

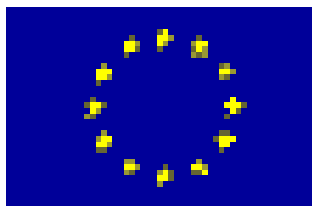
**Documento de Trabajo 0002**  
**Cátedra Jean Monnet de Integración Económica**

**La UEM**  
**y el**  
**Sistema Monetario Internacional (II)**

**Sara González (Directora)**

**FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES**  
**UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID**  
**VICEDECANATO**

**Campus de Somosaguas, 28223 MADRID. ESPAÑA.**



**I SIMPOSIUM  
GRUPO DE ESTUDIOS  
JEAN MONNET**

**Universidad Complutense de Madrid  
del 19 al 23 de Mayo de 2000**

**CÁTEDRA *JEAN MONNET*  
DE INTEGRACIÓN ECONÓMICA EUROPEA**

**Prof. Dr. Dña. Sara González Fernández**

**LA UEM Y EL SISTEMA  
MONETARIO INTERNACIONAL (II)**

**DIRECTORA:** Sara González Fernández

**COORDINADOR:** Fernando Alonso Guinea

**ÍNDICE**

	<b><u>Pags.</u></b>
<b><u>VOLUMEN I: FUSIONES EN LA UEM</u></b>	
PRESENTACIÓN.....	4
1. EL EURO Y EL TAMAÑO DE LAS EMPRESAS: FUSIONES Y ADQUISICIONES DE EMPRESAS EN LA UNIÓN EUROPEA .....	5
2. TAMAÑO ÓPTIMO DE LAS EMPRESAS FINANCIERAS EN LA UEM. EL CASO CHAMPALIMAUD .....	11
 <b><u>VOLUMEN II: OTROS ASPECTOS DE LA UEM</u></b>	
3. LA INVERSION DIRECTA COMO PARTE DE LA ESTRATEGIA EMPRESARIAL ANTE LA UEM .....	46
4. EL IMPACTO DEL EURO EN EL COMERCIO INTERNACIONAL .....	53
5. REAJUSTES INTERNOS EN LAS AREAS MONETARIAS ÓPTIMAS .....	67

### **3. LA INVERSION DIRECTA COMO PARTE DE LA ESTRATEGIA EMPRESARIAL ANTE LA UEM.**

**Fermín Ezquer Matallana. Doctorando en el Departamento de Economía Financiera y Contabilidad III, UCM. Coordinador de Administración y Dirección de Empresas en el Centro Universitario Francisco de Vitoria. Profesor del Area de Macroeconomía de la Universidad Carlos III. Profesor de la Universidad de Nueva York. Analista Senior de Coyuntura Internacional del Instituto Flores de Lemus de Estudios Avanzados en Economía. Consultor de estrategia empresarial.**

#### **Introducción**

La puesta en marcha de la Unión Económica y Monetaria ha supuesto un cambio importante en las condiciones del entorno genérico tomado por las empresas a la hora de elaborar sus planes estratégicos. El actual período de transición hasta la circulación del euro en el 2002 constituye un plazo idóneo, no sólo para la adaptación de las empresas de la Unión a los aspectos operativos de la moneda única, sino también para la reformulación de las estrategias de crecimiento de las empresas tanto europeas como del resto del mundo. Con la moneda única, el mercado europeo pasa de ser un área con precios segmentados, distorsionados por el velo del tipo de cambio, a constituir una zona comercial sin barreras arancelarias, ni técnicas, ni monetarias, lo que redundará en menores costes de transacción y mayor transparencia.

Desde la perspectiva exterior a la UE, el mercado único ha ido progresivamente ganando atractivo para las empresas multinacionales. En las fases iniciales de la integración, el desarme arancelario y la implantación del arancel exterior único, eliminaron la tendencia al *tariff jumping* y generaron la imagen de un atractivo mercado común. En 1986, el Acta Única da un paso adelante eliminando las barreras técnicas o no arancelarias contribuyendo a que las grandes empresas americanas y japonesas acariciaran la posibilidad de internalizar las ventajas del proceso de integración europeo y se decidieran a localizar parte de su producción en algún país del área con la intención de servir a todo el mercado. Sin embargo, esta última tendencia se encontró con la barrera impuesta por las distintas monedas en circulación en el “mercado único” y sus fluctuaciones de tipo de cambio, lo que llevó efectivamente a localizar la producción en un país pero a crear complejas redes de comercialización, distribución y logística. Esto no hubiese supuesto problema alguno sino fuese porque la existencia de distintas unidades monetarias en

cada país impedía la posibilidad de centralizar la gestión de la red y suponía la creación de múltiples subsidiarias con gestión financiera independiente, sometidas al control de la matriz y a un complejo proceso de consolidación de resultados que difícilmente permite optimizar los flujos financieros intrafirma.

La llegada de la moneda única supone el paso definitivo a la consecución del gran mercado y elimina gran parte de las barreras transaccionales que limitaban la expansión de las multinacionales en la Unión. De ahí, la importancia de analizar en que medida la nueva situación altera los planes estratégicos de estas empresas.

### **Inversión Directa e Integración Regional: la teoría tradicional**

La integración regional condiciona o afecta a la inversión directa a través de un mecanismo conocido como OLI. En realidad, esto no es más que una reformulación de la teoría tradicional sobre multinacionales que explica como la integración regional hace más atractivas tres de las ventajas competitivas al alcance de estas empresas:

**Ownwership:** activos específicos propiedad de la empresa

**Locational:** ventajas específicas del país receptor

**Internalization:** ventajas de internalización de la actividad o de algunos de sus procesos

Hasta 1999 la Unión Europea había ido paulatinamente mejorando la ventaja de tipo locacional al constituir un área comercial con total libertad de circulación de mercancías y capitales. A esta ventaja locacional común se sumaban las que cada país ofrecía individualmente por dos vías. Por un lado las inherentes a la estructura económica nacional: condiciones de costes, mercado de trabajo, infraestructuras, etc. y por otro a las facilidades ofrecidas por los gobiernos: ventajas fiscales, de contratación, etc.

Todo ello ha venido dando lugar a dos efectos. Por un lado la llamada creación de inversión que consiste en un aumento de la IDE en la Unión como respuesta de las empresas a la desviación de comercio generada por el proceso de desarme arancelario e implantación de la tarifa exterior común. En pocas palabras, los productores situados fuera del área comercial, al percibir un descenso en la competitividad de sus productos vía arancel, deciden llevar a cabo un *tariff jumping* y producir dentro de la unión aduanera para así mejorar su acceso al mercado. El segundo efecto es el conocido como desviación de inversión y es consecuencia de la creación de

comercio de la integración regional. Consiste en una reorganización de la actividad productiva por parte de las empresas ante la posibilidad de centralizar la producción en el país de la zona comercial con mayores ventajas locacionales y servir a todo el mercado. Este mecanismo genera desinversiones en algunos países del área a favor de otros contribuyendo en algunos casos a la creación de una dualidad centro-periferia.

### **La estrategia de las empresas y la integración regional.**

Uno de los medios clásicos de crecimiento de la empresa es la llamada internacionalización. Las alternativas estratégicas que plantea esta opción son:

- **Comerciar:** Es el medio más primario de servir un mercado extranjero. El aumento de producción necesario ante el aumento del mercado objetivo supone un mejor aprovechamiento de la capacidad instalada o un crecimiento de la misma que en general redundará en un descenso en los costes medios de producción al generarse economías de escala. De este modo la empresa extranjera explota sus ventajas de propiedad u “*ownership*” al rentabilizar sus activos propios tangibles e intangibles en una escala mayor.
- **Formalizar acuerdos de cooperación:** La empresa extranjera busca un aliado en el mercado de destino para asumir un cierto grado de control sobre la distribución y comercialización de sus productos o incluso permitiendo la transformación final de los mismos. De este modo se aprovecha la ventaja de propiedad u “*ownership*” por igual motivo que en el caso anterior. Además se consigue un cierto grado de ventaja de internalización al asumir la empresa extranjera parte de la actividad en destino, y en un grado superior, se explotan ventajas de tipo locacional al aprovechar el conocimiento del mercado y las ventajas de propiedad de la empresa cooperante.
- **Inversión directa interna:** Consiste en que la empresa extranjera abra un establecimiento permanente en el país o área de destino para llevar a cabo su actividad productiva o su prestación de servicios. También es conocida como inversión “*greenfield*” y permite aprovechar las ventajas de propiedad e internalización por asumir la totalidad del proceso productivo en el exterior y locacionales por aprovechar las ventajas ofrecidas por el país o área de

destino. Aunque permita aprovechar gran parte de las ventajas del mecanismo ILO supone en ocasiones un elevado riesgo al tratarse de una nueva implantación en un mercado *a priori* desconocido.

- **Inversión directa externa:** A diferencia de la IDE interna, la empresa extranjera se instala en el país de destino a través de la adquisición de una empresa ya radicada en el mismo o a través de la compra de un paquete de acciones lo suficientemente amplio como para tomar control de la misma o creando una subsidiaria temporal con el fin de fusionarse con una empresa nacional. En este caso además de explotar las ventajas de propiedad, locacionales y de internalización se aprovechan las ventajas locacionales y de propiedad de la empresa ya radicada en el país/área de destino. Ello reduce considerablemente el riesgo de nueva implantación al contarse con una fuente de información sobre el nuevo mercado y con el “saber hacer” del mismo.

