



Universidad de Navarra

CIIF

Occasional Paper

OP nº 05/12

Marzo 2005

MERCADOS FINANCIEROS: EL EURO, LA INTEGRACION FINANCIERA
Y LA POSICION INTERNACIONAL DE LA INVERSION ESPAÑOLA

José Manuel Campa*

* Profesor de Finanzas, Cátedra Grupo Santander de Instituciones Financieras y Gobierno Corporativo, IESE

La finalidad de los IESE Occasional Papers es presentar temas de interés general a un amplio público. A diferencia de los Documentos de Investigación, no pretenden ofrecer aportaciones originales a los conocimientos empresariales.

IESE Business School - Universidad de Navarra

Avda. Pearson, 21 - 08034 Barcelona. Tel.: (+34) 93 253 42 00 Fax: (+34) 93 253 43 43

Camino del Cerro del Águila, 3 (Ctra. de Castilla, km 5,180) - 28023 Madrid. Tel.: (+34) 91 357 08 09 Fax: (+34) 91 357 29 13

Copyright© 2005, IESE Business School. Prohibida la reproducción sin permiso

El CIIF, Centro Internacional de Investigación Financiera, es un centro de carácter interdisciplinar con vocación internacional orientado a la investigación y docencia en finanzas. Nació a principios de 1992 como consecuencia de las inquietudes en investigación financiera de un grupo interdisciplinar de profesores del IESE, y se ha constituido como un núcleo de trabajo dentro de las actividades del IESE Business School.

Tras más de diez años de funcionamiento, nuestros principales objetivos siguen siendo los siguientes:

- Buscar respuestas a las cuestiones que se plantean los empresarios y directivos de empresas financieras y los responsables financieros de todo tipo de empresas en el desempeño de sus funciones.
- Desarrollar nuevas herramientas para la dirección financiera.
- Profundizar en el estudio de los cambios que se producen en el mercado y de sus efectos en la vertiente financiera de la actividad empresarial.

Todas estas actividades se proyectan y desarrollan gracias al apoyo de nuestras Empresas Patrono, que además de representar un soporte económico fundamental, contribuyen a la definición de los proyectos de investigación, lo que garantiza su enfoque práctico.

Dichas empresas, a las que volvemos a reiterar nuestro agradecimiento, son: Aena, A.T. Kearney, Caja Madrid, Fundación Ramón Areces, Grupo Endesa, Telefónica y Unión Fenosa.

<http://www.iese.edu/ciif/>

MERCADOS FINANCIEROS: EL EURO, LA INTEGRACION FINANCIERA Y LA POSICION INTERNACIONAL DE LA INVERSION ESPAÑOLA

Resumen

La implantación del euro ha sido sin lugar a dudas uno de los momentos culminantes de integración en Europa en la última mitad de siglo. Su aceptación y uso ha sido un éxito y ha permitido la convergencia dentro de la zona euro hacia un estado de estabilidad monetaria y de precios que hace tan sólo una década parecía imposible. El euro también ha contribuido a la integración económica entre los países de la UEM mediante el incremento en el comercio internacional de bienes y servicios. España ha sido uno de los países más beneficiados por este proceso de integración.

Pero esta integración monetaria plantea a su vez nuevos retos para el buen funcionamiento económico de la zona.

Palabras clave: Unión monetaria, ciclos económicos, mercados financieros, tipos de interés, política económica.

MERCADOS FINANCIEROS: EL EURO, LA INTEGRACION FINANCIERA Y LA POSICION INTERNACIONAL DE LA INVERSION ESPAÑOLA*

Introducción

En esta colaboración se me ha pedido que revise la evolución del grado de implantación del euro desde su creación y la situación de la posición financiera internacional española durante los años 2000-2005, tanto en su ámbito de flujos de capitales como de la implantación y desarrollo de los mercados financieros españoles dentro del contexto de la nueva Europa del euro.

Todas las medidas de evaluación del grado de utilización de la moneda única van en la misma dirección, la implantación del euro ha sido un éxito. Tanto por la frecuencia con que las autoridades públicas de otros países lo usan como moneda de referencia o de reserva como por su utilización por los agentes privados como moneda en la que denominar sus transacciones financieras y comerciales, la implantación del euro en la economía internacional se ha extendido progresivamente. Dado el grado de persistencia en este tipo de decisiones por los agentes económicos, esta tendencia es esperable que continúe en el futuro. Las afirmaciones recientes por parte de algunos de los bancos centrales más importantes del mundo indicando que utilizarán cada vez más el euro como moneda de referencia para sus políticas de tipo de cambio hacen pensar que el incremento del papel del euro en el contexto internacional se puede incluso acelerar.

