reducción del coste de la financiación ajena y una mayor capacidad de operar en los mercados internacionales sin que la dimensión financiera de estos negocios sea una restricción.

2.1.2. Desregulación de los mercados financieros

La regulación de las operaciones del sector financiero es tan antigua como la existencia de este sector. Su justificación ha sido y es la necesidad de proteger el ahorro y reducir el riesgo con el que operan los diferentes agentes financieros.

Inicialmente, los gobiernos han intervenido en el sector financiero con el fin de supervisar las entidades de crédito, asegurándose de su solvencia. Sin embargo, el entramado de las regulaciones se ha complicado enormemente cuando éstas se han utilizado para conseguir determinados fines relacionados con la política monetaria (ejemplos de ello son el coeficiente de caja o la autorización administrativa de los tipos de interés de ciertas operaciones), o bien con la financiación del déficit del sector público.

No obstante, desde hace algunos años se ha observado que la regulación no siempre consigue el objetivo propuesto y, en cambio, casi siempre tiene efectos negativos sobre la gestión de las entidades o la asignación de los recursos. Así, por ejemplo, la prohibición de que ciertas entidades (en España, las cajas de ahorros) no puedan operar fuera de su ámbito geográfico natural podía tener poderosos argumentos políticos, pero, al menos en los últimos años, ha carecido de razones técnicas.

Por otra parte, han ido desapareciendo de modo gradual las prohibiciones sobre la oferta de ciertos servicios por parte de determinadas instituciones financieras: la gama de innovaciones en productos autorizados con carácter universal para todos los intermediarios varía de país en país, pero va avanzando con paso firme⁴.

En este proceso desregulador –tan unido a la innovación financiera, como después veremos–, algunos gobiernos han desempeñado una función muy importante, no sólo levantando regulaciones que dificultaban la competencia, sino promocionando activamente el papel de algunos mercados nacionales como centros financieros de claro carácter internacional, e intentando atraer a prestamistas y prestatarios hacia estos mercados.

Además, el principio de reciprocidad que algunos gobiernos comienzan a exigir en las relaciones económicas y financieras internacionales (por ejemplo, el norteamericano y el inglés) está teniendo también efectos positivos en este proceso desregulador. De acuerdo con este principio,

⁴ La OCDE (1987) sintetizaba en un reciente informe las principales etapas de este proceso.

las instituciones financieras de un país pueden actuar en los mercados financieros de otros países en las mismas condiciones de acceso que el primer país concede a las instituciones extranjeras.

¿Cuáles son los principales cambios registrados en la regulación de los mercados institucionales financieros y qué consecuencias tienen en las empresas financieras y no financieras? Las áreas principales objeto de este proceso desregulador son las siguientes:

- a) Precio de los distintos servicios financieros y de los tipos de interés de las instituciones financieras

La libre fijación del precio de los servicios financieros afecta, principalmente, a las comisiones de emisión en los mercados primarios y de transacciones en los mercados secundarios. Este ha sido uno de los hitos alcanzados por el proceso conocido como "*Big Bang*" en Reino Unido.

El movimiento hacia la desregulación en este terreno procede de la creciente competencia entre bancos de negocios en diferentes países, donde anteriormente los distintos agentes pactaban una comisión uniforme. Además, el hecho de que las comisiones fueran distintas en diferentes países, por razones como las economías de escala que permitían costes menores, ha sido el detonante para que clientes importantes de bancos de negocios forzaran la reducción de las comisiones.

Junto a este fenómeno se ha producido otro de mayor importancia aún: la desregulación de los tipos de interés de las instituciones financieras, en mayor o menor medida según los países. Con ello se ha logrado que el precio de las operaciones vaya acercándose más a las condiciones de oferta y demanda del mercado, y no a puras decisiones administrativas.

La causa que se esconde detrás de este último fenómeno hay que buscarla en la creciente competencia entre instituciones bancarias, que les ha conducido a ofrecer nuevos productos a tipos de interés no regulados y con un coste más bajo.

En cualquier caso, tanto la liberalización de los precios de los diferentes servicios como de los tipos de interés están redundando en una mejor remuneración para el ahorro privado y un menor coste de financiación para las empresas. Y, lógicamente, ambos fenómenos empujan a las entidades financieras hacia una mayor eficiencia en la prestación de sus servicios.

- b) Libertad de acceso de empresas extranjeras a los mercados financieros nacionales

Durante muchos años, el sector financiero de la economía ha sido considerado de especial interés nacional y, como tal, ha sido objeto de una protección gubernamental frente a competidores extranjeros⁵.

Numerosos factores han contribuido a desterrar esta idea proteccionista sobre los mercados financieros. Sin ser exhaustivos⁶, hemos de citar el desarrollo espectacular de las empresas con negocios internacionales; la creciente competencia en el sector, que ha empujado a las empresas hacia el desarrollo de una estrategia más global; la creciente interrelación entre los diversos sistemas financieros nacionales; los deseos de ciertos gobiernos por atraer empresas financieras de otros países; en el área de la CEE, la meta

⁵ Pecchioli (1983) ofrece un buen tratamiento de esta cuestión.

⁶ En OCDE (1984) pueden verse otros aspectos relevantes.

del mercado único de 1992, con su correspondiente mercado financiero único, ha sido un factor decisivo para este fenómeno liberalizador. Por último, los llamados códigos de liberalización de movimientos de capitales y de operaciones corrientes de inversiones de la OCRE han desempeñado un papel notable en esta tarea de abrir las fronteras a instituciones financieras extranjeras y de evitar distorsiones que la tecnología y la vida económica real acabaría por superar.

c) Universalización de las instituciones y de los mercados financieros

Algunas medidas desreguladoras han consistido en permitir a ciertas instituciones financieras que operen en otros segmentos del negocio financiero, con el fin de lograr una mayor eficiencia en su gestión, una mayor competencia en los mercados correspondientes y, en última instancia, un mejor servicio a los clientes.

Este proceso ha sido particularmente intenso en aquellos países en que las diferentes instituciones financieras estaban especializadas en las áreas clásicas del mundo financiero: banca comercial, banca de negocios y seguros. Con la desaparición de las limitaciones existentes se ha abierto la puerta para que cada institución trace su estrategia de acuerdo con sus criterios, para ofrecer unos servicios, y sin estar limitada por las disposiciones administrativas.

Un último comentario a propósito de este proceso desregulador. A pesar de tratarse de un fenómeno generalizado, impulsado por organismos internacionales y por algunos gobiernos, sigue enfrentándose a resistencias prácticas en algunos países en la forma clásica de intervencionismo. Las prácticas son variadas y van desde subvenciones gubernamentales a los tipos de interés, hasta avales públicos, pasando por incentivos fiscales a ciertas formas de endeudamiento o a la suscripción de determinados activos financieros.

Estas medidas gubernamentales han conseguido movilizar a numerosos grupos de presión, en busca de particulares beneficios fiscales o financieros a conceder por los respectivos gobiernos. Asimismo, esta argucia ha sido utilizada por ciertas empresas multinacionales que han condicionado inversiones de gran importe a la concesión de alguno de estos beneficios⁷.

En principio, este tipo de acciones parecen tener efectos beneficiosos sobre las empresas involucradas en las situaciones descritas, en la medida en que se reduce su coste de la financiación ajena. Sin embargo, los efectos globales han de calcularse cuidadosamente, pues es posible que este menor coste al que se enfrenten algunas empresas deban pagarlo otras, con tipos de interés más altos. Estos modos de intervención, son, por tanto, de eficacia dudosa y, sin negar su posible éxito en casos concretos, sí que resulta conveniente evaluarlos teniendo en cuenta todos sus costes y beneficios.

2.1.3. La volatilidad de los tipos de interés y de los tipos de cambio

Una de las tendencias más acentuadas de la economía internacional en los últimos años es la creciente inestabilidad de los tipos de interés y de los tipos de cambio (véanse Figuras 1 y 2). En una primera aproximación, dicha inestabilidad se debe a la creciente integración de los mercados financieros (que permite que una alteración en cualquiera de ellos se transmita

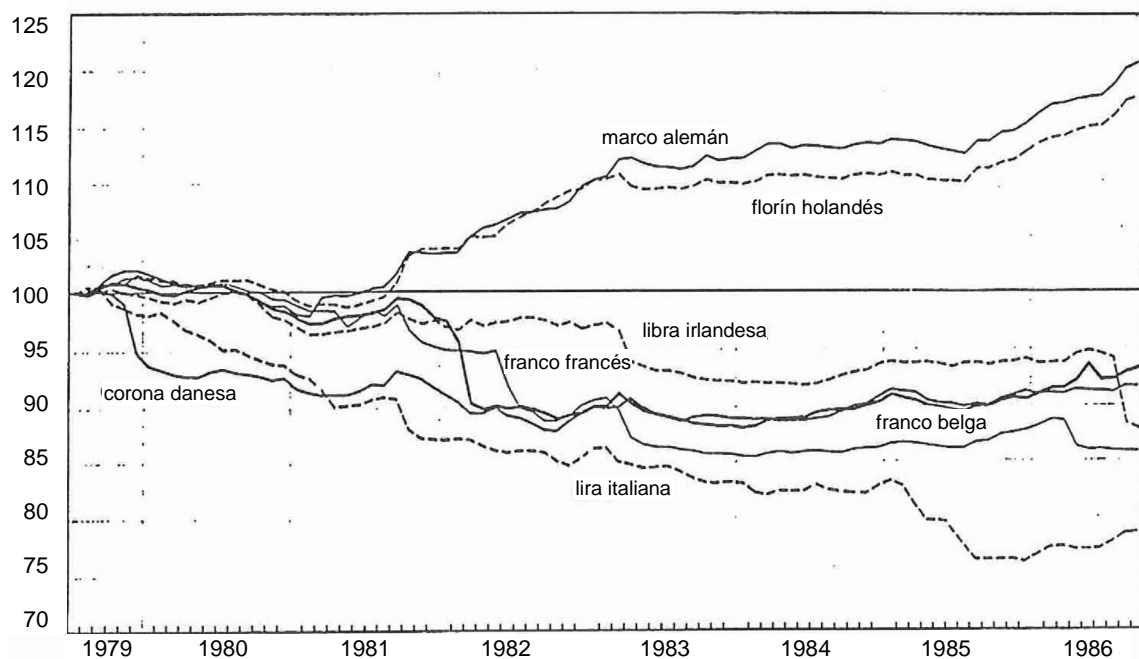
⁷ La bibliografía sobre estas distorsiones es abundante. Pueden verse dos buenos resúmenes de la cuestión en Guissinger et al. (1985) y Lessard (1986).

inmediatamente a los demás) y a la creciente eficiencia con que actúan los intermediarios en dichos mercados y que, gracias a las modernas tecnologías de la información, permiten trazar estrategias de comportamiento contando con toda la información disponible en el mercado.

Si a los anteriores factores añadimos la creciente importancia de los flujos internacionales de capitales, muy superiores ya a los flujos de mercancías⁸, y la falta de coordinación de políticas macroeconómicas de los países industriales, pueden comprenderse algo mejor las causas de dicha inestabilidad.