Es evidente, que la pauta de internacionalización que permite un mejor aprovechamiento de las ventajas ILO es la de inversión directa en su doble vertiente interna y externa. Esta pauta de crecimiento es compatible tanto con esquemas de integración vertical como horizontal lo que tiene consecuencias sobre la localización final de la actividad como veremos a continuación.

### **La Inversión directa en la UEM como parte de la estrategia empresarial.**

La breve revisión teórica expuesta hasta ahora es el punto de arranque para establecer las líneas maestras de la estrategia empresarial a adoptar para el máximo aprovechamiento del entorno generado por la UEM. El salto a la moneda única da lugar a un cambio importante en las ventajas competitivas de los distintos países lo que afectará profundamente a la localización de la actividad productiva. Por su parte las empresas tienen en la inversión directa una respuesta estratégica ante estos cambios que a su vez condiciona en cierta medida el resultado de los mismos. Una vez asumida la conveniencia de reaccionar a los cambios en el entorno con una mayor implicación de la empresa en la inversión directa se plantea el problema de la selección del país receptor. La inversión se localizará entonces en el país que mejor satisfaga la búsqueda por parte de las empresas de mercados, recursos y eficiencia. Es decir, el país que presente una mayor ventaja locacional basada en el poder de mercado que éste representa frente al resto del área y en el ahorro de costes de transacción que supone instalarse en dicho país.

Así por ejemplo, una estrategia de internacionalización vía inversión directa basada en una integración de tipo horizontal traerá consigo la concentración de actividades en aquellos países que presenten una mayor grado de diferenciación y generen una mayor ventaja locacional. Por otra parte, las empresas que se decanten por la integración vertical producirán en un país utilizando bienes intermedios producidos en otro. En ambos casos parece claro que se dará una polarización de actividades que a medio plazo podría llevar a la especialización de los distintos países de la zona euro en una fase concreta de la producción o en un sector, entendido en sentido amplio, particular. En realidad, estas dos posibilidades no dejan de ser la misma cosa pues al especializarse un país en un sector o industria específico también se estará especializando en aquellas fases o etapas de la producción que se desarrollan en el mismo.

En general, la pauta de especialización seguida hasta la fecha apunta a dos casos diferenciados. En primer lugar, cuando los países objetivo de la Unión presentan elevada diferenciación de producto y distinta dotación factorial la inversión suele ser inter industrial es decir de integración vertical. Por el contrario, cuando la diferenciación de productos es alta pero las dotaciones de factores son similares se prefiere una inversión de tipo intraindustrial, es decir una expansión de tipo horizontal.

El nuevo marco de actuación impuesto por la moneda única apunta más bien a que la inversión directa seguirá una pauta basada en la concentración y especialización de actividades por países.

Dicha concentración vendría dirigida por un serie de condicionantes (Krugman 1990) de tal modo que cuando los costes de comerciar son altos, la producción se sitúa próxima al consumidor, cuando los costes de comerciar son bajos la producción se sitúa donde sea más barato su coste y a niveles intermedios de coste comercial, es preferible situar la producción cerca de los consumidores. Estas reglas pensadas por Krugman para el coste comercial implícito en los aranceles es trasladable a la situación de la Unión Europea entendiendo como costes comerciales los costes de transacción del comercio y el coste del transporte.

Si las empresas multinacionales contemplan la zona euro como un área dual con una economía central formada por los países en la esfera de influencia germana y por otra parte unas economías periféricas entre las que se incluiría España, la pauta de concentración tendería hacia el centro especialmente en aquellas actividades de alto valor añadido. Esto se debe a que aunque las ventajas locacionales en cuanto a costes de producción se sitúan en la periferia los costes de



transporte hacia los países del centro, el mercado de mayor poder adquisitivo, no son precisamente bajos debido a que la red de infraestructuras no está todo lo desarrollada que sería deseable. Siendo entonces los costes comerciales ligeramente altos, la producción se situará cerca de los consumidores, es decir en el centro. Obviamente, esto no significa que los países de la periferia se vayan a ver excluidos de las inversiones extranjeras sino que recibirán aquellas destinadas a sectores en los que el coste de producción, especialmente laboral sea una variable muy relevante, es decir industrias intensivas en mano de obra. Por lo tanto si es probable que se de es una concentración de actividades de alta tecnología en el centro y otra de actividades tradicionales en la periferia. Cualquier excepción a esta regla vendría originada por la existencia de ventajas locacionales únicas y privativas de algún país que relegasen a un segundo plano las consideraciones sobre el coste del transporte.

### **Conclusión**

La inversión directa extranjera en la Unión Europea cuenta desde 1999 con un nuevo impulsor llamado Unión Monetaria que exigirá una reacción estratégica por parte de las empresas con el fin de aprovechar al máximo los beneficios del nuevo entorno. Dado que parece ser el mecanismo que mejor aprovecha las ventajas ILO, sería razonable implementar estrategias centradas en la inversión directa ya sea en *greenfields* o a través de fusiones y adquisiciones. Sin embargo a la hora de decidir en que país situar la actividad, cobrará especial importancia la capacidad de cada uno de ellos para generar ventajas locacionales. En el estado actual de las mismas parece razonable que tenga lugar una especialización horizontal con concentración de actividades de alta tecnología en los países del centro. Sin embargo, las ventajas locacionales no son algo estático e inherente de forma permanente a uno u otro país. Su condición de ventaja competitiva implica la posibilidad de ser artificialmente generada por el país o por las empresas radicadas en el mismo. Si estas últimas disponen de un fácil acceso a los mercados centrales y disfrutan de un alto grado de penetración en los mismos, estarán generando una importante ventaja locacional y de propiedad que alteraría la pauta de inversión anteriormente expuesta. De ahí la importancia de que las empresas de los países de la zona euro asuman también el reto de un cambio estratégico.

## **BIBLIOGRAFIA**

**Cecchini, P.** “*The European Challenge 1992: The benefits of a single market*”, Wildwood House 1988.

**Dunning, J.H.** “*European integration and transnational investment*”, Manchester University Press, 1991.

**Krugman,P.** “*Integration and the competitiveness of peripheral industry*”, Cambridge University Press 1990.

**Porter, M.E.** “The competitive advantage of nations”, *New York Free Press*, 1990.

#### **4. EL IMPACTO DEL EURO EN EL COMERCIO INTERNACIONAL (UNA PERSPECTIVA COMUNITARIA)**

**M<sup>a</sup> José Cano Borrego** Doctoranda en el Departamento de Economía Aplicada I (Economía Internacional y Desarrollo) y Profesora de la Cámara de Comercio e Industria de Madrid.

*El alto grado de internacionalización de las empresas, la movilidad geográfica de profesionales y capitales, la apertura de los países del Este y China y la tendencia a la globalización de los mercados, constituyen el entorno en el que surge y se desarrolla la UEM.*

##### **Introducción**

La Unión Europea constituye en sí misma un ejemplo de globalización. Estando integrada en la actualidad por quince Estados y como consecuencia de la apertura, los cambios económicos, políticos y sociales de los países del Este, tiene previsto un ambicioso proyecto de ampliación por el que, en el año 2004 se prevé la adhesión de otros cinco Estados (Polonia, Hungría, República Checa, Estonia y Eslovenia). Con ello, pasará a constituir un mercado que comprenderá en aquella fecha un total de 20 Estados.

A partir de esta ampliación, la segunda en un breve periodo de tiempo al haberse integrado recientemente (95) Austria, Finlandia y Suecia, se abre la posibilidad de incorporar al resto de los países de la Europa Central y Oriental (PECOS), países Europeos Mediterráneos (Turquía, Malta y Chipre) y los países del Báltico (Lituania, Letonia, Estonia), pudiendo constituirse en el año 2010 un mercado que integrará un total de 26 socios.

Desde el punto de vista internacional, la UE no se constituye como un espacio cerrado preocupado únicamente por su situación interna, sino que se encuentra abierta al mundo, participando activamente en el desarrollo económico mundial<sup>1</sup> a través de un complejo sistema de programas e iniciativas consistentes en ayudas a la cooperación de los grandes grupos

geoeconómicos integrados por los denominados “países en vías de desarrollo”, mediante la firma de tratados y convenios de cooperación política, económica y social.

En este sentido, y refiriéndonos exclusivamente a las relaciones comerciales, la UE establece un sistema de tratados de carácter comercial y arancelario con el objetivo de mejorar las condiciones de entrada de sus productos en determinados países o zonas geográficas tratando de eliminar las barreras comerciales, bien mediante la firma de convenios bilaterales UE-Estado, bien mediante el establecimiento de Zonas de Libre Cambio.

Conviene señalar que la UE se constituye como una Unión de Estados que, a diferencia de las Zonas de Libre Cambio tradicionales como la EFTA o el NAFTA, se caracteriza por la aplicación de un Arancel Exterior Común, una política comercial única y una desaparición efectiva y permanente de las aduanas internas, por lo que, cuando hablamos de comercio internacional refiriéndonos a la UE, podemos diferenciar dos tipos de mercados, el mercado interior, que sigue siendo internacional al producirse entre distintos estados y el mercado exterior en sus relaciones comerciales con terceros países no comunitarios.