La implantación del euro ha tenido consecuencias inmediatas en la estructura económica española. En primer lugar, la estabilidad monetaria y el descenso de los tipos de interés han llevado a un incremento en la tasa de expansión de la economía española. España también ha sido de los países que más se ha beneficiado en su comercio intraeuropeo por el incremento de los flujos comerciales que la creación de la moneda única ha permitido. No obstante, la creación del euro no ha llevado a una coordinación mayor en los ciclos económicos de la zona, y la existencia de la política monetaria única ha resaltado la necesidad de contar con otras políticas económicas de ajuste para adaptar la diversidad de comportamientos de los ciclos económicos dentro de la zona.

El impacto del euro en los mercados financieros españoles ha sido notable. Por un lado, la integración de los mercados monetarios y de renta fija pública ha sido muy rápida. También se ha producido una rápida internacionalización de las posiciones de cartera tanto en renta fija como en renta variable. Los mercados de valores de renta variable siguen siendo

* Colaboración para el estudio «España y la nueva arquitectura económica internacional», realizado por la Universidad de Navarra para la Fundación de Estudios Financieros.

fundamentalmente nacionales. En España, el mercado de valores sufrió un período de estancamiento hasta finales de 2003, que ha empezado a mejorar sustancialmente durante el año 2004. La integración de mercados de valores bursátiles todavía necesita un desarrollo mucho más intenso y aún nos encontramos en los inicios de un auténtico mercado paneuropeo de renta variable.

El resto de esta contribución desarrolla en más detalle estos aspectos de las implicaciones de la creación del euro. En la sección siguiente se hace una rápida revisión de los distintos indicadores del grado de implantación del euro en la economía mundial. Luego se revisa el grado de coordinación de políticas económicas y ciclos económicos dentro del área. A continuación se examina la situación internacional inversora de la economía española, y finalmente se presenta la evolución de los mercados financieros españoles. La última sección ofrece unas reflexiones finales.

La implantación del euro

La creación del euro como moneda única ha sido sin lugar a dudas el proceso más importante en la creación de un espacio único en Europa desde la consecución del Mercado Común en 1992. El período transcurrido desde la fijación de los tipos de cambios irrevocables entre las monedas que formaron parte de la zona euro indica un progreso importante en la aceptación de la nueva moneda en el contexto internacional. Este grado de aceptación se muestra tanto en la credibilidad de la autoridad monetaria, la satisfacción de los ciudadanos en el funcionamiento de la moneda única, como en el incremento de su uso en las distintas actividades económicas internacionales.

En primer lugar, la evolución de la credibilidad del euro derivada del ejercicio de la política monetaria ha sido muy satisfactoria. La política monetaria del Banco Central Europeo se marcó como objetivo primordial el mantener la estabilidad de precios dentro de la zona, definida como una inflación a medio plazo «por debajo de, pero muy próxima a, el 2%». Después de cinco años de ejercicio de dicha política monetaria, los indicadores sugieren un cumplimiento muy próximo a dicho objetivo. Si bien la inflación histórica durante estos años ha sido superior al 2%, la inflación a noviembre de 2004 para la zona euro era del 2,2%. Además, las expectativas de inflación, medidas a través de los futuros sobre el tipo de interés dentro de la zona euro, indicaban unas expectativas de inflación también del 2,2%. Esta convergencia entre el objetivo de inflación del Banco Central Europeo, las expectativas de los agentes económicos y la inflación observada interanual se ha conseguido en un contexto de estabilidad de tipos de interés a niveles bajos y una alta volatilidad del tipo de cambio. El tipo de cambio del euro contra el dólar ha experimentado volatilidades anuales cercanas al 20% desde 1998. Estas volatilidades reflejan más expectativas divergentes de otras políticas económicas no monetarias y de crecimiento en la zona euro y terceros países que incertidumbre sobre la política monetaria del área.