Figura 1

Tipo de cambio de las diversas monedas frente al ecu (1979-1986)

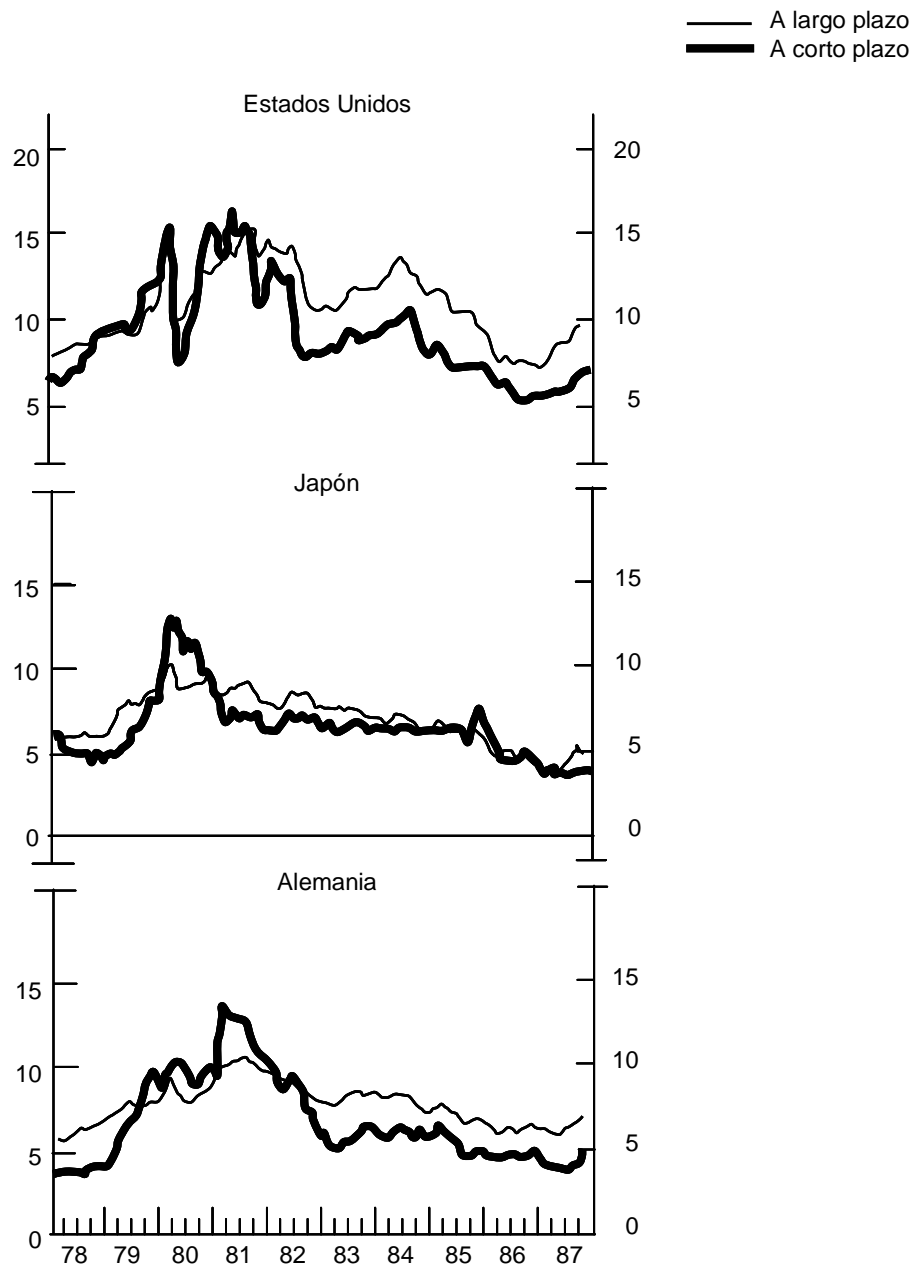


Fuente: BIS.

⁸ El Federal Reserve Bank of New York estimaba recientemente en unos 210.000 millones de dólares las transacciones medias diarias de divisas en los mercados financieros internacionales, mientras que los flujos comerciales alcanzan un promedio diario de unos 6.000 millones de dólares.

Figura 2

Estructura temporal de los tipos de interés



Fuente: OCDE.

¿Cuáles son los principales rasgos que podemos apreciar en la evolución de los tipos de interés y los tipos de cambio en los últimos años? Resumidamente, podemos sintetizarlos en los siguientes puntos:

- a) El sistema de tipos de cambio flotantes no ha mostrado todas las ventajas que en un principio se le suponían: aislamiento de la economía nacional de cualquier perturbación exterior, ajuste automático de la balanza de pagos, potenciación de los efectos de la política monetaria, desaparición de las crisis especulativas contra las monedas débiles, etc.⁹. También es cierto que, desde los inicios del sistema en 1973, la economía mundial ha sufrido trastornos muy importantes. Sin embargo, la libre flotación de las monedas ha permitido canalizar hacia los mercados financieros los desequilibrios ocasionados por políticas económicas nacionales mal planteadas, entre las que destaca la expansión fiscal mediante un abultado déficit público registrado en Estados Unidos desde 1981.
- b) Los tipos nominales de cambio se han ido ajustando para compensar las diferencias de tasas de inflación entre países. Sin embargo, las variaciones en los tipos de cambio reales no se han producido con la celeridad necesaria, lo cual ha tenido sus efectos importantes sobre la competitividad internacional de algunos países.
- c) La experiencia del Sistema Monetario Europeo, desde la perspectiva de la estabilización de los tipos de interés y de los tipos de cambio, ha sido positiva. Según puede observarse en los Cuadros 1, 2 y 3, la volatilidad ha sido menor en los Estados miembros del SME y, a su vez, en éstos ha sido menor a partir de la creación del SME en 1979.
- d) En estos últimos años, y particularmente en los Estados miembros del SME, la política monetaria (en especial, utilizando como instrumento el tipo de interés básico del banco emisor correspondiente) ha mirado con un ojo la tasa de inflación y con otro el tipo de cambio.

Cuadro 1

Variabilidad (1) de los tipos de cambio nominales antes y después del SME

	1979	1982	1986
Monedas del SME (media ponderada)	11,8	15,3	6,1
Dólar	38,6	33,2	34,1

Fuente: FMI y elaboración propia.

(1) Datos mensuales. Se ha medido la variabilidad como el coeficiente de variación de los tipos de cambio efectivos mensuales multiplicado por mil.

⁹ Viñals (1986), Cooper (1987) y Canals (1988) presentan una visión más completa de la evolución reciente y tendencias de futuro del sistema monetario internacional.

Cuadro 2

Variabilidad (1) de los tipos de cambio nominales bilaterales frente a monedas del SME, 1974-1985

	1974-1978	1979-1985
Alemania	29,2	16,3
Bélgica	20,3	13,6
Dinamarca	25,0	14,8
Francia	31,6	15,9
Países Bajos	21,1	13,2
Irlanda	36,0	12,2
Italia	36,0	19,3
Media SME	28,4	15,1
Estados Unidos	34,7	55,7
Japón	44,5	48,1
Reino Unido	32,7	37,8
Media no SME	34,5	35,9
Media europea no SME	30,5	26,3

Fuente: Ungerer et al. (1986).

(1) Datos mensuales. Se ha medido la variabilidad como el coeficiente de variación de los tipos de cambio efectivos mensuales multiplicado por mil.

Cuadro 3

Volatilidad (1) de los tipos de interés a corto plazo (2)

	Tipos de interés	
	En el mercado nacional	En el interbancario de Londres
Francia		
- Antes SME (1979)	22,79	46,11
- Después SME (1986)	20,54	58,26
Reino Unido		
- Antes SME (1979)	36,65	45,41
- Después SME (1986)	28,96	26,15
Países Bajos		
- Antes SME (1979)	70,67	73,36
- Después SME (1986)	22,79	26,05
Italia		
- Antes SME (1979)	26,53	90,54
- Después SME (1986)	13,61	63,08

Fuente: Datastream.

(1) La volatilidad se ha calculado según la desviación típica de los cambios mensuales del valor medio de los tipos de interés.

(2) Tipos de interés a 90 días.

En un régimen como el SME, la relación entre tipos de interés y tipos de cambio ha sido creciente, transmitiéndose recíprocamente las inestabilidades respectivas. En particular, la corriente revaluadora del marco alemán –cuando el dólar entra en etapas de debilidad– ha provocado movimientos bruscos de los tipos de interés en países como Francia o Italia, aumentando así la volatilidad de los activos financieros,

¿Cuáles son las implicaciones de esta mayor inestabilidad de los mercados financieros? Este fenómeno está provocando cambios importantes en la competitividad de las empresas que operan en mercados inestables. Los efectos de la revaluación del dólar entre 1981 y 1985 sobre las exportaciones norteamericanas, y los de su ulterior devaluación, son notorios. Desde una óptica más financiera, la volatilidad de los tipos de interés y de cambio ha conducido a una innovación de productos financieros orientada a conseguir mayor protección frente al riesgo. A este segundo punto dedicaremos el próximo apartado. Sin embargo, no puede olvidarse que, aunque la ingeniería financiera ofrezca instrumentos cada vez más seguros que reduzcan el riesgo, las causas de la inestabilidad financiera internacional subsisten, y sólo reduciéndolas o eliminándolas se logrará un entorno financiero más estable para el mundo empresarial.

2.1.4. Los procesos de innovación financiera

Sin duda alguna, la aparición de nuevos instrumentos financieros ofrecidos por los distintos intermediarios a oferentes y demandantes de ahorro es una de las grandes características de esta década.

Detrás de la oferta de nuevos instrumentos se hallan un conjunto de causas como la volatilidad del precio de los activos financieros, la desregulación del sector financiero o el creciente endeudamiento del sector privado (familias y empresas) y del sector público. Algunas de estas causas se han descrito en los apartados anteriores; seguidamente vamos a ver otras¹⁰.

Dentro del fenómeno de la innovación, destaca en primer lugar el proceso de "titulización", referido al comportamiento de muchas empresas (principalmente en Estados Unidos y Reino Unido) consistente en acudir directamente a las fuentes de ahorro para obtener dinero a un coste más bajo, evitando el coste de transformación de la banca.

Ello ha provocado a su vez dos grandes fenómenos. El primero es el incentivo de las empresas para endeudarse, debido al menor coste de esta financiación ajena. El segundo es el desplazamiento (y/o transformación) de parte del negocio bancario clásico, debido a la aparición de nuevos intermediarios financieros que colaboran en este proceso de titulización. De este modo, las empresas financieras están titulizando instrumentos como préstamos para adquisición de viviendas, o automóviles, hipotecas, etc., con la finalidad de hacer de estos títulos activos más líquidos y negociables con mayor facilidad.

En el Cuadro 4 se observa cómo la deuda de las empresas financieras de algunos de los principales países industriales con los bancos ha decrecido considerablemente entre 1976 y 1984, en favor de la deuda no bancaria. Este es el fenómeno conocido como la *securization of credit*. Lo que a finales de los años setenta surgió como un procedimiento para que el sector público pudiera financiar a costes más bajos su déficit, ha pasado a ser práctica usual en empresas de reconocida solvencia, cuyo prestigio hace innecesaria la intervención de un banco

¹⁰ Puede verse una descripción más completa de este proceso en Bank for International Settlements (1986).

comercial. Asimismo, la extensión del mercado en que se negocian estos títulos hace que su liquidez sea relativamente alta, lo cual constituye un incentivo más para el ahorrador.

Cuadro 4

Financiación ajena de las empresas (1)

Tipo de instrumento	Estados Unidos		Francia		Alemania		Italia	
	1976	1984	1976	1984	1976	1984	1976	1984
Deuda no bancaria	48,1	48,5	15,9	42,0	16,6	25,8	33,5	56,4
Deuda bancaria	33,4	31,1	58,5	45,7	75,5	64,3	23,9	14,2

(1) En porcentaje de los fondos totales.

Fuente: OCDE (1987).

Ya hemos señalado anteriormente que una causa muy importante de la innovación financiera ha sido la volatilidad de los tipos de interés y de cambio. Estas innovaciones han tenido dos orientaciones básicas: aumentar el número de instrumentos disponibles para el prestatario sometido a este tipo de riesgos y disminuir su coste.

Dentro de este capítulo es de destacar el fuerte crecimiento de instrumentos para la gestión de riesgo de los tipos de interés. A diferencia de lo que pasaba con los tipos de cambio, el riesgo del tipo de interés no ha sido un problema importante hasta hace pocos años. La volatilidad de los activos financieros ha hecho mayor el riesgo de fijar tipos de interés en operaciones a medio o largo plazo.

Se han desarrollado de este modo un conjunto de nuevos instrumentos de gran utilidad para la empresa, como son los bonos o préstamos a tipos flotantes o los contratos a futuros de tipos de interés. Sin duda, este tipo de instrumentos tenderá a extenderse y a desarrollarse más en un futuro inmediato, debido a que el riesgo existente en los mercados financieros difícilmente desaparecerá, aunque puedan hacerlo algunas de sus causas.

Por último, una fuerza importante en este proceso de innovación financiera: se trata de la *creciente competencia* entre instituciones, que las ha llevado a mejorar su capacidad de competir en el sector mediante una diferenciación de los productos ofrecidos. Simultáneamente, el cambio en la orientación de las actividades de este sector ha creado oportunidades de negocio adicionales, atrayendo a nuevas empresas.

De todos los aspectos de este fenómeno, el más destacado es, probablemente, la creciente importancia de las empresas no bancarias. La causa de este proceso es doble. En primer lugar, el desplazamiento de parte de la demanda de fondos prestables de los bancos al mercado, demandando directamente esos fondos a los ahorradores. En segundo lugar, la mayoría de entidades no bancarias han estado sometidas a unas regulaciones menos estrictas que la banca comercial, lo cual les ha permitido ofrecer ciertos servicios financieros a costes más bajos para el prestatario.