Dependiendo del tipo de mercado, los países de la UE pueden realizar tres tipos de operaciones dependiendo del origen y el destino de los productos:

- Mercado interno: Entendiéndose como tal el que se produce dentro de un mismo Estado. Compras y ventas.
- Mercado interior: Entendiéndose como tal el que se produce entre distintos Estados de la UE. Adquisiciones y expediciones.
- Mercado exterior: Entendiéndose como tal el que se produce entre un Estado de la Unión y un tercer país no comunitario. Exportaciones e importaciones.

La Unión Europea regula sus relaciones comerciales, tanto a nivel interno como a nivel exterior a través de la denominada “Política Comercial Comunitaria”, regulación que tiene entre otras las siguientes funciones:

---

<sup>1</sup> La UE Establece como objetivo de la política de cooperación “*El desarrollo económico y social sostenible, la inserción armoniosa y progresiva de la economía mundial y la lucha contra la pobreza*” Art 130 U del Tratado de la UE.

---

- Armonización de las operaciones comerciales con terceros países no comunitarios a través del establecimiento del TARIC y el Arancel Exterior Común.
- Eliminación de las barreras internas para la creación del mercado interior basado en la libre circulación de mercancías, capitales y profesionales.
- Protección del mercado interior mediante el establecimiento de barreras arancelarias y técnicas a los productos procedentes del exterior.
- Potenciación de las relaciones internacionales, tanto desde el punto de vista comercial mediante el establecimiento de zonas de libre cambio, de tratados comerciales, la aplicación del sistema de bonificaciones a países SPG..., como desde el punto de vista financiero y de desarrollo con la firma de tratados y convenios de cooperación política, económica y social.

La Política Comercial Común actúa por tanto en dos vertientes, como política aduanera y arancelaria, denominándose en este caso “Política Comercial Autónoma” y como “Política de los Tratados” o “Política Comercial Convencional” en sus relaciones exteriores, regulando las condiciones de acceso al mercado interior de todos los posibles productos susceptibles de operaciones comerciales.

Este principio se aplica con carácter general, aunque podemos encontrar excepciones, bien por el tipo de producto, como es el caso de los productos agrícolas, que están sometidos a políticas especiales como la “Política Agraria Común” (PAC) o la “Política Pesquera Común”, bien por ser productos especialmente protegidos a nivel internacional, como las especies en vías de extinción, o bien por ser productos de comercio restringido como la drogas o el armamento, los cuales tienen su propia regulación basada en acuerdos de carácter internacional.

Pero no solo el tipo de producto, sino también el origen de la mercancía determina la aplicación de la PCC, ya que, aún existiendo un régimen general de aplicación para todos los productos incluidos en una misma partida arancelaria, encontramos una serie de países que, bien por su pertenencia al denominado “Sistema de Preferencias Generalizadas”, bien por la firma de tratados bilaterales se ven beneficiados respecto al régimen general mediante, entre otros, la aplicación de bonificaciones arancelarias o a la prohibición del establecimiento de contingentes.

Teniendo en cuenta todos estos factores podemos afirmar que las relaciones comerciales en y de la UE constituyen un complejo sistema en el que tanto el producto como el país de origen

son determinantes, por lo que, aún habiéndose establecido un régimen general en el que teóricamente todos los productos que pertenecen a la misma partida arancelaria tendrían el mismo tratamiento, el origen de los mismos constituye una excepción a la regla general, siendo por tanto preferente el país al producto.

Esta última afirmación, y partiendo del hecho de que una vez superada la barrera exterior en cualquier punto de la UE y abonados los derechos arancelarios correspondientes el producto circularía libremente en el territorio de la Unión, nos lleva a especificar las normas de origen que determinan el país de procedencia de las mercancías, diferenciando entre país de fabricación y exportador.

En este sentido, con el fin de proteger el mercado interior y de aplicar correctamente el régimen establecido, la UE considera exclusivamente el origen de la mercancía para evitar desviaciones de comercio en el que países suministradores o distribuidores puedan beneficiarse de las ventajas asignadas a países con régimen especial de comercio.

### **La Política Comercial Autónoma.**

La política comercial autónoma de la UE tiene como objetivo la regulación aduanera y arancelaria y ha supuesto, desde la creación del Mercado Común, el instrumento básico para conseguir que el mercado único se haya convertido en una realidad.

Los productos objeto de comercio se ven sometidos a distintos tipos de barreras o limitaciones de acceso a los mercados internacionales, barreras que pueden ser de carácter cuantitativo como son las medidas arancelarias, cuotas, restricciones de carácter equivalente o de carácter cualitativo, también denominadas medidas paraarancelarias o barreras técnicas, en especial homologaciones y certificaciones.

La libre circulación de mercancías determina la existencia de un conjunto normativo aplicado de forma general por todos los estados integrantes de la UE tendentes a la fusión de los mercados nacionales en un mercado único, con el fin de eliminar las barreras interiores y crear un sistema armonizado frente al exterior, teniendo por tanto estas normas tres objetivos:

- La supresión de las aduanas internas y las medidas de carácter nacional que supongan restricciones o trabas a la libre circulación de mercancías.
- El establecimiento de condiciones uniformes por los estados miembros respecto a los productos comercializados en el mercado interior.
- La adopción de una normativa única respecto a los productos originarios de países terceros no comunitarios.

Siendo por tanto los dos primeros objetivos tendentes a la consecución de un mercado único no afectado por la existencia de distintos países en el mercado interior y el último proteger y regular el tráfico de mercancías procedentes del exterior.

### **La Política Comercial Autónoma y el mercado interior.**

La libre circulación de mercancías en el mercado interior es en la actualidad un hecho, puesto que, la desaparición de las aduanas interiores ha eliminado las barreras arancelarias y cualquier otro tipo de restricción que pudiera ser aplicado en frontera y ha supuesto la normalización de las condiciones técnicas para la comercialización de los productos en el mercado interior.

La afirmación previa induce a pensar que el mercado interior está totalmente constituido, pero esto no es del todo cierto, puesto que todavía se mantienen, en paralelo con la política comercial políticas sectoriales, en especial la PAC o la Política Pesquera Comunitaria, que regulan una serie de productos no liberalizados y que no gozan por tanto de libre circulación en el mercado interior.

Respecto a las barreras técnicas, la necesidad de homologaciones y certificaciones para la entrada de determinados productos, que antes constituían una limitación en aduana, aparece ahora como una limitación a la comercialización, puesto que pueden introducirse productos no homologados en cualquier Estado de la UE, pero no pueden ser vendidos.

### **La Política Comercial Autónoma y el mercado exterior.**

La constitución del mercado interior, y en especial la desaparición de las aduanas interiores, determina la necesidad de trasladar la protección que suponían éstas a la frontera exterior de la UE, mediante la creación de una frontera única o “aduanas exterior común” como barrera de entrada a los productos procedentes del exterior, basada en la armonización de las políticas aduaneras de los Estados miembros de la UE y se plasma en la aplicación de dos instrumentos, el “Arancel Exterior Común” y el TARIC.

Con carácter general, podemos afirmar que todos los productos que tengan la misma partida arancelaria tienen un tratamiento aduanero único que aparece establecido en el TARIC, por lo que cualquier producto procedente de un tercer país no comunitario tendrá siempre el mismo tratamiento en su entrada en la UE, independientemente de la aduana de importación por la que el producto se introduzca en el territorio comunitario.

La verdadera diferencia de tratamiento no aparece vinculada al producto, sino al país de origen del mismo, puesto que la política autónoma está íntimamente relacionada con la política comercial convencional y con los tratados y convenios firmados por la UE con el resto de los Estados, lo que supone la aplicación de regímenes especiales a los productos procedentes de determinados países, bien por una reducción arancelaria derivada de la firma de un tratado comercial de carácter bilateral, bien por la aplicación de un convenio multilateral, como es el caso de los países en vías de desarrollo y la aplicación del Sistema de Preferencias Generalizadas (SPG) discutido y aprobado en la UNCTAD.

La política comercial autónoma establece por tanto un régimen general armonizado para todos los productos procedentes del exterior y una serie de regímenes especiales que afectan a los productos originarios de determinados Estados o grupos de mercado.

### **La Política Comercial Convencional**

La Política Comercial Convencional, también denominada política de los tratados, regula las relaciones de la UE con terceros países o grupos de países mediante el establecimiento de convenios y tratados de cooperación política, económica y social.



A través de la política Comercial Convencional, la UE establece un complejo entramado de acuerdos en el que aparecen reguladas sus relaciones tanto de carácter multilateral como de carácter bilateral. Son acuerdos que tienen como objeto ampliar sus relaciones comerciales, mejorar el acceso de sus productos a los mercados exteriores y participar de forma activa en el desarrollo económico de las zonas más desfavorecidas.

Para lograr estos objetivos la UE firma tres tipos de tratados:

- **Tratados de adhesión:** De contenido comercial y financiero, con países que pueden llegar a ser miembros de la UE en el caso de que cumplieran las condiciones establecidas en el tratado. Tal es el caso de Turquía, Malta, Chipre y los países de Europa Central y Oriental.

Estos tratados tienen como objeto continuar con el proceso de ampliación de UE, por lo que solo pueden ser objeto de los mismos aquellos países que aspiren a ser miembros de ésta.