El éxito en la credibilidad de la política monetaria del euro tiene su reflejo en la aceptación del euro en los mercados internacionales. Existen diversas maneras de inferir la aceptación y credibilidad de una moneda a través de su uso: la satisfacción de los ciudadanos, su uso como moneda de intercambio, de fijación de precios financieros y de bienes y servicios en el comercio internacional, como moneda de reserva, etc. En todas ellas el euro ha tenido un comportamiento excelente.

Según las encuestas realizadas por el Eurobarómetro en la población europea, es alto el grado de satisfacción de los ciudadanos de países de la zona euro con la moneda. Más del 70% de los ciudadanos de la Unión creen que el euro es ahora una moneda internacional a la par con el dólar americano y el yen (Eurobarómetro, 2004). En los países de la Unión Europea no pertenecientes a la zona euro, la aceptación de sus ciudadanos también muestra una pequeña tendencia al alza.

Una segunda medida del grado de aceptación es su uso como unidad de cuenta en la que denominar transacciones comerciales de bienes y servicios. La evidencia existente acerca del uso del euro como moneda de denominación del comercio internacional es incompleta. No obstante, los escasos datos disponibles apuntan claramente hacia un aumento progresivo en la utilización de la moneda europea. En particular, para todos los Estados miembros para los que se dispone de información, ha tenido lugar, desde el inicio de la UEM, un incremento en el porcentaje de las importaciones y exportaciones con países fuera del área cuyo precio se determina en euros (Banco Central Europeo, 2005). Por lo que se refiere al comercio de bienes, esa cuota ha crecido en el período 2000-2003 en más de un 20% para los países para los que existen datos. En este último año, con la excepción de Grecia, todos los países denominaban en la moneda única europea más del 50% de sus exportaciones extra-UEM. La misma tendencia se observa en las importaciones de fuera de la UEM. Para todos los países para los que existe evidencia, el porcentaje de importaciones de bienes hacia fuera de la zona euro denominado en esta moneda se ha incrementado en el período comprendido entre 1999 y 2003 (Tabla 1). El uso del euro para fijar los precios de los servicios sigue una tendencia similar, con incrementos sustanciales durante el período (salvo en el caso de Francia).

Es interesante constatar, en todo caso, que para cada país de la UEM considerado aisladamente, las proporciones de importaciones y exportaciones denominadas en moneda local son muy similares. Obviamente, puesto que el cambio de hábitos de las empresas que exportan a la UEM es un proceso dilatado en el tiempo, es posible que los efectos del nacimiento del euro se muestren paulatinamente y que solamente una proporción de los exportadores que antes facturaban en las monedas de sus países de origen haya pasado a hacerlo ya en la nueva moneda. A medio plazo parece lógico esperar que esta proporción continúe aumentándose.

El uso del euro en la denominación de activos financieros también se ha incrementado, lo que indica su mayor aceptación en los mercados financieros. El porcentaje de las transacciones de mercados de tipo de cambio que tienen al euro como una de las monedas de contrapartida es aproximadamente el 30% de todas las transacciones, según un reciente informe del Banco de Pagos Internacionales (2004). Este porcentaje se ha mantenido estable desde el inicio de la moneda. Por su parte, en los mercados de derivados de tipo de cambio este porcentaje es significativamente más alto y alcanza el 50% de todas las transacciones en este mercado.

Se ha producido un incremento en las emisiones de renta fija tanto pública como privada, pero especialmente esta última, que se realizan en euro, superando sustancialmente el volumen de las emisiones que se emitían en las monedas precursoras al euro. Esta tendencia es clara en las emisiones internacionales de deuda; por ejemplo, la emisión de renta fija por entidades en moneda distinta que su moneda nacional. El Banco Central Europeo (2004) estima que a mediados de 2004, el 31% del stock de emisiones internacionales de deuda existente en el mundo se encontraban en euros. Un incremento de diez puntos con respecto a la cuota del euro en el momento de la creación de la UEM (el 20%).