La aparición de esos nuevos intermediarios financieros, junto con sus ventajas innegables, ha suscitado algunas cuestiones de gran interés, como son la estabilidad de los mercados de capitales ante esta nueva institución –con unas estrategias de inversión diferentes de la banca tradicional–, sus efectos sobre las estrategias del sector bancario tradicional y, finalmente, sus

efectos sobre las empresas no financieras a las que controlan, en algunos casos, como inversiones institucionales¹¹.

Lo que sí parece claro es que la mayor competencia entre las diferentes empresas del sector ha de llevar a una mejor remuneración para el ahorrador y a un coste menor para el prestatario. Lo que no lo está tanto es la estabilidad del sistema financiero y del conjunto de la economía ante un proceso tan vertiginoso.

2.2. Aspectos diferenciales en la CEE

2.2.1. El Sistema Monetario Europeo

El Sistema Monetario Europeo entró en vigor el 13 de marzo de 1979. Su antecedente inmediato es la llamada "serpiente" europea, que incluía las monedas de nueve Estados (los que luego formarían parte de la CEE-9). Sin embargo, al cabo de poco tiempo (menos de dos años y medio), el franco francés, la libra, la libra irlandesa, la corona y la lira habían abandonado la serpiente por diversas razones. A pesar de que las monedas de Austria, Suiza, Suecia y Noruega se incluyeron en el sistema (los dos primeros como países asociados y los otros dos como países oficiales de pleno derecho), a finales de 1977 el sistema había dejado de ser un régimen a nivel europeo para convertirse en un ámbito bajo la influencia del marco alemán.

Cuadro 5

Principales innovaciones financieras desde 1970

Nuevos instrumentos de captación de fondos			Nuevas técnicas de gestión de riesgo	Automatización de servicios tradicionales	Otros
Deuda directa	Bonos	Acciones			
Préstamos a tipos flotantes	Bonos a tipos flotantes Bonos de cupón cero	Capital riesgo <i>Listings</i> (mercado secundario) Bonos convertibles y otros bonos ligados a acciones	Activos "securitizados" Fondos de inversión	Transferencias electrónicas Mercados electrónicos de deuda Gestión de tesorería por ordenador	Emisión de "Notes" Garantías para créditos Endeudamiento para operaciones <i>buy-out</i>
	Eurobonos	Acciones sin derecho a voto	Opciones Futuros	<i>Global trading</i>	
	Bonos "basura" Bonos convertibles Papel comercial <i>Swaps</i> de tipos de interés				

Fuente: OCDE (1987).

En julio de 1978, el Consejo de Ministros de la CEE aprobó estudiar un plan para poner en marcha un nuevo régimen monetario que incluyera de nuevo todas las monedas comunitarias. Este plan se aprobó en diciembre de 1978 y comenzó a funcionar en marzo de 1979.

El objetivo del nuevo sistema fue crear, en una primera fase, una zona de estabilidad monetaria en Europa, que precediera a una segunda etapa que se caracterizaría por el lanzamiento de una especie de Fondo Monetario Europeo. Como muestra la experiencia de los años pasados, esto

¹¹ En Munnell (1982) se presenta un análisis exhaustivo de estos fenómenos y de sus implicaciones previsibles.

aún no ha sido posible, no sólo por razones técnicas (se precisa una reforma muy concreta del Tratado de Roma), sino porque exige una dosis alta de voluntad política¹².

No obstante, el funcionamiento del sistema en los nueve años de existencia presenta un balance global positivo. Por supuesto que las expectativas sombrías de quienes pensaban que un sistema de tipos fijos, pero ajustables, no funcionaría, no se han cumplido.

Evidentemente, entre los factores de éxito del sistema no se puede olvidar la ausencia de *shocks* de oferta importantes en los años ochenta, o la mayor convergencia de las políticas económicas, motivada por la urgencia de lograr objetivos internos como la estabilidad de precios. También es cierto que los controles de capital en Francia e Italia han ayudado a mantener la estabilidad del sistema. Sin embargo, el balance global puede considerarse positivo¹³.

Además del objetivo de la estabilidad monetaria (tan importante para reducir la incertidumbre en el mundo empresarial y en las transacciones financieras internacionales), los fundadores del SME tenían otros tres. Primero, evitar o reducir los riesgos especulativos de un sistema de libre flotación; el nuevo régimen no elimina esta posibilidad, que en épocas de crisis es especialmente importante, pero sí la reduce. Segundo, ayudar a establecer la disciplina económica, al menos dentro del ámbito de los Estados comunitarios, abordando la lucha contra la inflación como primer objetivo de la política económica (en este caso, se vuelve a ver la interna relación entre cualquier sistema de organización monetaria y la mutua coherencia entre políticas económicas). Tercero, el deseo del Consejo de Ministros de la CEE de avanzar en la formación de una gran región económica europea, capaz de tomar el relevo a Estados Unidos en el liderazgo económico a nivel internacional; este objetivo era demasiado ambicioso si tenemos en cuenta los medios que estaban dispuestos a poner¹⁴.

Las principales diferencias entre el SME y un sistema como el de zonas de referencia son tres: el SME regula los tipos de cambio nominales, no los reales; en sí mismo, el SME no constituye un sistema formal de coordinación de políticas macroeconómicas; finalmente, los Estados miembros del SME poseen unos vínculos comerciales y financieros muy estrechos.

Los nueve Estados entonces miembros de la CEE lo fueron también del sistema, con la particularidad de que Reino Unido decidió no participar en el mecanismo de tipos de cambio, aunque la libra sí forma parte de la cesta de monedas del ecu desde los comienzos.

Las principales características de funcionamiento del Sistema Monetario Europeo son las siguientes:

- a) El establecimiento de un sistema de paridades fijas, con fluctuaciones permitidas dentro de un intervalo de $\pm 2,25\%$. Existe una banda más amplia del $\pm 6\%$ para aquellos países con dificultades graves para mantener su divisa en un intervalo más estrecho; hasta el momento, solamente Italia se ha acogido a esta posibilidad.
- b) El sistema contempla un tipo de intervención obligatoria por parte de las autoridades monetarias de cada país, al llegar a la banda superior o inferior de fluctuación permitida.

¹² Puede verse una descripción amplia de los diferentes aspectos del SME en Coffey (1984), Gil (1985), Eguidazu (1985) y Elías y Pes (1988).

¹³ Padoa-Schioppa (1984) ofrece una valoración más exhaustiva de este balance.

¹⁴ En el ámbito más amplio del sistema monetario internacional, Viñals (1986) ofrece una discusión amplia de estos aspectos.

En este caso, los dos países afectados por esta situación (uno con su divisa revaluándose y el otro con la suya devaluándose) deberán comprar (o vender) la moneda débil (o fuerte) para restablecer el equilibrio. Se trata siempre de una intervención de carácter bilateral.

- c) Existe un segundo tipo de intervención, llamada intramarginal. Estas intervenciones están guiadas por el llamado indicador de divergencia. Este tiene la misión de señalar la cotización de cada moneda en relación a la media comunitaria marcada por el ecu.

El indicador de divergencia expresa la cotización a partir de la cual la cotización de una moneda se separa de la de las demás de manera significativa; el indicador oscila entre 0 y 1, por arriba y por abajo, y la intervención es necesaria cuando rebasa el 75% de ese intervalo.

Esta intervención de las autoridades puede adoptar cuatro modalidades posibles: 1) un reajuste de las paridades de las divisas implicadas; 2) una fuerte intervención en los mercados de divisas; 3) una modificación unilateral o cooperativa de los tipos de interés, y 4) un cambio más radical en las políticas económicas de los países más afectados por la inestabilidad cambiaria.

En la práctica, los reajustes de paridades han sido ampliamente utilizados (once reajustes en nueve años de vida del sistema, el último en enero de 1987). La razón principal de estas modificaciones de las paridades respectivas ha sido, o la falta de decisión de algunos países para corregir algunos desequilibrios internos básicos, o la falta de coordinación de políticas económicas, especialmente cuando alguna de ellas ha estado bajo la tensión de algún ataque especulativo (sea comprador o vendedor).

- d) La creación del Fondo Europeo de Cooperación Monetaria, con funciones similares a las que el FMI tuvo bajo el sistema de tipos de cambio fijos. Su función principal es la de facilitar a los Estados miembros del sistema de créditos a corto plazo (a 45 días, en una modalidad, y a tres meses, en otra) y a medio plazo (hasta un total de 11.000 millones de ecus concedidos en un régimen de condicionalidad). En una segunda fase, que aún no ha llegado, este fondo debería constituirse en un banco central europeo, con plena potestad para articular la política monetaria centralizadamente.

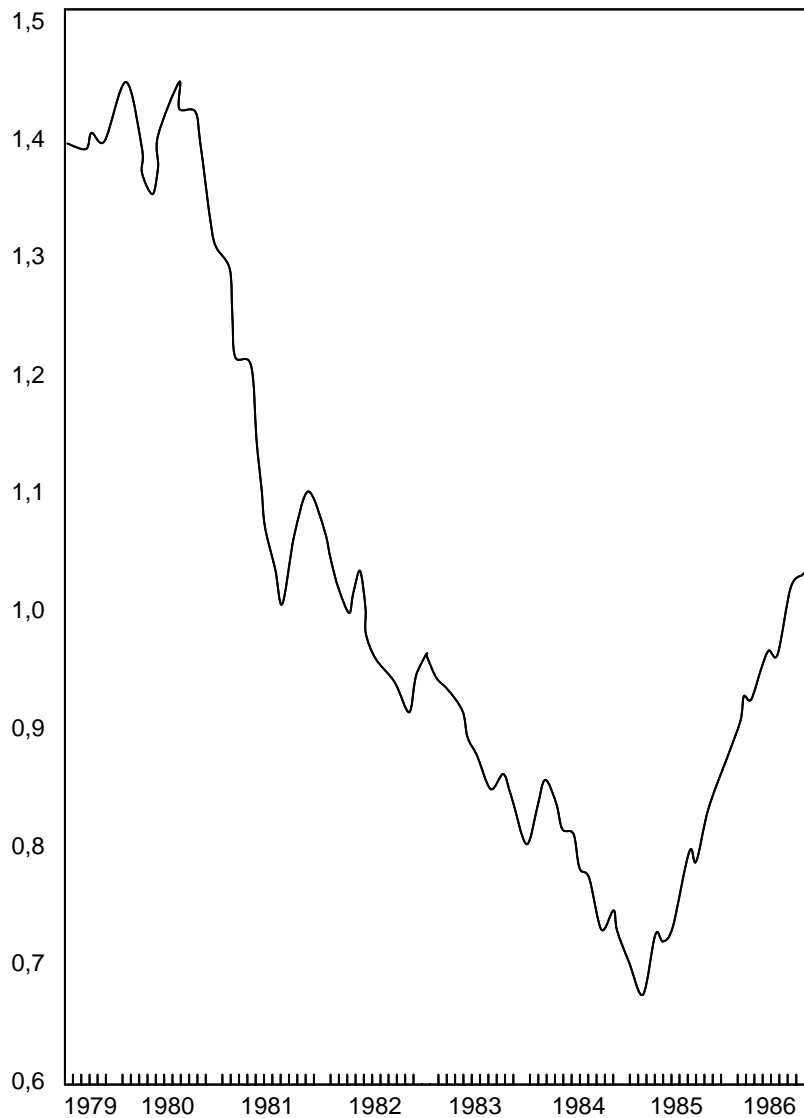
Para juzgar los resultados obtenidos por el SME en sus nueve años de vida hemos de utilizar algún criterio de referencia. Sin duda, el más útil desde una óptica empresarial es la estabilidad de los tipos de cambio que el sistema ha alcanzado.

La importancia de la variabilidad de los tipos de cambio se deriva de los costes que genera, especialmente cuando las desviaciones respecto del valor del supuesto tipo de cambio de equilibrio son persistentes a medio plazo, pues el riesgo es más difícil de cubrir. Estos costes son difíciles de cuantificar, pero incluyen conceptos como el trasvase de recursos productivos de los sectores exportadores en una economía a los no exportadores (motivados por las variaciones de la competitividad originadas por las oscilaciones del tipo de cambio), o por las diferencias de cambio no cubiertas (o muy costosas de cubrir) que inhiben el comercio internacional y las inversiones en monedas distintas a las nacionales.

Al analizar la estabilidad de los tipos de cambio dentro del régimen del SME se distinguen dos períodos claros (véase Figura 3). Hasta 1983, el SME se caracterizó por atravesar etapas de tensiones y cambios frecuentes entre las paridades oficiales del sistema. Además, según algunos indicadores, la variabilidad de los tipos de cambio en este período aumentó.