- **Tratados de cooperación comercial:** De contenido comercial, con países con los que la UE mantiene relaciones comerciales bien por cercanía geográfica, bien por vínculos históricos, bien por que le permiten el acceso a nuevos mercados. Tal es el caso de Marruecos, India o México.

Estos tratados tienen por objeto mejorar las condiciones de acceso de los productos de la UE a estos mercados mediante la disminución o el desarme arancelario y con carácter general mediante la eliminación de las barreras aduaneras y el mejor acceso al mercado interior.

- **Tratados de cooperación económica o técnica:** De contenido financiero, con países en vías de desarrollo que se realizan a través de programas e instrumentos de cooperación en los que se articulan las ayudas comunitarias. Se establecen por grupos geoeconómicos y tienen un doble contenido, multilateral ya que afectan a grupos de Estados y bilateral puesto que se negocian y se adaptan a las necesidades del país receptor. Tal es el caso de los Convenios de Lomé para los países ACP, el Programa PHARE para los países de la Europa Central y Oriental, el Programa TACIS para los países no europeos de la antigua URSS y Mongolia, el Programa MEDA para países

terceros mediterráneos y el Programa de cooperación PVD-ALA, en su doble vertiente AL-INVEST para América Latina y ASIA-INVEST para países asiáticos.

Estos tratados tienen por objeto mejorar las condiciones económicas, políticas y sociales de los países beneficiarios y revisten la forma de ayuda al desarrollo.

Los tratados de adhesión firmados por la UE permitirán ampliar el mercado interior que suponga prácticamente la totalidad del continente europeo, teniendo previsto un programa de ampliación por el que en el año 2004 se prevé la adhesión de Polonia, Hungría, República Checa, Estonia, Eslovenia, constituyendo por tanto un mercado que comprenderá en esta fecha un total de 20 Estados, abriéndose la posibilidad de la adhesión del resto de los países de Europa Central y Oriental (PECOS), países Europeos Mediterráneos (Turquía, Malta y Chipre) y los países del Báltico, pudiendo constituirse en el año 2010 un mercado que integrará un total de 26 socios.

Los tratados de cooperación comercial permiten a los Estados mantener sus vínculos económicos y comerciales previos a la constitución de la UE ampliando las ventajas derivadas de estos vínculos a todos los Estados miembros, mantener relaciones comerciales estables con mercados potenciales que por su cercanía, aún no pudiendo ser miembros de la UE, pueden llegar a constituir una Zona de Libre Cambio como son los países del Magreb, o incluso pueden constituir un puente de entrada a otros mercados como es el caso del tratado firmado con Méjico.

Respecto a los tratados de cooperación económica y técnica la UE y sus países miembros<sup>2</sup> son los principales donantes de los “países vecinos” de la Europa Central y Oriental y la Cuenca del Mediterráneo, así como de países no tan cercanos geográficamente, pero con una cierta vinculación histórica con los países integrantes de la UE, como son los países africanos, y participa activamente en la política al desarrollo de América Latina, Asia, el Caribe y el Pacífico.

La UE se constituye, por tanto, no solo en un mercado interior plenamente constituido, sino que, a través de la política comercial convencional:

---

- Amplia las condiciones de este mercado a los países europeos fronterizos con la UE, permitiéndoles el acceso al mismo.
- Elimina las barreras y potencia la creación de Zonas de Libre Cambio con países en los que no se puede llevar a cabo una ampliación.
- Participa activamente en el desarrollo económico y técnico de los países en vías de desarrollo.

Esta triple vertiente nos permite apreciar que la UE no solo no está plenamente formada, sino que tiene el objetivo de ampliar su mercado, bien vía integración, bien a través de mejoras en las posibilidades de entrada de sus productos a nivel global, teniendo este último caso efectos inmediatos en la Política Comercial Autónoma, puesto que los tratados comerciales mejoran de forma considerable el régimen general aplicable a los productos, estableciendo un régimen especial para los países firmantes de éstos tratados.

### **Efectos del EURO en el comercio exterior.**

Como hemos indicado, la UE no solo no se encuentra aislada del resto del mundo, sino que participa activamente en el desarrollo económico y comercial del mismo. Continúa su proceso de ampliación, crea Zonas de Libre Cambio, participa en el proceso de desarrollo económico de los países desfavorecidos, y todo ello afecta a sus relaciones comerciales y al posicionamiento de sus productos a nivel internacional.

La creación de una nueva moneda y la desaparición de las monedas de la “Zona Euro” tiene necesariamente que tener consecuencias fundamentales en el régimen comercial de la UE y de sus Estados miembros, no solo a efectos de su mercado interior, sino también a efectos del total de su amplia red de relaciones comerciales internacionales.

---

<sup>2</sup> A través de programas de asistencia bilateral

---

**Efectos del EURO en el comercio interior.**Efectos del EURO en el comercio de los países integrantes de la UEM.

El efecto fundamental de la creación del Euro y su aplicación en los países integrantes de la Unión Económica y Monetaria es la desaparición del denominado “riesgo de cambio” en todas las operaciones comerciales realizadas entre ellos, con la consiguiente disminución de los costes financieros, eliminando las comisiones de cambio y los productos de cobertura del riesgo de cambio, lo que permite un ahorro considerable para las empresas y los consumidores finales.

La desaparición del “riesgo de cambio” afectará de forma distinta a las empresas radicadas en estos países dependiendo de su volumen, su tipo de actividad y el destino habitual de sus operaciones internacionales.

Podemos decir que, con carácter general, el Euro permitirá armonizar la actividad financiera de las empresas en todos sus ámbitos, lo que permitirá una correcta gestión de los costes, puesto que desde la materia prima al personal todo se contabilizará en la misma moneda, teniendo como efecto una correcta determinación y comparación de los precios, al no verse esos afectados por la variación propia que determinaba la utilización de distintas monedas en cada uno de los centros productivos y de distribución.

Esta afirmación es correcta para el caso de que todos los componentes y servicios incorporados a sus productos sean originarios de la Unión, puesto que no debemos olvidar que sigue existiendo un mundo exterior que suministra materias primas, componentes y servicios asociados a la actividad comercial y de distribución, que no tienen porqué utilizar la moneda única.

En cualquier caso, la armonización de la moneda no tiene porqué determinar una armonización de los costes de producción, ya que estos no dependen exclusivamente de la moneda, sino que se ven influidos por otros factores como son, entre otros, la fiscalidad, el régimen laboral o el acceso a materias primas, lo que determinará que sigan existiendo diferencias entre los distintos países a la hora de determinar donde se radicarán los centros de producción.

La utilización de la moneda única obligará a los Estados miembros a cambiar sus políticas empresariales, ya que la diferencia de moneda que constituía un factor fundamental de cara a la

competitividad desaparece, por lo que, para poder competir vía precio las empresas deberán ajustar sus costes o reducir sus márgenes, o bien, competir vía calidad.

La política de precios de las empresas deberán seguir adecuándose a los consumidores, puesto que existen una serie de factores que no están vinculados a la moneda como es la distancia, que incorpora costes de transporte y seguro o la capacidad económica de los consumidores, que no es homogénea en todos los Estados miembros.

#### Efectos del EURO en el comercio de los Estados europeos no integrantes de la UEM.

En los Estados europeos que no han entrado en la primera fase de la UEM, Dinamarca e Inglaterra parecen permanecer en su escepticismo respecto a la nueva moneda, Suecia permanece en una postura indeterminada entre el no quiero y no puedo, así como Grecia tras la revisión del Consejo celebrado bajo presidencia portuguesa, se considera ha alcanzado el nivel necesario de convergencia con las otras once economías para incorporarse en breves fechas a la UEM.

Dinamarca, Suecia, Reino Unido y Grecia aparecen vinculados de forma natural al mercado interior por lo que, aún no siendo el Euro su moneda nacional, si será su moneda normal de utilización en sus relaciones en el mercado interior. Este fenómeno introducirá la doble circulación monetaria en dichos Estados.

La Libra Esterlina, muy vinculada al dólar americano, controla aproximadamente el 6% del mercado internacional, por lo que se podría mantener fuera del Euro, pero su vinculación comercial con el continente, especialmente desde el punto de vista de las expediciones de productos, ha determinado que, independientemente de la decisión política de mantenerse fuera de la moneda única, las empresas británicas hayan decidido realizar sus operaciones y llevar su contabilidad en Euros.

El Franco Suizo representa el 5,6% de las emisiones mundiales, pero está muy ligada a las monedas europeas integrantes del Euro, lo que unido al hecho de que el 60% de sus exportaciones van dirigidas a la UE ha determinado que las empresas suizas mantengan cuentas en esta moneda para no perder su negocio tradicional.

Mónaco, El Vaticano, San Marino y Andorra adoptarán el Euro, ya que, al no poseer moneda propia utilizan monedas integrantes del sistema, Franco Francés, Lira y Peseta, por lo que la sustitución se producirá de forma automática.

Los países de Europa Central y Oriental que tienen prevista su entrada entre el 2004 y el 2010 aparecen vinculados al Euro tanto por ser ésta la moneda en la que reciben la mayor parte de sus ayudas internacionales<sup>3</sup> como por el volumen que suponen sus relaciones comerciales con los países integrantes de la UEM. Estos países irán pasando a formar parte del Euro con la consiguiente desaparición de sus monedas nacionales a medida que se vayan integrando en la UE y cumpliendo los criterios de convergencia de la UEM.