Una última fuente de comparación es el uso del euro por terceros países como moneda de referencia y/o de reserva. En 2004 había cincuenta países y territorios en el mundo que utilizaban el euro, bien en solitario o como componente de una cesta de monedas, como moneda de referencia para fijar su política de tipo de cambio. En este sentido, el reciente anuncio del banco central ruso de incluir al euro en su cesta de referencia, y la expectativa del Banco de China de hacer lo mismo, son claros reflejos del papel que el euro está tomando como moneda de referencia. Asimismo, la cuota de las reservas que los bancos centrales del mundo mantienen en euros se ha ido incrementando. Tradicionalmente, el dólar era la moneda de reserva internacional por excelencia. Aunque esto continúa siendo así, el Fondo Monetario Internacional publica en su último informe anual que el euro ha incrementado su cuota del 13,5% en el año 1999 al 19,7% en el año 2003 (FMI, 2004a).

En resumen, todos los indicadores de implantación de la moneda única europea sugieren que ha sido un éxito.

Integración económica en la zona euro. Coordinación de políticas económicas y ciclos económicos

Más difícil de cuantificar son las implicaciones que la moneda única han tenido para el comportamiento real de la economía de los países del área. La creación de la moneda única supuso una convergencia importante en diferenciales de inflación dentro de la zona. Sin embargo, estos diferenciales de inflación, aunque menores, perduran y son estables durante los últimos años. Por ejemplo, España ha mantenido un diferencial sostenido de inflación durante los últimos cuatro años, y este diferencial empieza a ser notado por los exportadores españoles en términos de competitividad en precios dentro de la zona euro. Asimismo, la convergencia de ciclos económicos dentro del área parece que se está produciendo, aunque de forma mucho más lenta. Tasas muy altas de crecimiento en países de la periferia conviven con un crecimiento nulo en los países más importantes del núcleo del euro. La capacidad de convergencia de estas tasas de inflación y crecimiento en niveles adecuados en el medio plazo, o la necesidad de buscar otros mecanismos de ajuste dentro de la zona euro, es el reto pendiente a desarrollar en la zona euro. Un reto que implica reformas económicas mucho más estructurales y fuera de la mano del Banco Central Europeo.

Que la integración monetaria desembocase en una mayor coordinación de los ciclos económicos de la zona como resultado de la integración, no era una conclusión obvia. Dos fuerzas con implicaciones opuestas hacen que esta convergencia no sea ni automática ni necesaria. Por un lado, está el incremento en la actividad comercial y económica que la integración de dichas economías implica. Esta mayor integración lleva a una mayor coordinación endógena de las actividades económicas de las áreas involucradas. En sentido contrario, opera la falta de flexibilidad con la que se encuentran las políticas económicas, y en concreto la monetaria, para ajustarse a las necesidades de las distintas zonas geográficas que conforman el área monetaria. En concreto, dentro de la zona euro, al haber ahora una política monetaria única, ésta no se puede ajustar diferencialmente a las necesidades impuestas por los distintos ciclos económicos en los que se encuentren las distintas zonas del área. Si esta falta de flexibilidad de la política económica se añade a la existencia de otras restricciones estructurales en las economías debidas a rigidez en los mercados laborales, en la movilidad o en la capacidad de reasignar los distintos factores productivos, el efecto amplificador en el ciclo económico puede ser aún mayor. Estos dos efectos pueden llevar a que se produzca una mayor convergencia o divergencia de los ciclos económicos entre los países que forman parte de la nueva Unión.

La evidencia en cuanto a la política fiscal es menos clara. Uno de los problemas históricos de la política fiscal en las economías europeas era su excesiva prociclicidad. La política fiscal, para que sea un instrumento estabilizador debe ser anticíclica, expansiva cuando la economía va mal y restrictiva en los momentos buenos. La creación del euro parece haber reducido la prociclicidad de la política fiscal, lo cual es una buena señal. Sin embargo, esto se ha producido por una expansión de la política fiscal en los momentos recesivos del ciclo sin que se produjera el correspondiente ajuste en las épocas más expansivas del ciclo. El resultado ha sido un incremento en los déficits fiscales de los miembros de la UE a niveles superiores a los previstos en el plan de estabilidad. La situación actual en la que la mitad de los Estados de la zona euro se encuentra en violación de los criterios establecidos en el pacto de estabilidad no es claramente sostenible. Cualquier cambio del mismo debe realizarse para tener en consideración la necesidad de mantener políticas fiscales restrictivas en la parte alta del ciclo económico.