Figura 3

Cotización del ecu respecto al dólar



Fuente: OCDE.

La razón principal que explica esta evolución es la segunda crisis del petróleo, que generó un nuevo *shock* de oferta en el sector real de las economías industriales. La falta de un ajuste macroeconómico más decidido en algunos países y la ausencia de coordinación de políticas contribuyen a explicar esta mayor inestabilidad. El tipo de cambio nominal fue el factor de ajuste utilizado para hacer frente a la crisis de balanza de pagos, en lugar de procurar cambios más drásticos en la conducción de las políticas económicas.

Cuadro 6

Reajustes de paridades centrales en el sistema monetario europeo

MONEDA	24-9- 1979	30-11- 1979	22-3- 1981	5-10- 1981	22-2- 1982	14-6- 1982	21-3- 1983	22-7- 1985	7-4- 1986	12-1- 1987
Franco belga/luxemburgués	0,0	0,0	0,0	0,0	-8,5	0,00	1,5	2,0	1,0	2,0
Corona danesa	-2,9	-4,8	0,0	0,0	-3,0	0,00	2,5	2,0	1,0	0,0
Marco alemán	2,0	0,0	0,0	5,5	0,0	4,25	5,5	2,0	3,0	3,0
Franco francés	0,0	0,0	0,0	-3,0	0,0	-5,75	-2,5	2,0	-3,0	0,0
Libra irlandesa	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,00	-3,3	2,0	0,0	0,0
Lira italiana	0,0	0,0	-6,0	-3,0	0,0	-2,75	-2,5	-6,0	0,0	0,0
Florín holandés	0,0	0,0	0,0	5,5	0,0	4,25	3,5	2,0	3,0	3,0

A partir de 1983 se ha registrado una mayor estabilidad dentro del SME, probablemente debida a la fortaleza del dólar hasta 1985 –lo cual ha evitado movimientos especulativos importantes alrededor del marco alemán– y a la ausencia de otros *shocks* importantes sobre las economías de los Estados miembros. Sin embargo, desde que en septiembre de 1985 el Grupo de Cinco anunció su propósito de dejar caer la cotización del dólar, se han producido dos nuevas crisis importantes dentro del SME, una en abril de 1986 y otra en enero de 1987.

Estas experiencias han servido para proponer una teoría explicativa del funcionamiento del SME¹⁵. Según ésta, los períodos de mayor estabilidad del SME coinciden con los de mayor fortaleza del dólar (período 1983-1985), mientras que los de mayor inestabilidad coinciden con los de mayor debilidad del dólar (períodos 1979-1982). Un fenómeno curioso es el ocurrido desde 1985 hasta la actualidad, caracterizado por una mayor debilidad del dólar, así como de una gran incertidumbre acerca de su valor futuro. En esas condiciones, sólo ha habido dos crisis importantes (en más de tres años). Quizá la explicación más sensata es que en este período los Estados miembros han hecho grandes esfuerzos para coordinar las políticas monetarias (especialmente entre Alemania y Francia), lo cual ha repercutido en esa mayor estabilidad en medio de un panorama financiero internacional muy inestable. Una explicación complementaria a la anterior es que la existencia de controles de capitales (en Francia e Italia, especialmente) ha sido un elemento que ha frenado la especulación sobre las divisas de algunos países, incluso en momentos en que los diferenciales de tipos de interés han sido importantes y justificaban la aparición de importantes flujos de capitales.

Si profundizamos algo más en la cuestión de la variabilidad de los tipos de cambio dentro del SME, los resultados difieren de manera significativa si se considera un período más breve (por ejemplo, 1979-1982) o un período más largo (por ejemplo, 1979-1986), por las razones apuntadas anteriormente (véanse Cuadros 1 y 2). Un cálculo muy sencillo de la variabilidad indica que en 1982 aquella variable era mayor que en 1979 para las monedas que forman parte del mecanismo de cambios del SME. En cambio, el dólar experimentó un descenso de la variabilidad. Por el contrario, en 1986 se invirtieron los papeles: aumentó la del dólar y disminuyó muy notablemente la de las monedas del SME. Lo que sí se observa es una menor variabilidad global, lo cual es un logro excelente del SME.

¹⁵ Puede verse su exposición completa en Giavazzi y Giovannini (1986).

2.2.2. El ecu (*European Currency Unit*)

El ecu es una unidad monetaria compuesta por cierto número de unidades monetarias de diez Estados de la CEE, ponderada por su importancia económica relativa.

De acuerdo con la resolución del Consejo de Ministros del 5 de diciembre de 1978, el ecu tiene las siguientes funciones: 1) es el denominador de los mecanismos de cambio del SME; 2) es la unidad de referencia para el establecimiento de un indicador de divergencia en el SME; 3) es la unidad para las operaciones efectuadas dentro del sistema de intervenciones del SME, y 4) es la única unidad de cuenta de uso oficial en la CEE.

El Consejo de Ministros de la CEE estableció el valor oficial del ecu por vez primera en diciembre de 1978, en términos de las monedas nacionales que lo integran. Dicho valor se modificó en diciembre de 1984, con la incorporación del dracma griego a la cesta (véase Cuadro 7).

Cuadro 7

Composición del ecu (desde 17 de noviembre de 1984)

Francos franceses	1,31
Marcos alemanes	0,719
Liras italianas	140
Francos belgas	3,71
Florines holandeses	0,256
Francos luxemburgueses	0,14
Coronas danesas	0,219
Libras irlandesas	0,00871
Dracmas griegos	1,15
Libras esterlinas	0,0878

Para hallar el valor del ecu en términos de otra moneda, se procede a convertir las monedas que integran la cesta a la nueva moneda, y se suman los valores ponderados.

El valor del ecu varía en función de las fluctuaciones diarias que se producen en el mercado de divisas; no obstante, de acuerdo con los mecanismos de cambio y de intervención previstos en el SME, estas fluctuaciones son limitadas. El número de unidades de cada moneda que integran el ecu es fijo, aunque hay procedimientos para efectuar su revisión si se considera necesario¹⁶.

En el momento de su creación, el ecu estaba destinado a convertirse en una moneda de reserva en sentido estricto, como resultado inmediato de la creación prevista de un Fondo Monetario Europeo. Sin embargo, después de casi diez años de funcionamiento del SME, dicho fondo aún no ha visto la luz, por lo que el desarrollo del ecu como moneda oficial de reserva para los países comunitarios ha evolucionado muy lentamente. A la lentitud de este proceso ha contribuido sin duda la actitud de Alemania, que no ha contemplado con buenos ojos el

¹⁶ En Levich y Sommariva (1987), y en el número monográfico de *European Affairs* (marzo de 1988), se describen con mayor extensión aspectos institucionales del ecu.

desarrollo del uso de una divisa en los mercados financieros alemanes que podía llegar a dificultar el control monetario en este país.

Asimismo –y ésta es una tercera razón para el lento desarrollo del ecu–, las intervenciones dentro del SME son mayoritariamente intramarginales, y pueden llevarse a término en marcos alemanes, en dólares o en otra divisa.

Frente al escaso desarrollo del ecu denominado oficial –en transacciones efectuadas por bancos centrales–, ha habido un crecimiento importante del llamado ecu privado.

Actualmente, un 4% de los activos bancarios en los euromercados están nominados en ecus, siendo la quinta divisa en volumen de operaciones interbancarias, después del dólar, el marco, el franco suizo y el yen. Además, entre 1982 y 1987 dicho volumen se ha multiplicado por diez.

A continuación analizaremos con mayor detalle las principales características del uso del ecu en los mercados financieros.

1. *Mercado de bonos.* La primera emisión se realizó en abril de 1981. La evolución del volumen de emisiones ha sido la siguiente:

Cuadro 8a

Año	Volumen (en millones de ecus)
1981	200
1982	800
1983	1.900
1984	3.400
1985	9.000
1986	7.500
1987	7.500

Fuente: OCDE.

El descenso del volumen de emisiones en 1986 y 1987 (véase Cuadro 8a) se debe al aumento de la inestabilidad de las divisas que forman parte del SME ante la caída del dólar. Ante este fenómeno, los agentes reaccionan mostrando preferencia por monedas más estables.

Cuadro 8b

Posición del ecu en el euromercado de bonos

Divisa	1983	1984	1985	1986	1987
Ecu	5	4	4	5	5
Yen	8	7	3	2	2
Dólar	1	1	1	1	1
Marco alemán	2	2	2	3	4

Fuente: OCDE.

Debe tenerse en cuenta que el atractivo del ecu como unidad de emisión depende en buena medida de la oportunidad de efectuar un *swap* en otra moneda, a tipos de interés interesantes. La razón de ello es muy sencilla. Pocos emisores de títulos en ecus tienen necesidad de esta moneda para cubrir sus necesidades financieras; las excepciones suelen ser los propios Estados comunitarios o bien grandes empresas que utilizan el ecu en sus transacciones comerciales. En general, un emisor ordinario desea convertir después sus títulos en ecus en aquella otra divisa que realmente necesita. Por tanto, la actividad en ecus depende de la posibilidad que existe de efectuar después un *swap* con otra divisa, y por tanto, con otro tipo de cupón.

2. *El mercado secundario de bonos en ecus.* En principio, este mercado tiene las mismas características que otro mercado secundario, aunque presenta algunas diferencias: ausencia de un comprador de última instancia (no hay ningún banco emisor de ecus); cierta entreechez del mercado; ausencia de títulos públicos –emitidos por los gobiernos– nominados en ecus; por último, una mayor volatilidad en el precio de estos activos.

El desarrollo de este mercado ha sido relativamente lento, y ha avanzado a medida que aparecían nuevos *market makers* (véase Cuadro 9). A finales de 1987 había 31 instituciones que operaban en este mercado, lo que ya comienza a reflejar una cierta consolidación. Sin embargo, con ello no se acaba de evitar el problema de liquidez de que adolece este mercado.

Cuadro 9

Volumen absoluto del mercado secundario de eurobonos

Año	Volumen (en millones de ecus)
1984	59.000
1985	78.000
1986	86.000
1987	98.000

Fuente: Bank for International Settlements.

Las principales dificultades para un mayor desarrollo de este mercado son: 1) la resistencia de Alemania a aceptar el ecu como moneda propia, lo que limita su atractivo para emisores e inversores, y 2) en épocas de inestabilidad del dólar, el temor a cambios bruscos en la cotización de las divisas que integran el SME.

Sin embargo, la perspectiva de crecientes inversiones japonesas en Europa, y su conducta en los últimos años, permiten pensar que el mercado secundario del ecu va a seguir creciendo en los próximos años.

3. *El mercado bancario del ecu*

El desarrollo de este mercado desde 1982 ha sido también importante, arrojando las siguientes cifras:

Cuadro 10

Año	Volumen de depósitos (en millones de ecus)
1982	6.700
1983	14.400
1984	39.800
1985	61.200
1986	70.700
1987	76.000

Fuente: Bank for International Settlements.

Analizar el crecimiento del uso del ecu en el mercado bancario es importante, pues se trata del primer mercado por el volumen de las transacciones en esta moneda. Las cifras señalan que después de un importante crecimiento hasta 1985, éste se ha desacelerado. Sin duda alguna, la cotización a la baja del dólar ha influido en ello, como hemos visto en otros segmentos del uso del ecu.

Sin embargo, la creación de un sistema multilateral de compensación del ecu en 1987 ha de ayudar a mantener el crecimiento de los depósitos en esta unidad monetaria, aunque a un ritmo inferior que en el pasado.

En la Sección 4 estudiaremos las oportunidades que el desarrollo del ecu abre a la empresa española. Señalaremos ahora que, entre sus ventajas, podemos destacar que el mercado del ecu supone una fuente adicional de financiación, a un coste reducido, con un riesgo inferior, y muy idóneo para las empresas con negocios en varios países de la CEE. Pero también tiene algunos serios inconvenientes, como es el riesgo de inestabilidad en momentos de devaluación del dólar, la dependencia de otras divisas a la hora de efectuar los *swaps* correspondientes y la ausencia de alguna institución que regule a nivel europeo la liquidez y la convertibilidad del ecu.