### **Efectos del EURO en el comercio exterior de la UE.**

El Euro desempeñará un papel trascendental en las relaciones con los países mediterráneos ya que la UE se constituye como su principal socio comercial, estando prevista la creación de una Zona de Libre Comercio en el año 2010, lo que unido a su dependencia tradicional al Franco Francés nos permite prever la utilización del Euro como moneda usual de comercio.

El resto de los países de la zona francófona africana (CFA) seguirán los mismos parámetros al ser el Franco Francés su moneda común de intercambio, con lo que al desaparecer éste el Euro pasará a ser su moneda para su operativa internacional.

La extensión de las fronteras de la UE y la influencia del Euro a los países de Europa Central y Oriental supondrá un cambio fundamental en las relaciones comerciales internacionales de la CEI, antiguas repúblicas soviéticas y Mongolia, tanto por la cercanía de mercados en los que el Euro se constituye como moneda única o habitual como por la recepción de ayudas comunitarias nominadas en esta moneda.

El bloque asiático va a ser probablemente donde menos se perciban los efectos de la aparición del Euro, puesto que su comercio exterior con la UE es muy inferior a sus relaciones comerciales con Estados Unidos<sup>4</sup>, aunque si se notarán sus efectos en la política de inversiones de los países asiáticos y especialmente de Japón puesto que se prevé un desplazamiento de las

---

<sup>3</sup> La UE es el mayor donante de estos países a través del Programa PHARE.

<sup>4</sup> El 6% frente al 25%.

inversiones niponas de la zona asiática caracterizada por su volatilidad y fragmentación económica hacia una Europa unificada y política y económicamente estable.

América Central y América del Sur mantienen una dependencia tanto económica como comercial de Estados Unidos, aunque, por vía tratados, sus relaciones comerciales con la Unión Europea se van ampliando y normalizando, con lo que previsiblemente el Euro pasará a ser la segunda moneda de intercambio comercial para éste grupo de Estados.

## **BIBLIOGRAFÍA**

**Hitiris, T y Vallés, J:** *Economía de la Unión Europea*. Prentice Hall. Cuarta Edición. Madrid. 1999

**Delage, F:** "Dudas y Esperanzas sobre la Unión Económica y Monetaria" *Política Exterior*. Vol 6. nº 29. Otoño 1992

**Fernández, E:** "Entorno al Tratado de la UE", *Política Exterior*. Vol 6. nº 29. Otoño 1992.

**Comunidades Europeas:** *Dictamen sobre las relaciones entre la Unión Europea y el ASEAN*. Comité Económico y Social. Bruselas. Febrero de 1996.



## **5. UNA VISIÓN CRÍTICA A LAS ÁREAS MONETARIAS ÓPTIMAS. UN ENFOQUE DINÁMICO DE REORDENACIÓN INTERNA DE LA INVERSIÓN.**

**Fernando Alonso Guinea. Dr. en CC. Económicas UCM Madrid. Profesor del Departamento de Economía Aplicada I (Economía Internacional y Desarrollo) UCM Madrid y Profesor del Centro Universitario Francisco de Vitoria.**

La teoría de las áreas monetarias óptimas es una de las teorías monetarias más consistentes. Su creador, Robert Mundell expone como las uniones monetarias en áreas convergentes económicamente crean escudos protectores para esas economías respecto de los shocks procedentes del exterior. En la siguiente exposición, trataremos de demostrar como las consecuencias son muy diferentes dependiendo de la posición que tenga cada país. La forma en que esas diferencias se harán explícitas será a través de movimientos en los mercados de capitales abandonando los países periféricos y desplazándose hacia los países centrales de los sistemas.

### **Introducción**

Los tipos de cambio son una variable de ajuste en los sistemas económicos, una válvula de escape de los desequilibrios internos y externos que se producen en un país. La vieja discusión entre tipos de cambio fijos y tipos de cambio flexibles ha abierto un nuevo paradigma en el que se perfila una nueva situación en la que áreas de países vinculan las paridades de sus monedas estableciendo un sistema de paridades flotantes frente a terceros países.

Partamos de la base de que un área monetaria óptima reduce los niveles de variabilidad de las monedas frente al exterior. Consideremos asimismo que el área monetaria determina a través del equilibrio interno las variables de ajuste del sistema. Sin embargo, surge una pregunta adicional ¿Cuál es el tamaño óptimo del área monetaria? ¿hasta donde llegan las fronteras que determinan un área de estabilidad monetaria? ¿Cómo establecer la conveniencia de expandir o reducir el uso de una moneda? ¿Qué tipo de regulaciones se han de imponer para determinar las limitaciones a la circulación interna y externa de los capitales? ¿Cómo se transmiten los shocks? ¿Qué hacer para reducir su impacto? ¿Cómo se redistribuye el efecto de los shocks a nivel interno dentro de cada área monetaria?

Estas cuestiones, que a primera vista pudieran parecer con claros componentes académicos se convierten en aplicaciones tras el primer experimento aplicado de las áreas monetarias óptimas cuyo ensayo se ha venido a llamar Unión Monetaria Europea y su moneda determinada por los tipos de cambio irreversibles "euro".

### **Condiciones Necesarias**

La primera y fundamental consiste en la existencia de un Banco Central que organice el mercado monetario y el sistema financiero. Entre las competencias de la máxima autoridad monetaria estará elegir las variables instrumentales y objetivos finales de la política a seguir. Será, por tanto, un instrumento de vital importancia para potenciar la libre circulación de capitales y facilitar los usos de sistemas interregionales de pagos. En el caso de la Unión Monetaria Europea, dicha función la desempeña en la actualidad el nuevo sistema de compensación y liquidación de cobros y pagos en tiempo real (sistema TARGET). De este sistema debe emerger la cooperación entre los diferentes bancos centrales (SEBC) y mediante acuerdos adoptar posiciones comunes en la aplicación y sesgos de las políticas. Asimismo, otro componente que puede introducir distorsiones en el sistema es la emisión de moneda y el control sobre el banco emisor. Los diferentes ciclos económicos vividos en los diferentes países obligan al banco central a aplicar políticas monetarias que no agradarán por igual a todos los miembros del área. Mientras a un país que esté en un ciclo expansivo de su economía una subida de los tipos de interés ralentizaría su índice de crecimiento, a otro que está en un ciclo recesivo, le ayudaría a controlar la transmisión de la expansión de la demanda a incrementos en los precios.

Sin embargo, la labor del banco central debe respetar las opiniones de todos los miembros, si bien, resulta imposible satisfacer las necesidades de todos a un tiempo. Por ello, las autoridades monetarias de un área monetaria, regidos por el principio de prudencia, ejecutan políticas monetarias poco arriesgadas y que estén descontadas por los agentes de los mercados de capitales para incidir con sus actuaciones en pequeñas dosis. La consecuencia son impulsos monetarios débiles de impacto inferior al que tendrían las actuaciones individuales de cada uno de los bancos centrales integrados en la zona.

Bajo estas consideraciones, en un sistema de tipos de cambio fijos, los ajustes económicos se realizarán a través de variables reales y no nominales. Sin embargo, no debemos olvidar que en un área monetaria óptima, las relaciones con terceras monedas permanecen bajo un régimen

de cambios flexibles que suponen una válvula de escape para el área monetaria en su conjunto. Por tanto, nos encontramos ante una situación en la que los equilibrios internos se producen a través de las variables reales, pero los desequilibrios externos del área se resuelven asimétricamente a través de variables nominales como son fundamentalmente el diferencial de tipos de interés y las variaciones de los tipos de cambio. Se produce, por tanto, una solución dicotómica entre los desequilibrios internos y externos.

### Definición del Modelo

Veamos a continuación cual es la capacidad que tiene cada uno de los países para distribuir y absorber en su economía los impactos procedentes de terceros países. Definimos la variable **absorción** como la parte sobre el impacto total que recae en cada uno de los países del área monetaria óptima.

$q$  = Capacidad de absorción de impactos externos

$q_1$ ;  $q_2$ ; ..... ;  $q_n$ : La absorción de cada uno de los países del área monetaria

Según la construcción de la nueva variable, en el mercado de capitales<sup>5</sup> se producen variaciones cuando elementos externos hacen variar el escenario para los inversores. Si queremos medir el impacto de los shocks externos en las áreas monetarias óptimas, tendremos que valorar la diferencia en los flujos de inversión extranjera interna al área y externa al área que reciba cada uno de los países. Esta será la forma que utilizaremos para medir la variable absorción de impactos externos de cada economía.

Si definimos la variable  $a_i(t)$  como la cantidad de inversión captada por el país  $i$ -ésimo en el periodo  $t$ , nuestra variable  $q_i$  la podemos definir como:

$$q_i = a_i(t) - a_i(t - 1)$$

La solución teórica a nuestro problema sería que si las diferentes variables  $q$  son idénticas para todos los países se cumple una equidistribución de los costes ocasionados por el impacto

<sup>5</sup> Es el único mecanismo que funciona con una relativa libertad en el mercado único y se convierte, por ello, en el principal mecanismo para ajustar las economías, ya que el resto de libertades tienen aún serios problemas para operar *de facto*, aunque no los tengan *de iure*.

externo. En cada uno de los países se debe guardar una relación entre el PIB de cada uno de los países y la capacidad de absorber los impactos procedentes del exterior.