En este aspecto, la política fiscal española ha sido la excepción. España no ha vivido aún un ciclo recesivo importante durante la vida del euro, pero su política fiscal sí se ha mantenido en los parámetros de la estabilidad presupuestaria. El riesgo aquí es doble hacia el futuro: evitar la tentación de reiniciar la prociclicidad de la política fiscal y mantener el equilibrio fiscal en el conjunto del Estado ahora que gran cantidad de competencias en el gasto público dependen de entidades distintas al gobierno central.

Al final, el efecto neto de la mayor integración y el impacto de las políticas económicas son una cuestión puramente empírica sobre la que empieza a surgir evidencia. El FMI ha realizado un estudio de aproximación hacia cuál hubiera sido la política monetaria seguida por cada Estado miembro del euro de haberse mantenido fuera del euro (FMI, 2004b). Este ejercicio permite aproximar en qué medida la política monetaria del euro se ajusta a las necesidades concretas de cada economía particular. A pesar de que existen problemas importantes con este cálculo, principalmente asumir que la política histórica se ajustaba bien a las necesidades de los países, el resultado es iluminador. En el conjunto del área, el efecto de los tipos de interés reales ha tendido a ser procíclico. Los países con mayor crecimiento también tuvieron las tasas de inflación más altas dentro del área. España tiene uno de los mayores diferenciales entre los tipos de interés a corto que se le aplicarían (alrededor del 6%) y los actuales de la zona euro (2,25%). Claramente la política monetaria del BCE, aunque apropiada para el conjunto de la zona, es demasiado expansiva para la situación económica española.

Esta evidencia que se empieza a acumular parece clara: los ciclos económicos dentro de los Estados miembros de la zona euro no sólo no han convergido, sino que han divergido en los últimos años. Camacho et al. (2004) muestran que el grado de sincronización de los ciclos en las economías de la zona euro no se ha incrementado en absoluto desde la creación del euro. El trabajo muestra que el grado de co-movimiento entre los países de la UEM es anterior a la creación de la misma.

Esta divergencia en ciclos económicos debe contrapesarse con el incremento en la integración económica derivada de la creación del euro (Micco et al., 2003). Para el caso de España ha existido un claro beneficio de la introducción en el euro. Según un estudio de Faruqee (2004) que estudia el incremento en el comercio internacional derivado de la integración por el euro, España ha sido el Estado miembro que más ha incrementado su comercio internacional como consecuencia de la integración en el euro.

Evolución de la posición internacional de la inversión extranjera española

La posición internacional española en su inversión extranjera ha pasado de ser netamente deficitaria a encontrarse mucho más equilibrada. En su conjunto, la inversión extranjera española continúa siendo deficitaria. El valor neto de los activos españoles en manos de extranjeros supera al de los españoles en el extranjero en más del 45% de nuestro producto interior bruto. Sin embargo, la composición de esta posición neta internacional ha variado sustancialmente en la última década. La posición en términos de inversión extranjera directa ha pasado de ser claramente deficitaria (del entorno del 10% del PIB) a principios de los noventa, a estar básicamente alrededor de cero durante el último lustro. Por contra, la inversión de cartera e inmobiliaria han sido y continúan siendo altamente deficitarias.

Desglosando los flujos internacionales de inversión, destacan dentro del concepto de la inversión directa la inversión en acciones no cotizadas realizada por inversores españoles en el extranjero. Este concepto cubre la gran mayoría de la actividad internacional española durante este período. Esta inversión estuvo muy concentrada en Latinoamérica durante el lustro 1996-2000 (el 50% de la inversión extranjera española fue a este continente), mientras que en el período 2001-2003 sólo el 14% de la inversión extranjera española se dirigió a Latinoamérica. En el año 2004 se recuperó la inversión española en el exterior y se produjeron algunas grandes inversiones por las mayores empresas españolas. La compra del Abbey National por el Grupo Santander, y la de la división de móviles para Latinoamérica de BellSouth por el Grupo Telefónica, fueron las más destacadas.

Por su parte, la inversión extranjera directa en España en acciones no cotizadas ha sufrido un revés importante durante los últimos años. La inversión neta por este concepto ha sido negativa durante el período 2001-2003, si bien la financiación por otras vías subsidiarias de empresas extranjeras que operan en España continúa siendo positiva.