Dadas las ventajas que presenta el uso del ecu, ¿no podrían superarse sin inconvenientes acelerando la unión monetaria europea y adoptándolo como moneda oficial de reserva? Esta es la opinión expuesta por algunos expertos. Sin embargo, hay que destacar que unión monetaria y desarrollo oficial del ecu son dos tareas diferentes, aunque pueden converger. Si el objetivo final es alcanzar un mercado financiero único, su logro pasa por una progresiva convergencia de las políticas y resultados macroeconómicos de los Estados miembros, así como por una creciente armonización de las respectivas regulaciones financieras y fiscales. La elección de una moneda oficial europea ha de venir después, y puede recaer en el ecu o en otra unidad monetaria. Dejemos, pues, que el uso del ecu vaya extendiéndose cada vez más, pero sin forzar las cosas más allá de lo que los mercados financieros permiten. Lo contrario sería comenzar a construir por el tejado en lugar de iniciar la cimentación del edificio.

2.2.3. La liberalización de los movimientos de capitales en la CEE

La creación del Mercado Unico Comunitario no es concebible sin las libertades de prestación de servicios financieros y de movimientos de capitales. La libre circulación de bienes y servicios, que es el objetivo de un verdadero mercado interior, exige que las personas físicas y jurídicas tengan libre acceso a los servicios financieros que necesitan para ello.

Además, la apertura de las barreras a la libre circulación de capitales entre países comunitarios ayudará a una mejor asignación de los recursos procedentes del ahorro, facilitando mejores oportunidades de inversión a los ahorradores y posibilidades adicionales de financiación –a costes más bajos– a las empresas.

Por otra parte, la libertad de circulación de capitales es una condición para hacer realidad el mercado único en uno de sus aspectos: la prestación de servicios financieros.

Con este objetivo, el Consejo de Ministros de la CEE, en su reunión del 14 de junio de 1988, ha aprobado una Directiva (88/361/CEE) de fecha 24 de junio de 1988 por la cual los movimientos de capital dentro de la CEE quedarán completamente liberalizados antes del 30 de junio de 1990. España, Irlanda, Grecia y Portugal tendrán un período de adaptación más amplio, que acabará en diciembre de 1992.

Los elementos esenciales de esta nueva Directiva son los siguientes:

- a) Objeto de la liberalización. Todas las restricciones a los flujos de capitales quedarán suprimidas. En particular, se liberalizarán las operaciones a corto plazo y la apertura de cuentas corrientes en cualquier país comunitario.
- b) Plazo de aplicación. La Directiva prevé un plazo ordinario de adaptación hasta el 30 de junio de 1990, y un plazo extraordinario para los países mencionados, que acabará el 31 de diciembre de 1992.

Además, Grecia y Portugal gozarán de un período adicional, hasta diciembre de 1995, en el caso de que experimenten dificultades importantes en su balanza de pagos.

- c) Relaciones con otros países. La Directiva propone que los países comunitarios vayan ofreciendo una libertad financiera frente a terceros países idéntica a la que mostrarán para otros países de la CEE. Se trata de que el proceso liberalizador tenga una validez “*erga omnes*”. La Directiva prevé que, en el caso de que los Estados miembros experimenten dificultades en su balanza de pagos como resultado de este proceso, sean todos los países comunitarios los que deliberen y decidan un plan común.
- d) Cláusulas de garantía. Con el fin de dotar a las autoridades monetarias de cada país de una capacidad de reacción ante crisis monetarias importantes, la Directiva contiene una cláusula por la cual aquellas autoridades puedan modificar discrecionalmente la regulación de movimientos de capitales a corto plazo, hasta un período máximo de seis meses. No obstante, y con el objeto de evitar medidas proteccionistas innecesarias, la Comisión Europea debe aprobar, aunque sea a posteriori, las medidas adoptadas; además, el Consejo de Ministros podrá confirmar o revocar la decisión de la Comisión por el procedimiento de la mayoría cualificada.

Al margen de la Directiva que estamos comentando, la Comisión Europea ha aprobado un calendario relativo a los aspectos fiscales de la liberalización de los flujos de capitales, así como a las medidas reguladoras de las instituciones financieras de la CEE. En concreto, la Comisión Europea deberá someter al Consejo de Ministros, antes del 31 de diciembre de 1988, las propuestas para eliminar o atenuar el riesgo de distorsiones, de evasión de capitales o de fraudes fiscales, derivados de la diversidad de regímenes legales que regulan la fiscalidad del ahorro y el funcionamiento de las instituciones financieras. El Consejo deberá aprobar por unanimidad las medidas pertinentes antes del 30 de junio de 1989.

**Operaciones financieras que podrán ser sometidas a
restricciones hasta el 31 de diciembre de 1992 por parte de España**

1. Operaciones sobre títulos *reservados normalmente al mercado* de capitales
 - Adquisición por parte de residentes de títulos extranjeros negociados en bolsa.
 - Adquisición por parte de residentes (no residentes) de títulos extranjeros (nacionales) no negociados en bolsa.
 - Admisión de títulos en el mercado de capitales.
 - Cuando dichos títulos se negocian o están siendo introducidos en la bolsa de valores de un Estado miembro.
2. Operaciones sobre participaciones de organismos de *inversión colectiva*
 - Adquisición por parte de residentes de participaciones negociables en bolsa de organismos extranjeros de inversión colectiva.
 - Adquisición por parte de residentes (no residentes) de participaciones no negociadas en bolsa de organismos extranjeros (nacionales) de inversión colectiva.
 - Admisión en el mercado de capitales de participaciones de organismos de inversión colectiva.
3. Créditos vinculados a transacciones comerciales o a prestaciones de servicios en los que participe un residente
 - Créditos a largo plazo.
4. Préstamos y créditos financieros
 - A medio y a largo plazo.
5. Operaciones sobre títulos y otros instrumentos reservados normalmente al mercado monetario
 - Operaciones en cuentas corrientes y de depósito en entidades financieras.
 - Operaciones sobre participaciones de organismos de inversión colectiva.
 - Organismos de inversión en títulos o instrumentos reservados normalmente al mercado monetario.
6. Préstamos y créditos financieros
 - A corto plazo
7. Movimientos de capitales de carácter personal (préstamos)
8. Importación y exportación materiales de valores
 - Títulos reservados normalmente al mercado monetario.
 - Medios de pago.

Sucintamente, las disposiciones del Consejo deberán referirse a tres aspectos concretos: 1) la coordinación entre las diferentes administraciones fiscales comunitarias; 2) la armonización de ciertos aspectos del impuesto sobre sociedades, y 3) la imposición sobre las rentas procedentes del capital y, en particular, las procedentes de los depósitos bancarios. De estos aspectos enumerados, el último es, sin duda, el de más difícil tratamiento.

En la Sección 4 estudiaremos con detalle las ventajas y los inconvenientes de este proceso liberalizador. Anticipemos ahora algunos de los puntos positivos de la nueva regulación, que pueden agruparse en los siguientes aspectos:

- a) Instituciones financieras. Como consecuencia de la mayor libertad, aumentará el grado de competencia entre instituciones financieras. Ello supone que éstas deberán adaptarse al nuevo entorno con estrategias diversas, de concentración o de especialización¹⁷. Lógicamente, ello ha de favorecer la innovación y la mejora de la productividad en esas instituciones.
- b) Empresas no financieras. Las ventajas del mercado financiero único para una empresa no financiera se resumen en una mayor oferta de productos financieros, a un menor coste o con una mayor rentabilidad. La reducción del coste de los créditos y préstamos procede tanto de la reducción del coste de transformación de la banca como de la mayor competencia entre instituciones.
- c) Ahorradores. Lógicamente, el gran mercado financiero europeo ha de ofrecer al ahorrador nuevas oportunidades de inversión, con mejores combinaciones de rentabilidad y riesgo. Una ventaja adicional de la liberalización para las personas físicas será la libertad de circulación de capitales entre residentes, sin ningún tipo de controles, por cualquier razón familiar o económica.
- d) Sector público. La armonización de la regulación sobre el funcionamiento de las instituciones financieras conducirá a la desaparición de los circuitos privilegiados de financiación del sector público. Por tanto, éste deberá financiar la parte del gasto público no cubierto con ingresos ordinarios con recursos financieros de igual coste que los utilizados por el sector privado. El mercado financiero europeo añade así una restricción al crecimiento del gasto público, que es el crecimiento de la recaudación impositiva.

Además, la liberalización de recursos de las instituciones financieras –invertidos hoy a tasas de rentabilidad más bajas que las del mercado– facilitará una mayor disponibilidad de crédito para el sector privado, a un coste previsiblemente menor, siempre que el sector público reduzca su déficit.

Junto a estas ventajas que acabamos de describir, la liberalización completa de los movimientos de capital entre países comunitarios plantea, fundamentalmente, dos amenazas.

En primer lugar, una *concentración de poder* en manos de unas pocas instituciones financieras o de unas pocas plazas. Esta amenaza es evidente y surge de una realidad: las economías de escala existentes en ciertos segmentos del negocio financiero llevarán a una concentración de entidades. Poco más puede decirse sobre este punto, además de señalar el peligro que encierra. Sin embargo, sí es claro que el proceso de liberalización es positivo y que ese posible efecto negativo que acabamos de señalar debe evitarse –al menos, intentarlo– mediante rigurosas medidas de protección de la competencia, aplicadas a nivel comunitario.

¹⁷ Una aplicación de estos conceptos al caso español puede encontrarse en el estudio de Ballarín, Gual y Ricart (1988).

La segunda amenaza se refiere a las implicaciones de la liberalización de los movimientos de capitales sobre el SME –tal y como está diseñado actualmente– y la articulación de la política monetaria en cada país¹⁸. Estos tres aspectos están estrechamente interrelacionados¹⁹.

Hasta el momento, el SME, entendido como un régimen monetario de tipos de cambio fijos, ha coexistido con una autonomía de cada banco central de los Estados miembros para imponer la disciplina monetaria deseada, o, lo que es igual, para conseguir ciertos objetivos macroeconómicos –crecimiento del PIB, tasa de inflación, tipos de interés, etc.– que podían diferir de los de otros países. Sin embargo, esta coexistencia ha sido posible –entre otras cosas– gracias a los controles existentes sobre movimientos de capital en algunos países (por ejemplo, Francia e Italia).

Estos controles han servido para amortiguar o anular movimientos especulativos contra las monedas débiles del SME (el franco francés o la lira italiana) en momentos de falta de coherencia de la política económica en estos países, o de inestabilidad en los mercados financieros internacionales (por ejemplo, ante evoluciones del dólar a la baja).

Por tanto, la eliminación completa de los controles de capital pone en entredicho el funcionamiento futuro del SME, al menos en su diseño actual. Para ello se han propuesto soluciones diversas, que van desde el establecimiento de controles de cambio temporales (que es una alternativa incluida en la Directiva de la Comisión) hasta la existencia de un mercado de cambios dual (uno para operaciones puramente financieras y otro para operaciones comerciales), pasando por el establecimiento de un impuesto de igualación de intereses (como el propuesto por J. Tobin) o por un mayor intervalo de fluctuación de las monedas dentro del SME.

De las opciones enumeradas, las tres primeras imponen unos costes de administración altos, aunque la posibilidad de establecer controles temporales es muy interesante. Por otra parte, permitir un mayor intervalo de fluctuación de las monedas va en la dirección contraria al objetivo inicial del SME.

Parece claro que si se desea mantener un sistema de tipos de cambio fijos en Europa, en un régimen de libertad de circulación de capitales, la única alternativa válida es una mayor coordinación de las políticas monetarias de los diversos países. Ello exige en última instancia la creación, sin prisas, de una autoridad monetaria europea –el Banco Central Europeo–, con algunas de las atribuciones de los bancos centrales nacionales, pero, más importante aún, para marcar la disciplina que exija el mantenimiento de una estabilidad monetaria en Europa.

3. Los objetivos financieros de la empresa española en un entorno internacional

Después de haber considerado los aspectos que determinan el nuevo entorno financiero europeo, pretendemos analizar las oportunidades que se presentan a la gestión financiera de las empresas españolas. Esas oportunidades pueden facilitar la consecución de algunos de los objetivos financieros que persiguen las empresas. En esta Sección se detallan los objetivos de la

¹⁸ Puede verse al respecto el amplio informe sobre esta cuestión presentado en el número monográfico de *European Economy* sobre "Creation of a European financial area". Son de particular interés para el caso español los trabajos de Viñals (1987) y Cuervo-Arango (1988).

¹⁹ Véase Wyplosz (1988).

función financiera en un entorno internacional, y en la siguiente se describe cómo el proceso de unificación financiera puede contribuir a un eficaz logro de estos objetivos.

Antes de determinar los objetivos de la gestión financiera de la empresa española en un entorno europeo, puede ser útil establecer cuáles son los objetivos de la dirección financiera de una empresa en un entorno internacional. Se hace referencia en todos los casos a empresas no financieras. Las instituciones financieras, por su propio papel en estos mercados, tienen una problemática en muchos aspectos distinta del resto de las empresas.