El fenómeno habitual cuando se produce un shock procedente del exterior se traduce en movimientos de los mercados de capitales, sobre todo aquellos cuyas posiciones vencen en el corto plazo. Este desplazamiento del capital produce sesgos en las carteras de inversión que recolocan sus posiciones en función del riesgo. Al fin y al cabo, un shock procedente del exterior resulta equivalente a una elevación del riesgo ante un fenómeno desconocido o cuya incidencia se desconoce. Ante una situación con riesgo específico, la actitud de los inversores institucionales se mueve en bloque, desviando fondos desde la renta variable a la renta fija, buscando las elevaciones de los tipos de interés, la restricción monetaria y la seguridad en sus inversiones. Esta elevación en los tipos, pone en marcha los elementos de ajuste interno de las economías. Sin embargo, los efectos dinámicos no han hecho sino empezar. Al proceso de ajuste determinado por la movilidad de capitales hay que asignarle dos componentes:

- El primero de ellos viene provocado por las variaciones existentes en las posiciones a corto plazo por parte de los inversores institucionales que pueden desviarse en dos sentidos
  - ⇒ El primero a través de un reajuste interno de flujos de inversión a lo largo de los diferentes países que formen parte del área monetaria óptima.
  - ⇒ El segundo reasignando los flujos de inversión fuera del área en cuyo caso los efectos tampoco tienen por qué ser equivalentes para todos los países, ya que dependerá de qué tipo de países se retiren las inversiones. Las estructuras de riesgos determinan que en aquellos países en los que se experimenta un crecimiento más inestable serán los candidatos primeros para que los inversores institucionales retiren con mayor premura sus inversiones. Son precisamente los países con estructuras macroeconómicas más inestables aquellos sobre los que la incidencia de los shocks externos se dejará sentir con mayor virulencia.

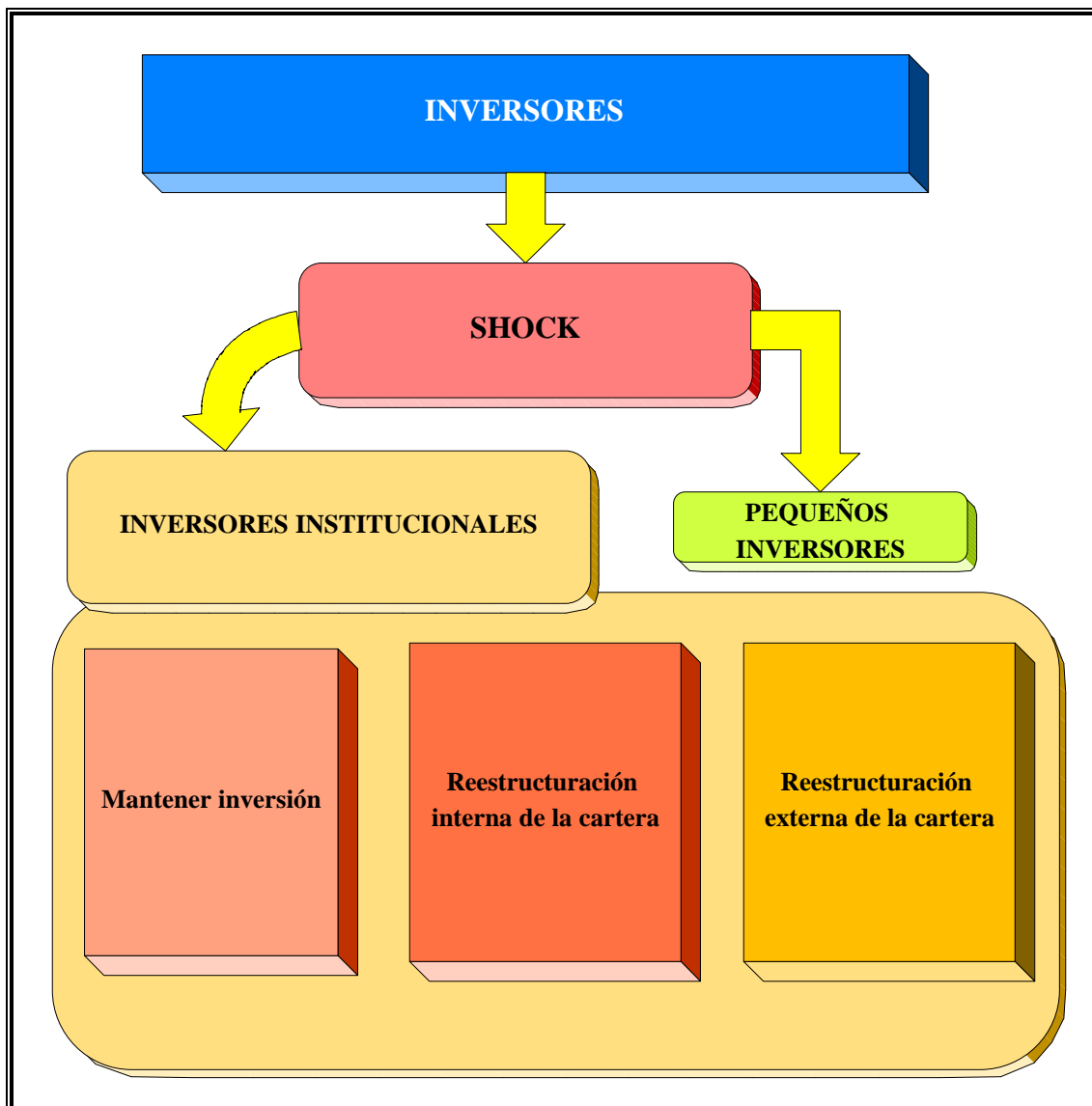


Figura 5.1

Elaboración propia

El proceso de ajuste ante un shock con tipos de cambio flexibles determina el equilibrio a través de variaciones en variables de tipo nominal como son los tipos de interés y fundamentalmente los tipos de cambio, que acaban afectando a la competitividad y a la generación de riqueza y ahorro. La variable de ajuste determina los saldos en las balanzas de pagos. Este es el caso que se dio a principios de los ochenta con tipos de cambio flotantes e importantes desajustes derivados del comportamiento de los tipos de interés y la deuda externa. Sin embargo, con tipos de cambio fijos, nos introducimos en un sistema en el que los ajustes se provocan a través de variables de tipo real y no nominal. Un país con una posición débil en su balanza verá salir capitales y reducirse su masa monetaria, obligándole para detener dicha

dinámica a elevar los tipos de interés. Las reducciones de la masa monetaria tendrán efectos recesivos sobre la demanda y, si no se producen operaciones de esterilización por parte del estado, la no contracción de la masa monetaria alimentará subidas en los precios que acabarán afectando a la competitividad del país. Como el tipo de cambio es fijo, la competitividad será menor y esto implicará una menor capacidad para vender fuera provocando en las empresas exportadoras una situación complicada para su subsistencia que obligará a reducir sus producciones ante la caída de la demanda exterior. Ante esta situación, los empresarios pueden tomar dos estrategias:

- ⇒ Desviar sus producciones enfocadas al exterior hacia el mercado interno, en cuyo caso, la entrada de nuevos competidores desplazará a otras empresas dedicadas al abastecimiento del propio mercado, expulsando a aquellas que tengan pequeñas cuotas de mercado obligándolas a reducir personal o cerrar
  
- ⇒ Buscar nuevos mercados exteriores o cerrar su actividad.

En cualquiera de los casos, la consecuencia pasará por reducir el índice de empleo respecto del de actividad. La expulsión de mano de obra al desempleo no se hará esperar, reduciendo a su vez dichas personas su demanda de bienes y servicios. Esta caída en la demanda hará caer de nuevo los precios ya que la capacidad adquisitiva de un desempleado es significativamente inferior a la de un empleado. Además, por el efecto de aumento de precios en el mercado interno, los bienes comerciables se buscarán en el mercado exterior. El efecto del incremento de la demanda externa sobre los mercados de nuestros socios comerciales se traduce en un incremento de la presión sobre los precios por un doble efecto:

- ⇒ Primero porque el incremento de la demanda obligará a contratar más trabajadores o a que los que ya lo hacen dediquen horas extraordinarias al trabajo. En cualquiera de los casos, se traduce en un incremento de la capacidad adquisitiva y un incremento de la demanda interna.
  
- ⇒ La demanda procedente del exterior, al incrementarse por los reducidos precios, presiona al alza sobre los mismos.

El efecto combinado de ambos incrementos de la demanda provoca una pérdida de competitividad que devuelve el equilibrio a su estado inicial.