El comportamiento de la inversión de cartera tanto hacia España como desde España, ha variado en su composición. En el segundo trimestre del año 2004, según datos de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, los españoles mantenían una cartera compuesta en más de un 80% por renta fija y el resto por renta variable (Tabla 2). La composición de la cartera de renta fija era sustancialmente renta fija de la zona euro. Las carteras de renta fija estaban compuestas en un 29,5% por renta fija nacional, un 69,6% era en renta fija denominada en euros, y el resto, 0,90%, en otra renta fija internacional. Por su parte, las carteras de renta variable se encontraban mucho más igualitariamente distribuidas entre estas tres áreas en partes muy similares. El 38,99% de los activos se encontraban en renta variable nacional, el 33,51% en renta variable de otros países de la zona euro, y el resto (27,50%) en renta variable de otros terceros países (principalmente Estados Unidos). Como resultado de estas posiciones, las carteras de los inversores se encuentran sustancialmente internacionalizadas en su composición, si bien en renta fija predomina la ponderación de la zona euro. Dada la volatilidad de los tipos de cambio respecto a la volatilidad del comportamiento de los tipos de interés, es razonable pensar que en las carteras de renta fija siga existiendo una ponderación sustancial de los activos denominados en euros.

Mercados financieros españoles

La implantación del euro ha tenido un impacto muy significativo en el funcionamiento de los mercados financieros españoles. España se caracteriza por tener un mercado financiero y de canalización del ahorro altamente bancarizado, al igual que la

mayoría de los países de Europa continental. En este sentido, tanto las emisiones de renta fija como de renta variable han sido muy limitadas durante este período, y éstas han sido hechas mayoritariamente por empresas financieras. El volumen y la estructura de los instrumentos financieros cotizados en mercados secundarios es relativamente menor. La introducción del euro ha tenido un impacto estructural en la composición del volumen de actividad en estos mercados.

La emisión de títulos de renta fija privados ha crecido sustancialmente, pero es aún relativamente pequeña y se encuentra limitada a unas pocas grandes empresas financieras. La emisión por entidades financieras en España se incrementó de unos 4.500 millones de euros en 2000 a más de 74.000 millones en el año 2003, y ha alcanzado su máximo histórico en el año 2004, acercándose a los 100.000 millones. Este incremento en las emisiones de renta fija privadas se vio en parte compensado por un descenso en las emisiones de deuda por la Administración central, que pasó de 11.700 millones de euros a 327 millones durante el mismo período. Durante este período, la reestructuración financiera de las empresas no financieras debida a la bajada de sus cotizaciones bursátiles les llevó a que, en neto, fueran emisoras negativas de deuda, puesto que retiraron más subyacente que el valor de sus nuevas emisiones. Sí han tenido una importancia sustancial las emisiones de filiales de empresas españolas en el extranjero, aunque su tendencia también ha sido decreciente durante el período.

La emisión de renta variable también ha seguido un patrón muy poco dinámico durante esta etapa. Después del considerable incremento en capitalización bursátil que ocurrió durante la última década del siglo XX, las emisiones de renta variable desde 1999 han sido más bien simbólicas y sólo se ha observado una pequeña recuperación en el último año. De un volumen de emisión por entidades cotizadas de 33.400 millones de euros en 2000, se pasó a una emisión neta de menos del 10% en el año 2003 (1.775 millones). Por un lado, el proceso de privatizaciones de empresas públicas mediante su cotización en bolsa se ha parado por completo (la última fue el último tramo de Iberia, de 696 millones de euros en el año 2001), y las OPV privadas habían sido prácticamente simbólicas hasta el año 2004. Sólo en este último año se han vuelto a producir nuevas ofertas públicas de venta (Telecinco, Fadesa y Cintra), y nuevas emisiones por empresas cotizadas, principalmente por las entidades financieras debido a sus estrategias de adquisiciones (Santander-Abbey, BBVA-Bancomer y Sabadell-Atlántico).

El desarrollo de los mercados secundarios también ha seguido un patrón de estancamiento durante este período, que se ha empezado a recuperar durante el año 2004. Los volúmenes negociados en el mercado de renta variable español se mantuvieron estables durante este período alrededor de los 490.000 euros, experimentando un incremento sustancial en el año 2004 hasta volúmenes medios de 640.000 millones de euros.