Los objetivos de las empresas en un entorno internacional tienen que ver con los dos factores diferenciales de ese entorno, que son, por una parte, la existencia de monedas distintas de la moneda propia, y por otra parte, el poder operar en mercados financieros distintos, es decir, con un conjunto de instituciones e instrumentos financieros distintos de los nacionales. De ahí se desprende que, al hablar de aspectos internacionales de la función financiera, se hace referencia a operaciones que se pueden cerrar dentro o fuera del país de origen de la empresa de que se trate. Pero es también una operación internacional la que se hace localmente en moneda extranjera o la que entra en relación con mercados externos.

La realización de operaciones financieras en otras monedas puede proporcionar a la empresa:

1. Un menor coste (o una mayor rentabilidad) en la financiación (inversión) de las necesidades (excedentes) de tesorería, a corto o a largo plazo. Este menor coste puede ser el resultado de que el coste básico de un préstamo en divisas –corregido por los cambios en la cotización de la moneda correspondiente– sea menor que el interés de la moneda local, o de que el riesgo que perciben los acreedores externos sea menor y, por tanto, la prima de riesgo, menor²⁰, o de menores costes de transacción.
2. Una cobertura del riesgo de cambio de divisas. Esta cobertura se puede realizar en el mercado financiero (por ejemplo: un exportador que se endeuda para cubrir la posición abierta por el pago aplazado de su venta), o en el mercado de cambio de divisas al contado –*spot*– o a plazo –*forward*.

Además, al poder acudir a otros mercados financieros, ya sean mercados financieros nacionales o el euromercado²¹, una empresa que busca fuentes de financiación (o que desea efectuar una inversión financiera) puede conseguir:

3. Disponibilidad de fondos en la cantidad necesaria, lo que puede ser difícil dentro del mercado nacional en un momento determinado. Esta dificultad puede deberse a la escasa "profundidad"²² del mercado nacional, o de algunos de sus segmentos, o a la capacidad de endeudamiento de la empresa: en algunas ocasiones se ha observado que la diversificación de acreedores y de mercados financieros contribuye a aumentar dicha capacidad²³.

²⁰ Esta prima de riesgo puede entenderse como el margen a pagar sobre la tasa de interés del mercado interbancario de referencia.

²¹ El euromercado es el mercado financiero que se crea para una moneda fuera de su país de emisión (así, por ejemplo, el mercado del eurodólar es el mercado del dólar americano fuera de Estados Unidos).

²² Un mercado financiero es poco "profundo" cuando es muy difícil realizar en él operaciones de gran volumen.

²³ Muchas veces los acreedores financieros definen la capacidad de endeudamiento de una empresa como la cantidad máxima de fondos que están dispuestos a comprometer ellos mismos en esa empresa.

4. Disponibilidad de fondos en las condiciones necesarias, por ejemplo: en cuanto al plazo, garantías exigidas (*collaterals*), de interés fijo o variable, etc.
5. Mayor seguridad en el suministro de fondos en caso de atravesar problemas financieros. Cuando se acude a varios mercados a la vez, aumentan las posibilidades de poder financiar las necesidades en caso de una crisis de la empresa o de su sector.
6. La cobertura de riesgos de tasas de interés, de cambio de divisas o de precio de ciertos bienes reales a través de instrumentos tales como opciones, futuros y *swaps*, de divisas y de tipos de interés.
7. Adicionalmente, en los casos en que una empresa ha decidido (o se ha visto obligada) a tener financiación en divisas en descubierto, los distintos mercados se pueden usar para obtener una diversificación que se puede estimar conveniente. Esta diversificación puede servir para disminuir los costes totales de financiación²⁴, para reducir la variabilidad (riesgo) en dicho coste o para reducir los costes de cada fuente individualmente si los acreedores perciben que la diversificación de mercados reduce el riesgo financiero de la empresa.
8. Flexibilidad financiera. La posibilidad de deshacer una operación realizada es muchas veces imprescindible para una gestión dinámica de activos y pasivos. Cuando se puede acceder a diversos mercados es, por lo general, más fácil compensar una posición determinada, ya sea cancelando la operación que la originó o realizando una operación compensatoria.
9. Distintos regímenes financieros y fiscales pueden abrir la posibilidad de dar una estructura jurídica internacional a la empresa que aumente la flexibilidad financiera y reduzca los impuestos a pagar globalmente.

Esta relación de objetivos tiene como foco la vertiente financiera de las operaciones habituales de la compañía, aunque los mercados internacionales se pueden usar también para la especulación pura, es decir, aquella que se hace con el único fin de obtener un beneficio de ella y sin ninguna relación con la actividad normal de la empresa.

Finalmente, nótese que algunos de los objetivos mencionados anteriormente pueden ser contradictorios. Concretamente, el objetivo de reducir costes financieros, por ejemplo adeudándose en una moneda extranjera, puede estar en contradicción con el de cubrir el riesgo de cambio. En esto, como en muchas áreas de la empresa, la dirección tendrá que decidir entre alternativas que tienen ventajas y desventajas.

Todos los objetivos anteriores pueden ser perseguidos por las empresas españolas en los mercados internacionales, dentro y fuera de las Comunidades Europeas. La existencia de las Comunidades Europeas y sus instituciones –sobre todo el SME– y la adhesión de España, brindará unas oportunidades adicionales a las empresas de este país en la consecución de dichos objetivos, que analizaremos seguidamente.

²⁴ Más adelante se hablará de los *portfolios* de deudas o inversiones en distintas monedas.

4. Oportunidades para la gestión financiera de las empresas españolas ante el nuevo entorno financiero europeo

En el Cuadro 10 se clasifican las oportunidades que se abren a las empresas españolas en el contexto europeo, clasificadas por el acontecimiento que las origina. Todas las oportunidades incluidas en el Cuadro pueden no presentarse a la vez. Ya en la Sección 2 se ha puesto de manifiesto la posible incompatibilidad de la simultaneidad de las tres condiciones siguientes: un sistema de tipos de cambios fijos (como el SME), la libertad de los movimientos de capital y la independencia de las políticas monetarias nacionales. Más aún, a pesar de la decisión política de llevar a cabo la unión financiera comunitaria, todavía quedan, como hemos visto antes, aspectos muy importantes a concretar antes de conseguirla, como es, por ejemplo, la reforma de la imposición sobre el ahorro y los beneficios empresariales.

Cuadro 10

Oportunidades para la gestión financiera de las empresas españolas derivadas de la unificación financiera europea

Acontecimiento	Oportunidad
Uso privado del ecu	Permite una diversificación de monedas en una sola operación. Facilita la obtención de activos o pasivos en monedas con mercados estrechos. Constituye un mercado financiero importante.
Sistema monetario europeo Coordinación de las políticas económicas nacionales	Mayor estabilidad de las cotizaciones de las monedas. Cuadro macroeconómico menos incierto: inflación, tipos de interés y tipos de cambio.
Libertad de movimiento de capitales	Posibilidad de acomodar las condiciones de las operaciones a las necesidades. Flexibilidad financiera: mayor capacidad de reacción ante los cambios de la situación o de expectativas, cubrir riesgos, buscar más rentabilidad o menor coste, etc.
Libertad de prestación de servicios financieros	Mayor oferta de servicios financieros. Reducción de costes por la competencia de las empresas proveedoras de servicios. Mayor rentabilidad para el ahorro.
Unificación monetaria de Europa	Eliminación del riesgo de cambio en las operaciones que se denominaban en las monedas de los otros Estados miembros. Otras.

4.1. Uso privado del ecu

La primera oportunidad que presenta el mercado del ecu para la empresa española es su propia existencia. Es un mercado de gran volumen, como se ha puesto de manifiesto en el apartado 2.2.2 anterior, y es una fuente de fondos alternativa para la empresa española, a pesar de que en los últimos meses ha decaído la utilización del ecu por parte de éstas debido a causas

coyunturales²⁵ (en los Cuadros 11a, b y c se observa la evolución del endeudamiento exterior de la empresa española, incluyendo las operaciones en ecus).

La segunda ventaja consiste en que es un procedimiento para conseguir activos o pasivos en monedas que forman parte del ecu pero que tienen un mercado propio más estrecho, por ejemplo, las coronas danesas, la lira italiana, etc. Al contratar un préstamo (inversión) en ecus se produce una situación –en cuanto al riesgo de cambio frente a la moneda buscada– similar a tener un préstamo (inversión) de un importe proporcional al peso relativo de dicha moneda en la constitución del ecu.

El ecu también proporciona una diversificación de riesgos frente a la alternativa de realizar la misma operación en una moneda individual, cuando no se puede o no se quiere cubrir el riesgo de cambio. El efecto de la diversificación se traduce en una reducción del riesgo de la transacción²⁶. Esa reducción se ha estudiado de diferentes maneras. El método tradicional consiste en comparar el coste (rentabilidad) de una operación hecha en ecus frente a otra deuda (inversión) mutuamente excluyente. Este método ha resultado sistemáticamente en una menor variabilidad y, por tanto, menor riesgo para el coste de una deuda en ecus frente a otras monedas²⁷.

Otro aspecto de la conveniencia de la utilización del ecu en las transacciones financieras se deriva del enfoque de carteras eficientes. Muchas empresas, sobre todo las de mayor envergadura, pueden plantearse la denominación de sus operaciones no en una sola moneda, sino en un conjunto (una cartera) de ellas. Los resultados de este enfoque²⁸ establecen –como era de esperar– que el ecu no constituye una cartera eficiente, pero –para las empresas ubicadas en los Estados miembros de la CEE– la pérdida registrada al endeudarse o prestar en ecus, en lugar de buscar una cartera eficiente, es relativamente pequeña y es posible que en la mayoría de los casos no se justifique esa búsqueda.

Esta característica de estabilidad de la cotización del ecu puede aprovecharse a la hora de construir listas de precios de exportación. Por lo general, si los precios se dan en ecus habrá menos necesidad de cambiarlos que si se dieran en dólares. Esto han hecho muchas empresas de otros países de la CEE, particularmente italianas y francesas.

De lo anterior se desprende la importante reducción de riesgos que puede suponer el uso del ecu en aquellos casos en que no se puede o no se quiere cubrir el riesgo de cambio de otra manera (mercado a plazo, opciones, etc.). Entre los casos más difíciles de cubrir, y en los que el ecu puede jugar un papel importante, se encuentra la inversión o los préstamos a muy largo plazo, el riesgo potencial por las posibles compras o ventas, etc.

²⁵ Estas causas son, principalmente: la fortaleza de la peseta frente a monedas con tasas de interés más bajas (por ejemplo, el marco alemán) y la abundante liquidez del mercado español, etc. En el primer semestre de 1988 sólo se ha cerrado una operación de préstamo por 66 millones de ecus (otorgado a Europistas Concesionaria Española, S.A.).

²⁶ Definimos el riesgo como la variabilidad en los resultados posibles de una transacción económica.

²⁷ Véase, por ejemplo, Eguidazu (1985). Teniendo como moneda base la peseta, la desviación tipo del coste de la financiación a seis meses para el período marzo de 1979–diciembre de 1983, fue sensiblemente menor para el ecu frente al dólar, marco alemán, yen, franco suizo, libra esterlina y franco francés.

²⁸ Cfr. Hamaui (1985). Una cartera eficiente es aquella que proporciona el mínimo coste (la máxima rentabilidad) para un determinado nivel de riesgo o, alternativamente, el mínimo riesgo para un nivel de coste (rentabilidad).

4.2. El SME y la coordinación de las políticas económicas de los Estados miembros

A efectos de este apartado, al hablar de coordinación se hace referencia al compromiso de mantener un tipo de cambio dentro del SME, la subordinación de la política monetaria a ese objetivo cambiario y la deseable convergencia de las políticas fiscales.

Cuadro 11a

Composición de la deuda exterior por prestatarios (millones de dólares a cambio de fin de período)

	Total	Sector público	Sector privado
1981	27.207	12.505	14.702
1982	28.771	14.001	14.770
1983	29.462	15.273	14.189
1984	29.577	15.509	14.068
1985	28.586	16.291	12.295
1986	24.545	12.978	11.567
1988 (junio)	31.971	13.129	18.842

Fuente: Banco de España, *Boletín Estadístico*, septiembre de 1988.