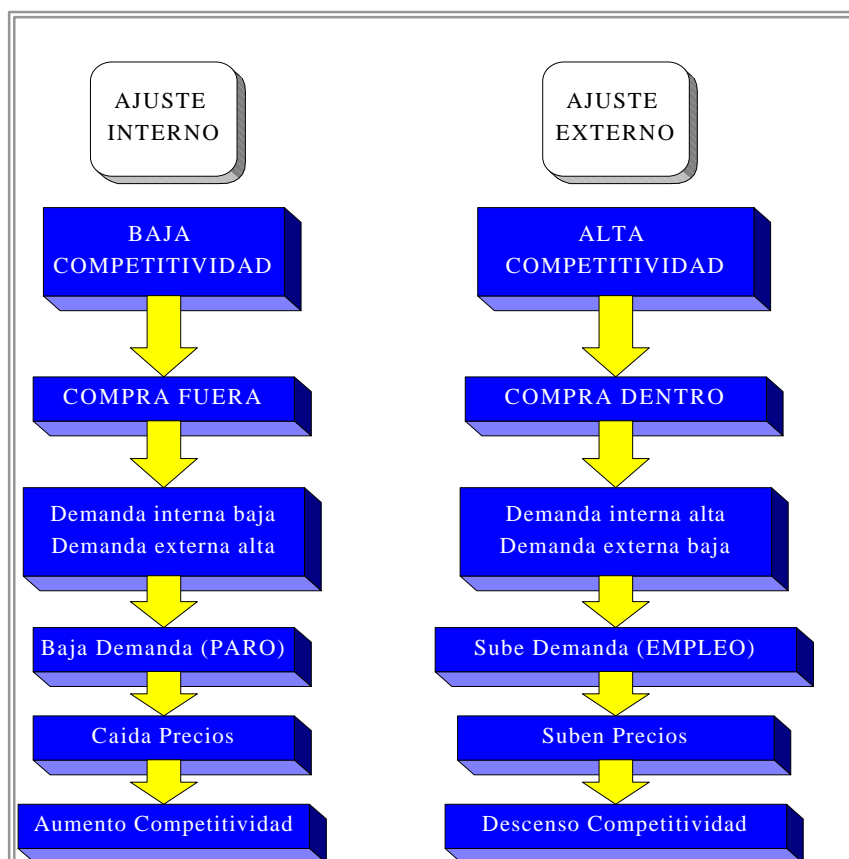
**Ajuste Interno**

Figura 5.2

Elaboración propia

Los inversores institucionales aglutinan el porcentaje más importante de las inversiones transnacionales. A la hora de configurar sus carteras de inversión han de elegir el coeficiente que dedican de las mismas a la renta fija y la renta variable. Los elementos tomados en consideración a la hora de elaborar dicha composición suelen buscar una mayor rentabilidad en renta variable y unas garantías superiores en la renta fija. Asimismo, deben discriminar acerca del destino de las inversiones en función del riesgo correspondiente al país en el que depositan sus inversiones y las rentabilidades esperadas en los mismos.

$$\text{CARTERA} = \bar{C} = f[\text{Riesgo; Rentabilidad}]$$

La cartera está formada por una rentabilidad fija. De esa cantidad tenemos que decidir su composición. Si ordenamos las inversiones en función del riesgo, si el mercado de capitales es

eficiente, debieran quedar también ordenadas en función de la rentabilidad. Tendrán mayor rendimiento aquellas inversiones situadas en los países con economías más emergentes que crecen a ritmos más vivos en relación a otros con economías más consolidadas que lo que ofrecen al inversor son cotas más elevadas de seguridad en sus inversiones. Por tanto, un inversor tipo ante un clima de estabilidad, dotará un mayor porcentaje en la composición de su cartera hacia activos más rentables con mayor componente de riesgo, dotando un porcentaje menor en aquellos países con economías consolidadas cuyas rentabilidades serán más ajustadas.

$$\mathbf{a}_{\text{ESP}} = f[\mathbf{s}(\text{ESP}); \mathbf{s}_{\text{RENTAB}}(\text{ESP}); \mathbf{m}_{\text{RENTAB}}(\text{ESP})] \quad \text{Ecuación 1 (1)}$$

$$\mathbf{a}_{\text{ALE}} = f[\mathbf{s}(\text{ALE}); \mathbf{s}_{\text{RENTAB}}(\text{ALE}); \mathbf{m}_{\text{RENTAB}}(\text{ALE})] \quad \text{Ecuación 2 (2)}$$

El porcentaje atribuible a cada país de la cartera vendrá determinado por el coeficiente  $\mathbf{a}$  asignado a cada estado.

$$\mathbf{a}_{\text{ESP}} + \mathbf{a}_{\text{ALE}} + \dots + \mathbf{a}_{\text{N}} = 1;$$

Siendo:

$$\frac{\partial \mathbf{a}_i}{\partial \mathbf{s}_i} \leq 0; \text{ Pues el porcentaje se reduce a medida que se incrementa el riesgo país}$$

$$\frac{\partial \mathbf{a}_i}{\partial \mathbf{s}_{\text{RENTAB}}(i)} \leq 0; \text{ Pues el porcentaje invertido en el país aumenta al reducirse la variación de la rentabilidad}$$

$$\frac{\partial \mathbf{a}_i}{\partial \mathbf{m}_{\text{RENTAB}}(i)} \geq 0; \text{ Pues el porcentaje invertido en el país i aumenta al hacerlo su rentabilidad media}$$

En este hecho se basa la crítica de las áreas monetarias óptimas, en que los coeficientes  $\alpha_i$  son cambiantes y, aunque la suma de todos ellos sigue determinando la unidad, la composición específica de los mismos asociada a los porcentajes invertidos en cada uno de los países van sufriendo variaciones, especialmente en el caso de enfrentarse a un shock procedente del exterior. Las reacciones iniciales ante un fenómeno de esta naturaleza son:

⇒ En los países con economías periféricas se incrementa el riesgo de país de forma superior al incremento experimentado en los países centrales con economías más sólidas basadas en la competitividad real. Esto hace que se reduzca el coeficiente  $\alpha_i$  en los países periféricos y se incremente en los centrales. Se produce una reordenación de las inversiones en la que gana importancia la seguridad y pierde importancia la rentabilidad. Se produce un sesgo en el inversor institucional que le obliga a llevar sus inversiones hacia renta fija y variable de estados estables.



⇒ Para evitar la salida de capitales, en los países periféricos, ante el incremento del riesgo país y la elevación de su riesgo específico, realizan elevaciones en los tipos de interés a largo plazo, para compensar el incremento de su prima de riesgo. Bajo esta circunstancia, se establece un efecto compensador sobre  $\alpha_i$  en función del comportamiento del diferencial de tipos.

Para introducir en nuestro análisis la variable "Diferencial de tipos de interés a largo plazo"<sup>6</sup> A la variable resultante de sustraer las ecuaciones (1) y (2) la llamaremos  $\beta_i$

$$(3) = (1) - (2)$$

$$b_{ij} = [a_i - a_j] = f[s(ESP) - s(ALE); s_R(ESP) - s_R(ALE); m_R(ESP) - m_R(ALE)]$$

Sean  $K_i$  los capitales a invertir en cada uno de los países pertenecientes a área monetaria óptima. Las cantidades a invertir son diferentes en cada uno de ellos, dependiendo de la riqueza acumulada y de las tasas de ahorro e inversión existentes.

$$K_1 \neq K_2 \neq \dots \neq K_n$$

$$\vec{K} = [K_1, K_2, \dots, K_n]$$

$$M = \begin{pmatrix} b_{11} & b_{12} & \dots & b_{1n} \\ b_{21} & b_{22} & \dots & b_{2n} \\ \vdots & \vdots & \dots & \vdots \\ b_{n1} & b_{n2} & \dots & b_{nn} \end{pmatrix}$$

$\beta_{ij}$  = Flujo neto de inversión desde el país  $i$  hacia el país  $j$

$\beta_{ji}$  = Flujo neto de inversión desde el país  $j$  hacia el país  $i = -\beta_{ij}$

$\beta_{ii}$  = Flujo neto de inversiones de un país en su propia economía

Por tanto, cada una de las filas y columnas de la matriz  $M$  representa el flujo neto de inversiones realizado por cada país o de inversiones netas recibidas por cada país

<sup>6</sup> Se determinan en función de los tipos publicados por los Bancos Centrales para títulos de Deuda Pública a Diez años. En caso de no existir emisiones de éste tipo, se tomarán como referencia para los cálculos las cotizaciones de los bonos nomenclados a diez años en los mercados de derivados.