Con la excepción notable del Latibex, del que hablaremos más adelante, no existen en la actualidad sociedades extranjeras con valores cotizados en el mercado español. Acerlor y Altadis son las únicas sociedades que bajo una interpretación muy amplia se podrían considerar en esta categoría. Ambas son el resultado de fusiones en las que participaron empresas españolas. Acerlor es la empresa resultante de la fusión de tres grupos en el mercado siderúrgico europeo, uno de ellos la española Aceralia, y en Altadis figura el antiguo grupo español Tabacalera.

Por último, el Latibex, mencionado anteriormente, es un mercado de renta variable desarrollado en España en 1999 con la expectativa de que cotizasen en él las empresas más representativas de los mercados latinoamericanos y así servir para facilitar la negociación de dichos valores dentro del mercado europeo. Este intento de internacionalización, segmentación y especialización del mercado secundario español ha tenido un éxito limitado.

Si bien el número de sociedades que cotizan se ha ido incrementando regularmente y ya alcanza a finales de 2004 a 34 los títulos que se cotizan en él, el volumen negociado sigue siendo simbólico (un volumen medio diario de 1,34 millones de euros en 2004) y está muy lejos de reflejar un mercado de renta variable verdaderamente líquido. A su favor se encuentra la tendencia reciente en que algunas de las empresas más representativas de las economías latinoamericanas en los distintos sectores han empezado a cotizar en él.

Reflexiones finales

La implantación del euro ha sido, sin lugar a dudas, uno de los momentos culminantes de integración en Europa en la última mitad de siglo. Su aceptación y uso ha sido un éxito y ha permitido la convergencia dentro de la zona euro hacia un estado de estabilidad monetaria y de precios que hace tan sólo una década parecía imposible. El euro también ha contribuido a la integración económica entre los países de la UEM mediante el incremento en el comercio internacional de bienes y servicios. España ha sido uno de los países más beneficiados por este proceso de integración.

Esta integración monetaria plantea a su vez nuevos retos para el buen funcionamiento económico de la zona. La unión monetaria no ha producido la convergencia y coordinación de los ciclos económicos dentro del área. De hecho, la restricción de una política monetaria única ha hecho que distintas partes de la UEM se encuentren en posiciones muy asimétricas en sus ciclos económicos. El euro tampoco ha sido la garantía del crecimiento económico dentro del área. Su existencia ha resaltado la necesidad apremiante de realizar reformas dentro del sistema productivo, sobre todo de liberalización sectorial y del mercado de trabajo, para permitir los mecanismos de ajuste necesarios para acomodar la política económica única. Las prioridades en la evolución de la economía española hacia el futuro en este aspecto, son claras. El objetivo se debe centrar en la mejora constante de la capacidad productiva a medio plazo que nos permita superar las aparentes pérdidas de competitividad implícitas en nuestro diferencial de inflación con la media de la zona euro.

Las políticas fiscales de los Estados miembros tampoco han ayudado en este proceso. La exigencia de que las políticas fiscales sean más restrictivas durante la parte culminante del ciclo económico es un requisito esencial para garantizar la estabilidad fiscal a medio plazo.

El euro ha acelerado también la integración de los mercados financieros dentro del área. Los flujos de la inversión extranjera directa española hacia la zona euro se han ido incrementando en forma relativa durante el período. Los mercados financieros de renta fija y variable, así como la composición de las carteras de inversión de los españoles, se han europeizado. Sin embargo, todavía existen multitud de barreras para la existencia de un auténtico mercado financiero paneuropeo (Campa y Hernando, 2004). En los mercados de valores de la zona euro siguen cotizando esencialmente empresas nacionales. El proceso de integración de los trámites para la realización de fusiones paneuropeas sigue siendo lento, problemático y conflictivo. Desafortunadamente, este es un proceso que no mejorará en un futuro próximo. La última directiva aprobada por la Comisión Europea para establecer un código paneuropeo que regule las operaciones de compraventa de empresas en la zona euro fue aprobada hace más de un año, después de diez años de negociación. El resultado final tuvo el siguiente recibimiento por el Comisario de Mercado Interior, Fritz Bolkenstein: «Hemos dado una gran marcha atrás. Si el Consejo continúa tomando decisiones como ésta, la Unión Europea nunca conseguirá llegar al objetivo de ser la economía más competitiva del mundo en el año 2010». El euro ha sido un avance, pero sólo un paso en un camino del que queda mucho por andar.