Cuadro 11b

Endeudamiento de empresas españolas en ecus

Año	Prestatario	Ecus (millones)	Dólares Equivalente (millones)	Tipo
Enero-junio de 1988	Europistas Concesionaria Española, S.A.	66	53,7	<i>Term Credit</i>
1987	Generalitat de Catalunya	30		<i>Loan</i>
Enero-junio de 1986	Hidrola	68	64,4	Renegociación
	Renfe	100	97,5	FRN
1984	Aguas de Barcelona	8		<i>Syndicated</i>
	Ciudad de Barcelona	24		
	Telefónica	100		
	Ferrocarrils de Catalunya	30		
	Generalitat de Catalunya	65		
	Hispano Francesa de Energía Nuclear	15,5		
	Iberia	60		
	INI	75		
	Renfe	42		
	Renfe	46,5		
1983	Hidruña	50		<i>Syndicated</i>
1981, 1982 y 1985 nada				

Fuente: Banco de España, *Boletín Estadístico*, septiembre de 1988.

Cuadro 11c

Composición por monedas de la deuda exterior (variación junio de 1987-junio de 1988)
(Millones de dólares a cambio comprador fin de período y porcentajes)

	Importe	Porcentaje
Dólar	2.948	41%
Franco suizo	1.547	21%
Marco alemán	872	12%
Yen	424	6%
Ecu	485	7%
Libra esterlina	282	4%
Otras monedas	712	10%
TOTAL	7.270	100%

Fuente: Banco de España, *Boletín Estadístico*, septiembre de 1988.

Los resultados de la coordinación practicada de las políticas monetarias han sido una mayor estabilidad de las cotizaciones de las monedas del SME entre sí y una convergencia de las tasas de inflación de los Estados miembros del sistema hacia niveles más bajos. A pesar de los diez reajustes de paridades, el SME ha demostrado ser eficaz para reducir la variabilidad de las cotizaciones nominales y reales –cotizaciones corregidas por la inflación. En la Sección 2 se ha estudiado la sensible reducción de la variabilidad de las cotizaciones de las monedas del SME entre sí en el período 1979-1985 con respecto a los cinco años anteriores, a pesar del aumento de la volatilidad de los tipos de cambio fuera del SME. La convergencia de las tasas de inflación se puede ver en el Cuadro 12; dado el papel predominante de Alemania dentro del sistema, el resto de los países ha tenido que ir adaptando sus políticas monetarias a la que seguía aquel país. El resultado ha sido una menor dispersión de las tasas de inflación en los países del SME, alrededor de la tasa alemana. Es difícil de prever el impacto de la entrada plena de la peseta en el SME en los tipos de interés, aunque esa integración podría traer niveles más bajos de tipos de interés y una mayor estabilidad –excepto en los períodos previos a los reajustes de paridades (Viñals, 1988).

Son innumerables las ventajas para la empresa que se deducen de una mayor estabilidad del escenario macroeconómico. La mayor estabilidad de los tipos de cambio con otros países de la CEE, a corto y largo plazo, reduce el riesgo de cambio de una gran parte de las operaciones comerciales y financieras de la empresa española²⁹.

Como se ha dicho más arriba, en muchos casos el riesgo de cambio puede cubrirse (en los mercados de cambio de divisas a plazo o en los mercados financieros), sobre todo si se trata de operaciones concretas y a corto y medio plazo. Pero aun en ese contexto, el hecho de que el riesgo sea menor tiene ventajas, derivadas del menor coste de una exposición al riesgo no advertido o inesperado; por ejemplo, ése es el caso de una venta o compra en el exterior hasta el momento en que se puede hacer la cobertura, o de una operación financiera o de comercio exterior que no se puede saldar a su vencimiento, etc. La mayor estabilidad en el largo plazo

²⁹ No puede olvidarse que un 54% de las importaciones y un 63% de las exportaciones españolas tienen a otro país de la CEE como origen y destino, respectivamente; además, una gran parte de las operaciones financieras de residentes españoles se saldan con el resto de la CEE.

presenta el atractivo de reducir el grado de incertidumbre en las políticas de la empresa, como es el caso de la inversión para la apertura de un mercado para sus productos en otro país, de la constitución de una sociedad filial en el extranjero, etc.

Cuadro 12

Tasas de inflación en el SME (precios al consumo, media anual, en porcentaje)

	1979	1982	1986	1987 (1)	1988 (1)
Bélgica	3,9	7,3	1,3	1,8	2,5
Dinamarca	10,4	10,2	3,6	4,1	4,0
Alemania	4,0	4,7	-0,5	0,7	1,8
Francia	10,4	11,2	2,5	3,1	2,6
Irlanda	14,9	15,9	3,6	3,0	3,2
Italia	15,1	15,9	6,3	4,8	4,9
Luxemburgo	5,2	10,8	0,3	0,5	2,3
Países Bajos	4,3	5,3	0,2	-0,8	1,0
SME	8,9	9,8	2,4	2,4	2,8
Índice de dispersión (2)	4,9	5,1	2,9	1,7	1,0
Índice de dispersión (3)	4,8	4,3	2,3	1,9	1,2
España	15,7	14,5	8,8	5,4	4,2

Fuente: Viñals (1988).

(1) Estimaciones provisionales y previsiones.

(2) Diferencial SME-Alemania.

(3) Desviación estándar.

El mayor grado de predictibilidad de las tasas de inflación y de interés en el propio país está más allá, por supuesto, de los objetivos financieros de la empresa (y por eso no se han mencionado en la Sección anterior), pero también facilita la gestión empresarial, al dar mayor confianza a los presupuestos de operaciones y a las decisiones que comportan un análisis de resultados a lo largo de varios años.

4.3. La liberalización de los movimientos de capitales

Después de la descripción genérica de los efectos de la liberalización de los flujos de capitales presentada en la Sección 2, veamos ahora algunas de sus ventajas para la empresa. La liberalización ayudará a cumplir con la mayor parte de los objetivos financieros mencionados anteriormente. Permitirá diseñar las operaciones financieras de acuerdo con las necesidades de la empresa (en cuanto a moneda, plazo, etc.); facilitará la diversificación de monedas sin los problemas de autorización, domiciliación, etc.; permitirá una gestión activa del pasivo; y, por último, se podrá cambiar de moneda, de prestamista o de prestatario con mayor facilidad, y modificará las condiciones de la operación sin someterse a requisitos de autorización.

Un aspecto a destacar de la liberalización es la apertura a una gestión activa de los riesgos. Ello comprende casos como el uso del mercado monetario para cubrir riesgos de cambio del comercio exterior, o del mercado a plazo de divisas, para pasar el riesgo de cambio de una divisa (digamos en un préstamo) a una tercera moneda. Un ejemplo de ello es el caso de una empresa que pide un préstamo en dólares y al cabo de cierto tiempo quiere cambiar a libras esterlinas; en lugar de

cancelar la operación original y pedir otro préstamo, puede –simplemente– vender libras contra dólares a la fecha de vencimiento de la deuda en dólares.

La liberalización de los movimientos de capitales entre los países de la CEE ha de conducir a la liberalización total frente a terceros, ya que algunos de los países de la CEE se negarán a reducir el grado de libertad que ahora tienen. De esa manera, no tendría sentido prohibir –por ejemplo– a los residentes italianos el hacer directamente depósitos en francos suizos en Suiza si lo pueden hacer a través de Reino Unido.

También serán accesibles los mercados internacionales de opciones y futuros de tipos de interés. Hay empresas españolas que ya sienten esa necesidad; por ejemplo, éste es el caso de una empresa que ha vendido una planta llave en mano en dólares y para esa operación ha tenido que adquirir maquinaria en Alemania a pagar en marcos; en la cobertura de su riesgo de cambios le podía haber sido útil contar con una opción de compra de marcos contra dólares.

La liberalización de los movimientos de capital puede ampliar las posibilidades que tienen las empresas españolas para situar filiales en países con regímenes fiscales más favorables, hasta que se consiga la tan difícil armonización fiscal.

El resultado será una mayor flexibilidad financiera para: a) poder llevar a cabo las políticas establecidas en cada empresa con respecto a la financiación de las operaciones y a la gestión de los riesgos de cambio, de tasas de interés y de precios de otros bienes, y b) ajustarse a los cambios de los mercados o de las propias políticas o expectativas. La nueva situación comportará, además de oportunidades, nuevos riesgos, en la medida en que la libertad conduzca a tener más posiciones abiertas, y exigirá una mayor capacidad para detectar, medir y gestionar esos riesgos.

4.4. La libertad de prestación de servicios financieros

La libertad de prestación de servicios ha de permitir a las instituciones financieras actuar más allá de las fronteras de su país sin otra restricción que la impuesta a las entidades nacionales. Esta liberalización está dirigida, actualmente, a las actividades de banca comercial, intermediación y compra y venta de títulos financieros y de seguros.

Puesto que la armonización de la regulación que los distintos países imponen a la actividad financiera ha resultado ser muy difícil de realizar, se ha optado por el principio de "reconocimiento mutuo". Bajo este concepto, las instituciones financieras que operen en varios países tendrán que responder, solamente y de manera consolidada, a la autoridad monetaria de su país de origen (excepto para aquellos aspectos relevantes para la política monetaria de los países donde tenga establecidas filiales, sobre los que tendrá potestad la autoridad monetaria del país de la filial).

Esta libertad puede tener dos consecuencias, de distinta importancia. Por un lado, la posibilidad de ofrecer en el mercado español nuevos productos financieros y, de otro, la reducción de los costes de intermediación. No es de esperar un cambio importante en la oferta de productos financieros, ya que la inmensa mayoría de los que se ofrecen en otros entornos financieros más desarrollados ya están presentes en España, aunque puedan extenderse y aplicarse más. La innovación que ahora se insinúa con más nitidez es la de los fondos de pensiones.

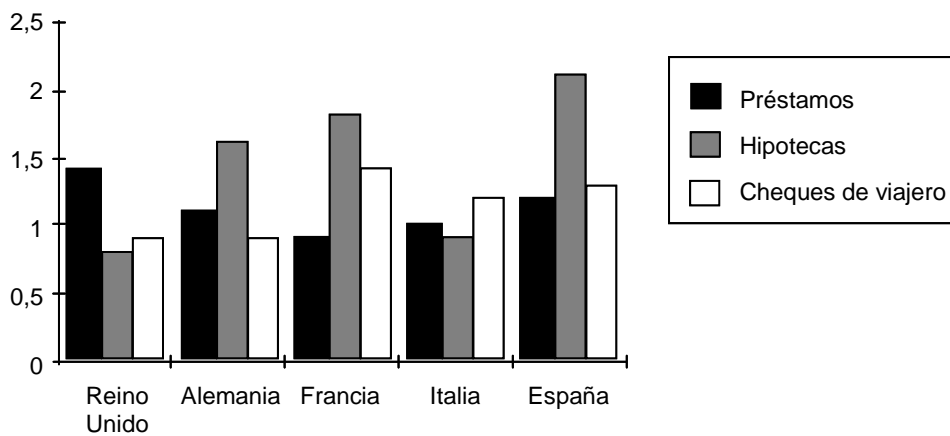
En cambio, sí hay un amplio margen para la reducción de los costes de intermediación en la banca comercial y en la intermediación de títulos, como se puede ver en las Figuras 4 y 5.

El grado de reducción de costes dependerá de la fuerza de negociación de las partes (empresas e instituciones financieras dentro del país) y de la estrategia de las entidades de otros países para aprovechar la oportunidad que representan los elevados márgenes españoles. Es de destacar que hasta ahora esta estrategia no ha sido uniforme, no habiéndose notado, por ejemplo, una demanda activa de depósitos en el extranjero por parte de los bancos al por menor.

Cuando se habla de liberalización se piensa en deuda en divisas; sin embargo, la mayor flexibilidad se aplica también a la renta variable. Cuando se eliminen trabas a los movimientos de capitales y se agilicen las compensaciones entre plazas de distintos países, será más fácil y provechoso para las empresas españolas cotizar sus acciones en otra u otras bolsas de países de la CEE.

Figura 4

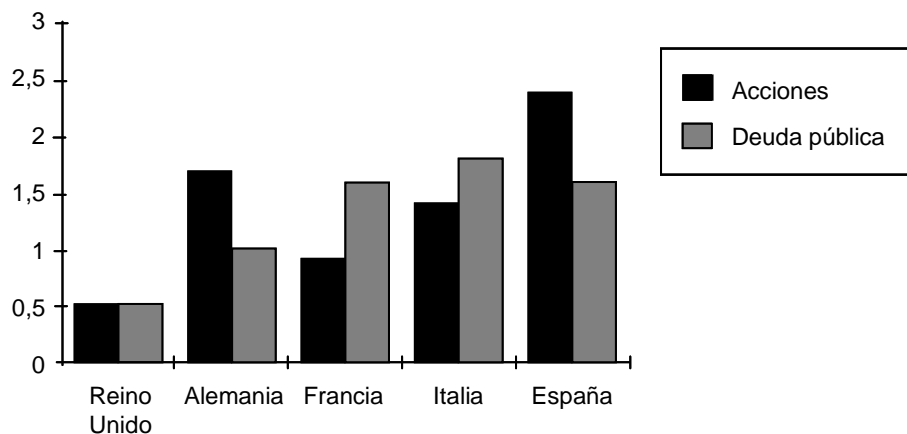
Precio de los servicios bancarios (promedio de los cuatro países de precios más bajos = 1)



Fuente: Price Waterhouse.

Figura 5

Precio de los servicios bancarios (promedio de los cuatro países de precios más bajos = 1)



Fuente: Price Waterhouse.

4.5. ¿Hacia una moneda europea?

El trecho que queda para la completa unión monetaria europea es aún muy largo. En cualquier caso, no parece ser un objetivo que se vaya a cumplir poco después de 1992. Ello es particularmente claro en el caso de la supuesta creación de una moneda europea –con todas las funciones propias de las monedas nacionales– emitida por el Banco Central de Europa.

¿Qué ocurrirá cuando se den esos acontecimientos? Al pensar en las oportunidades para la empresa española, la primera consistiría en la total eliminación del riesgo de cambio en todas las transacciones que ahora se denominan en las monedas de la CEE. Dada la alta proporción de actividades comerciales y financieras en España con el resto de las Comunidades Europeas (mencionada en el apartado 4.1.), se comprende que esto tendrá un gran impacto en la gestión financiera, disminuyendo los esfuerzos y el dinero destinado a medir y cubrir esos riesgos.

Sin embargo, las consecuencias pueden ir mucho más lejos. La unificación puede hacer que el peso de la nueva moneda europea sea en el futuro mayor que el conjunto de las monedas individuales, reduciendo aún más el riesgo de cambio de las empresas de países de la CEE. También puede haber una concentración geográfica de las operaciones financieras. Algunas instituciones financieras³⁰ piensan que, caso de lograrse la unión europea, las transacciones financieras más importantes pueden gravitar alrededor del centro de operaciones del Banco Central europeo. La localización de dicho banco central es un tema político del máximo nivel, ya que las empresas europeas (y de terceros países) pueden tender a situarse en la misma plaza, o tener que abrir delegaciones financieras en ella para agilizar las operaciones.

Hoy por hoy, esto es un supuesto futurible, de consecuencias muy difíciles aún de valorar. No obstante, es conveniente comenzar a pensar en ellas y en sus efectos sobre las decisiones empresariales.

5. Algunas conclusiones

La inestabilidad de los mercados financieros nacionales e internacionales, y el proceso de liberalización financiera dentro de los Estados miembros de la CEE, están configurando un escenario financiero que fraguará en los próximos años, distinto del actual. Ello abre a las empresas españolas nuevas oportunidades de financiación y de inversión financiera, aunque el proceso iniciado no está exento de incertidumbres.

Entre las características de los mercados financieros en Europa de la década de 1990, en la que la empresa española ha de acudir en busca de recursos, hemos de destacar las siguientes:

1. El sector financiero de las economías industriales ha avanzado en los últimos años por un camino que conduce a la globalización y a la interdependencia de los mercados en países diferentes. A ello han contribuido fenómenos como el desarrollo de los euromercados, la progresiva implantación de las transacciones continuas en los distintos mercados y, más recientemente, la puesta en marcha de los mercados de futuros para diferentes activos financieros y la desregulación del sector.

³⁰ «World Financial Markets», J. P. Morgan, 5, 1988.

2. Este último fenómeno, la desregulación, ha jugado un papel crucial en la transformación de los sistemas financieros, al permitir una mayor libertad en diferentes ámbitos: prestación de servicios financieros, tipos de interés, acceso a mercados financieros de países distintos y, en definitiva, mayor innovación financiera.
3. La volatilidad de los tipos de interés y de los tipos de cambio es, sin duda, una de las características del sistema financiero internacional de la década de los ochenta. Este fenómeno ha tenido un gran impacto en la competitividad empresarial, lo que ha contribuido al desarrollo de nuevos instrumentos financieros capaces de compensar, total o parcialmente, los posibles efectos de ese riesgo sobre las empresas.
4. Dentro del ámbito de los países de la CEE, la puesta en marcha del SME ha ayudado a lograr una mayor estabilidad cambiaria, y, aunque no han desaparecido las crisis monetarias, su número se ha reducido. La configuración actual del SME no puede mantenerse indefinidamente; en particular, la liberalización de los flujos de capitales entre Estados miembros del sistema llevaría a un régimen de tipos de cambio fijos como es el SME al fracaso, a menos que los Estados miembros no acuerden alcanzar una mayor coordinación de sus respectivas políticas económicas, especialmente, la política monetaria.
5. La innovación financiera –desatada en parte por los fenómenos que acabamos de describir– es otro rasgo evidente de los sistemas financieros modernos. Esta característica ha sido particularmente intensa en operaciones orientadas al endeudamiento de empresas o individuos, bien con el propósito de conseguir los recursos necesarios para inversiones productivas (como es el caso de las emisiones de bonos, pagarés u obligaciones), bien para financiar operaciones de inversión financiera (por ejemplo, para financiar un *buy-out*).
6. Una novedad financiera importante de estos años ha sido el desarrollo de los mercados privados de ecus (obligaciones, bonos, notas a tipos de interés flotante). Sin ser una moneda de reserva oficial, el ecu ha ofrecido a empresas e intermediarios financieros recursos adicionales, a un coste menor y con un riesgo más diversificado. El desarrollo futuro del ecu plantea aún importantes inconvenientes y, en especial, si se piensa en ella como la moneda oficial europea de los años noventa. Sin perjuicio de cuál sea su evolución futura, su uso ha sido y es de gran interés, especialmente como alternativa al dólar, por parte de empresas con operaciones en diversos países europeos.
7. La unión monetaria europea y la adopción de una moneda oficial son objetivos que las autoridades monetarias pretenden conseguir en los próximos años. No obstante, estos logros han de venir, no impuestos por la voluntad política, sino como fruta madura de un verdadero mercado único europeo de bienes y servicios y de una mayor convergencia de los resultados macroeconómicos de los Estados miembros. Otra actitud sería puro voluntarismo y perjudicial para la causa europea.
8. El proceso de liberalización financiera aprobado recientemente por el Consejo de Ministros de la CEE tendrá numerosas consecuencias prácticas para las empresas financieras: mayor competencia, adopción de nuevas estrategias de concentración o de especialización, mejora de la productividad, etc. Ello ha de redundar, lógicamente, en las empresas industriales y de servicios, en una doble dimensión: a) en la mayor capacidad de operar financieramente en un ámbito europeo sin regulaciones nacionales muy diferentes, y b) en la mayor disponibilidad de fondos prestables, y de instrumentos financieros, en general, a costes más bajos y normalmente con un riesgo de cambio menor que el actual.

9. La progresiva convergencia de las tasas de inflación de los Estados miembros del SME, la desaparición de los circuitos privilegiados de financiación del sector público, la armonización fiscal y de otras normas reguladoras de las entidades de crédito, la creciente competencia entre entidades financieras y el libre flujo del ahorro entre los países de la CEE, han de conducir a una convergencia de los tipos de interés y, por tanto, del coste del crédito para las empresas españolas. Este factor, que actualmente es en ciertos casos un lastre para la competitividad empresarial, dejará de ser en los próximos años un factor relevante.

Bibliografía

Ballarín, E., J. Gual y J.E. Ricart (1988), "Rentabilidad y competitividad en el sector bancario español. Un estudio sobre la distribución de servicios financieros en España", Fundación FIES, documento de trabajo nº 25, Madrid.

Bank for International Settlements (1986), "Recent Innovations in International Banking", Basilea.

Bueno, E. (1987), "La empresa española: Estructura y resultados", Instituto de Estudios Económicos, Madrid.

Canals, J. (1988), "Deuda pública, déficit público y tipos reales de interés", *Información Comercial Española*, marzo, págs. 111-135.

Canals, J. (1988), "La coordinación de políticas económicas: ¿Una solución a los problemas de la economía internacional?", Caixa de Pensions, Barcelona.

Coffey, P. (1984), "The European Monetary System. Past, Present and Future", Martinus Nijhoff Publishers, Amsterdam.

Cooper, R. (1987), "The International Monetary System", The MIT Press, Massachusetts.

Cuervo-Arango, C. (1988), "Financial Liberalization: The Spanish Perspective", *European Economy*, 36, págs. 105-114.

Eguidazu, S. (1985), "El Sistema Monetario Europeo: Una alternativa para la peseta", *Papeles de Economía Española*, 25, págs. 304-325.

Elías, J. y A. Pes (1988), "El Sistema Monetario Europeo y el ecu", Caixa de Pensions, documento de trabajo nº 15, Barcelona.

European Affairs (1988), "Special Issue on the ECU", marzo.

Giavazzi, F. y A. Giovannini (1986), "The EMS and the Dollar", *Economic Policy*, 2, págs. 456-485.

Gil, G. (1985), "Aspectos financieros y monetarios de la integración española en la Comunidad Económica Europea", Banco de España, *Estudios Económicos*, nº 37, Madrid.

Gilibert, P. et al. (1988), "International Capital Markets in 1987", BEI/EIB Papers, 6.

Guissinger, S.E. et al. (1985), "Investment Incentives and Performance Requirements: Patterns of International Trade, Production and Investment", Praeger, Nueva York.

Hamai, R. (1985), "The ECU and efficient portfolio choice", mimeo, Banca Commerciale Italiana.

Kohlhagen, S. (1983), "Overlapping National Investment Portfolios", en R. Hawkins, R. Levich y C. Wihlborg (eds.), "Research in International Business and Finance", JAI Press, Greenwich.

Lessard, D. (1986), "Finance and Global Competition: Exploiting Financial Scope and Coping with Volatile Exchange Rates", en M. Porter (ed.), "Competition in Global Industries", Harvard Business School Press, Cambridge.

- Levich, R.M. y A. Sommariva (eds.) (1987), "The ECU Market", Lexington Books, Massachusetts.
- Munnell, A. (1982), "The Economics of Private Pensions", The Brookings Institution, Washington D.C.
- OCDE (1984), "International Trade in Services: Banking Identification and Analysis of Obstacles", París.
- OCDE (1987), "Structural Adjustment and Economic Performance", París.
- Ontiveros, E. (1987), "El proceso de innovación en los mercados financieros internacionales", *Papeles de Economía Española*, 32, págs. 194-226.
- Ontiveros, E. (1986), "Financiación de la economía española en los mercados internacionales (1979-1985)", Madrid.
- Oudiz, G. y J. Sachs (1984), "Macroeconomic policy coordination among the industrial economies", *Brooking Papers on Economic Activity*, 1, págs. 1-64.
- Padoa-Schioppa, T. (1984), "Money, Economic Policy and Europe", Commission of the European Communities, Bruselas.
- Pardee, S.A. (1984), "Internationalisation of Financial Markets", *FRB Kansas City Economic Review*, febrero, págs. 3-7.
- Pecchioli, R.M. (1983), "The Internationalisation of Banking. The Policy Issues", OCDE, París.
- Porter, M. (ed.) (1986), "Competition in Global Industries", Harvard Business School Press, Cambridge.
- Ungerer, H., O. Evans y P. Nyberg (1986), "The European Monetary System: Recent Developments", Occasional Paper nº 48, Fondo Monetario Internacional.
- Viñals, J. (1986), "¿Hacia una mayor flexibilidad de los tipos de cambio en el sistema monetario internacional?", *Papeles de Economía Española*, 28, págs. 2-22.
- Viñals, J. (1987), "La incorporación de España al SME y sus consecuencias para la política monetaria", en FEDEA, "La política monetaria en España", Madrid.
- Viñals, J. (1988), "El Sistema Monetario Europeo, España y la política macroeconómica", *Información Comercial Española*, nº 657.
- Viñals, J. y A. Berges (1987), "Innovación financiera e inversión", mimeo, Madrid.
- Wyplosz, C. (1986), "Capital flows liberalization and the EMS: A french perspective", Working Paper, Insead, Fontainebleau.
- Wyplosz, C. (1988), "Capital flow liberalization and the EMS", *European Economy*, 36, págs. 85-103.