Bibliografía:

- Banco de Pagos Internacionales (2004), «Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in April 2004», septiembre.
- Banco Central Europeo (2005), «Review of the international role of the Euro», enero.
- Camacho, Máximo, Gabriel Pérez-Quiros y Lorena Sáiz (2004), «Are European Business Cycles Close Enough to be Just One?», Banco de España, documento de trabajo n.º 0408.
- Campa, José Manuel e Ignacio Hernando (2004), «Shareholder Value Creation in European M&As», *European Financial Management*, vol. 10, n.º 1, marzo.
- Campa, José Manuel y José Manuel González Mínguez (2005), «Differences in Exchange Rate Pass-through in the Euro Area», *European Economic Review*, en curso de publicación.
- Eurobarómetro (2004), «The euro, 3 years later», diciembre.
- Faruqee, Hamid (2004), «Measuring the Trade Effects of EMU», IMF Working paper n.º 04/154, agosto.
- Fondo Monetario Internacional (2004a), «Annual Report».
- Fondo Monetario Internacional (2004b), «World Economic Outlook», capítulo 2, septiembre.
- Micco, Alejandro, Ernesto Stein y Guillermo Ordóñez (2003), «The Currency Union Effect on Trade: Early Evidence from EMU», *Economic Policy*, vol. 18, abril, págs. 315-356.

Tabla 1. Cuota del euro como moneda de denominación de los flujos comerciales de la UEM con el resto del mundo
(en porcentaje del total) (1)

	BIENES				SERVICIOS			
	2000	2001	2002	2003	2000	2001	2002	2003
Bélgica-Luxemburgo (2)	43,6	47,2	52,8	57,0	44,4	50,0	53,3	64,3
Francia	35,0	39,8	46,8	45,1	47,6	54,0	54,7	51,7
Alemania	---	---	48,0	55,2	---	---	---	---
Grecia	---	29,3	35,8	39,6	---	15,3	16,8	20,1
Italia	---	40,8	44,2	44,5	---	49,9	56,1	62,9
Portugal	47,0	53,6	57,6	60,2	53,7	55,6	59,2	64,3
España	44,0	49,7	55,8	60,3	42,4	45,3	48,7	54,6

EXPORTACIONES

	BIENES				SERVICIOS			
	2000	2001	2002	2003	2000	2001	2002	2003
Bélgica-Luxemburgo (2)	42,0	46,7	53,4	55,3	45,4	50,5	54,6	64,4
Francia	48,0	49,2	55,3	52,4	57,3	60,4	56,9	57,9
Alemania	---	---	49,0	63,0	---	---	---	---
Grecia	---	23,5	39,3	47,3	---	11,3	13,3	16,3
Italia	---	52,7	54,1	58,2	---	50,7	57,0	62,1
Portugal	40,1	43,5	48,5	54,6	37,4	37,4	46,4	48,6
España	49,0	52,0	57,6	60,8	50,5	52,9	59,7	63,8

Fuente: BCE (2005).

(1) Los datos se refieren al uso del euro como moneda de pago, salvo en el caso de Alemania, en que se trata de la moneda de facturación.

(2) Los datos para 2003 se refieren sólo a Bélgica.

Tabla 2. Distribución de la inversión mobiliaria

	4º trimestre 2003	2º trimestre 2004
Acciones nacional	6.865.161	8.099.365
Acciones exterior, euros	6.707.608	6.960.682
Acciones exterior, resto	5.355.501	5.712.997
Acciones total	18.928.270	20.773.044
Renta fija nacional	23.828.465	25.596.212
Renta fija exterior, euros	60.911.902	60.441.300
Renta fija exterior, resto	792.388	781.381
Renta fija total	85.532.755	86.818.893
Renta variable nacional/Renta variable total	36,27%	38,99%
Renta variable, euros/Renta variable total	35,44%	33,51%
Renta variable, resto/Renta variable total	28,29%	27,50%
Renta fija nacional/Renta variable + renta fija	27,86%	29,48%
Renta fija exterior, euros/Renta variable + renta fija	71,21%	69,62%
Renta fija exterior, resto/Renta variable + renta fija	0,93%	0,90%

Fuente: CNMV, miles de euros.