$F_i$  = Flujo neto de inversiones del país  $i$

$$F_n = \sum_{i=1}^j b_{ni} - b_{nn}$$

La diagonal de la matriz  $M$  representa los porcentajes que cada país dedica de su capital a invertir en su propia economía, por tanto, lo que dedica a invertir en el extranjero será:

$Q_i$  = Flujo neto de inversiones procedentes del país  $i$

$$Q_n = \sum_{i=1}^j b_{in} - b_{nn}$$

Por tanto, las variables  $\beta_{ij}$  son acumulativas de la información:

Diferencial entre el riesgo país de los países  $j$  e  $i$

Diferencial de rentabilidad media entre los países  $j$  e  $i$

Diferencial de desviación típica en la rentabilidad media de los países  $j$  e  $i$

La matriz  $M$  es una matriz simétrica en la que  $\beta_{ij}$  y  $\beta_{ji}$  son iguales pero con signos cambiados. Esto confiere a la matriz una serie de propiedades matemáticas. Además, si todos los países invirtiesen en su propio país (situación de autarquía inversora o restricción total al movimiento de capitales), la matriz  $M$  resultante será la matriz identidad, obteniendo para dicho caso los siguientes resultados:

$$\vec{K} \cdot M = \vec{a}$$

$$[K_1, K_2, \dots, K_n] \cdot \begin{bmatrix} 1 & 0 & \dots & 0 \\ 0 & 1 & \dots & 0 \\ \vdots & \vdots & \dots & \vdots \\ 0 & 0 & \dots & 1 \end{bmatrix} = [a_1, a_2, \dots, a_n]$$

El resultado de las inversiones resultantes en cada país sería:

$$a_i = \frac{K_i}{\sum_{i=1}^j K_i}$$

Para el caso general en el que las inversiones se distribuyen entre los  $n$  países del área monetaria óptima, tendremos que la composición y distribución a lo largo de ellos será:

$$\vec{a} = [a_1, a_2, \dots, a_n]$$

$$\vec{K} \cdot M = \vec{a}$$

$$[K_1, K_2, \dots, K_n] \cdot \begin{bmatrix} b_{11} & b_{12} & \dots & b_{1n} \\ b_{21} & b_{22} & \dots & b_{2n} \\ \vdots & \vdots & \dots & \vdots \\ b_{n1} & b_{n2} & \dots & b_{nn} \end{bmatrix} = [a_1, a_2, \dots, a_n]$$

Siendo el sumatorio de las filas el flujo neto de inversiones del país 1, 2, ..., n y el sumatorio de las columnas la inversión realizada en el resto del Area Monetaria Optima por el país 1, 2, ..., n

### Ajuste Externo

Ante un acontecimiento inesperado para los inversores, éstos incrementan su aversión al riesgo. Los cambios de posiciones son mucho más rápidos en el caso de los inversores institucionales, que realizan grandes operaciones en periodos muy cortos de tiempo. En las teorías ortodoxas, dichos movimientos se califican de perjudiciales para multiplicar los efectos de las crisis. Uno de los factores más beneficiosos de las Áreas Monetarias Óptimas es precisamente la protección que prestan a los países ante sucesos inesperados procedentes del exterior. Por tanto, tenemos dos efectos que repercuten en las inversiones financieras del Area Monetaria:

1. El comportamiento de los inversores particulares, cuyas inversiones suelen ser a más largo plazo que las de los inversores institucionales debido al coste mayor de las

comisiones que les cobran los intermediarios financieros. Son los que, por no ser especialistas, acumulan el mayor porcentaje de pérdidas por reaccionar con posterioridad en caso de producirse crisis.

2. Los inversores institucionales que tienen porcentajes muy altos de inversión fuera de sus países de procedencia del capital. Suponen un porcentaje mucho mayor que el de los inversores particulares y reaccionan con rapidez y virulencia a los shocks procedentes del exterior. Dentro de los inversores institucionales tendremos que diferenciar dos casos:
  - a. Los inversores de dentro del área monetaria óptima que redistribuirán sus inversiones variando los coeficientes de inversión otorgados a cada país del área y que repatriarán parte de las inversiones que tienen realizadas en el exterior (  $n...m$  ).
  - b. Los inversores institucionales de fuera del área monetaria óptima que redistribuirán sus inversiones variando los coeficientes de inversión y redistribuyendo en función del riesgo desde los países emergentes del área hacia otros que ofrezcan mayores niveles de seguridad, trasladando de renta variable a renta fija y, sobre todo, repatriando capitales, sobre todo los de tipo especulativo hacia sus países y monedas de referencia (\$ fundamentalmente).

Llamaremos  $K^* = [K_{n+1}, K_{n+2}, \dots, K_m]$  que son a las inversiones de capital procedentes de los  $m - n$  países del exterior que invierten dentro del área monetaria óptima. También dentro de esos  $m - n$  países estarán aquellos en los que nosotros invertimos. Puede ser que existan países en los que invertimos  $\alpha_{m+2} > 0$ , aunque ellos no inviertan en nuestro país, y otros en los que no invertimos, aunque ellos si inviertan en el área monetaria al que pertenecemos. Estos flujos se determinan a través de los sumatorios de las filas y las columnas. En el caso en que invertimos fuera en el país  $k$ , pero ellos no invierten en nuestro área:

$$F_k = \left( \sum_{i=1}^m b_{ki} \right) - b_{kk} > 0$$

mientras

$$Q_k = \left( \sum_{i=1}^m b_{ik} \right) - b_{kk} = 0$$

Si tenemos que el grupo de países  $m - n$  exterior al área monetaria óptima puede suponer una partición dentro de la matriz M, obtendremos que:

$$\vec{K} \cdot M = \vec{a}$$

$$\begin{array}{c}
 \left. \begin{array}{c} K_1 \\ \vdots \\ K_n \\ K_{n+1} \\ \vdots \\ K_m \end{array} \right\} \cdot \left( \begin{array}{ccc|ccc}
 b_{11} & \dots & b_{1n} & b_{1(n+1)} & \dots & b_{1m} \\
 \vdots & \vdots & \vdots & \vdots & \vdots & \vdots \\
 b_{n1} & \dots & b_{nn} & b_{n(n+1)} & \dots & b_{nm} \\
 \hline
 b_{(n+1)1} & \dots & b_{(n+1)n} & b_{(n+1)(n+1)} & \dots & b_{(n+1)m} \\
 \vdots & \vdots & \vdots & \vdots & \vdots & \vdots \\
 b_{m1} & \dots & b_{mn} & b_{m(n+1)} & \dots & b_{mm}
 \end{array} \right) = [a_1, \dots, a_n \mid a_{n+1}, \dots, a_m]
 \end{array}$$

En la matriz M la primera partición, la superior izquierda representa los flujos de capital netos entre cada uno de los países del área monetaria óptima. La segunda partición, superior derecha, representa los flujos de capital netos entre el área monetaria óptima (desde el área al exterior). La tercera, inferior izquierda, representa los flujos de capital desde el exterior al área, y la cuarta, inferior derecha, determina los flujos entre los países que no pertenecen al área monetaria óptima.

$$\begin{array}{ccc|ccc}
 b_{11} & \dots & b_{1n} & b_{1(n+1)} & \dots & b_{1m}^{(1)} \\
 \vdots & \dots & \vdots & \vdots & \dots & \vdots \\
 b_{n1} & \dots & b_{nn} & b_{n(n+1)} & \dots & b_{nm} \\
 \hline
 b_{(n+1)1} & \dots & b_{(n+1)n} & b_{(n+1)(n+1)} & \dots & b_{(n+1)m} \\
 \vdots & \dots & \vdots & \vdots & \dots & \vdots \\
 b_{m1} & \dots & b_{mn} & b_{m(n+1)} & \dots & b_{mm}
 \end{array}$$

$$\underbrace{\begin{array}{ccc}
 b_{(n+1)1} & \dots & b_{(n+1)n} \\
 \vdots & \dots & \vdots \\
 b_{m1} & \dots & b_{mn}
 \end{array}}_{\sum_{i=n+1}^m b_{i1} \quad \dots \quad \sum_{i=n+1}^m b_{in}}$$

$$\sum_{i=n+1}^m b_{i1} + \dots + \sum_{i=n+1}^m b_{in} = \text{Flujo neto de inversiones del exterior en el área}$$

$$(1) \quad \begin{array}{ccc}
 b_{1(n+1)} & \dots & b_{1m} \\
 \vdots & \dots & \vdots \\
 b_{n(n+1)} & \dots & b_{nm}
 \end{array} \rightarrow \sum_{i=n+1}^m b_{1i} + \dots + \sum_{i=n+1}^m b_{ni} = F^*$$

$F^*$  = Flujo neto de inversiones del área en el exterior

### Análisis Gráfico

Para realizar el análisis gráfico, tendremos que utilizar la curva de aversión al riesgo de los inversores. Para definir esta curva tenemos que partir de varios supuestos:

1. Para definir la tendencia creciente o decreciente de la curva y su concavidad y convexidad, partimos de la relación existente entre los coeficientes  $\alpha_i$  y la variable riesgo que vamos a definir como variable  $\sigma$  que depende del shock que definiremos a través de la variable  $\tau$

Si el país  $i$  es un país del área monetaria óptima con alta rentabilidad y riesgo, se cumplirá que:

$$\frac{\partial a_i}{\partial s} > 1; \quad \frac{\partial^2 a_i}{\partial s^2} > 0$$

Si el país  $j$  es un país del área monetaria óptima con baja rentabilidad y gran seguridad (baja volatilidad en la rentabilidad de sus emisiones):

$$\frac{\partial a_j}{\partial s} \leq 1; \quad \frac{\partial^2 a_j}{\partial s^2} > 0$$

2. Clasificamos los países en función del riesgo y la rentabilidad de mayor a menor en el eje de ordenadas. Así, el país con mayor riesgo y rentabilidad estará en la parte superior (emergentes) y los más seguros estarán en la parte inferior (centrales)
3. En el eje de abscisas mediremos el riesgo. A medida que vayamos hacia la derecha, el nivel de riesgo será mayor.
4. Por último, decir que en una situación de estabilidad, los inversores asumen mayores riesgos para obtener mayor rentabilidad, ya que el grado de volatilidad de las inversiones es menor. Bajo un ambiente de incertidumbre dominado por situaciones de shocks externos, la aversión al riesgo del inversor se desplaza hacia la izquierda y los mismos niveles de riesgo se convierten en mayores añadiendo a la desviación típica el efecto del shock.

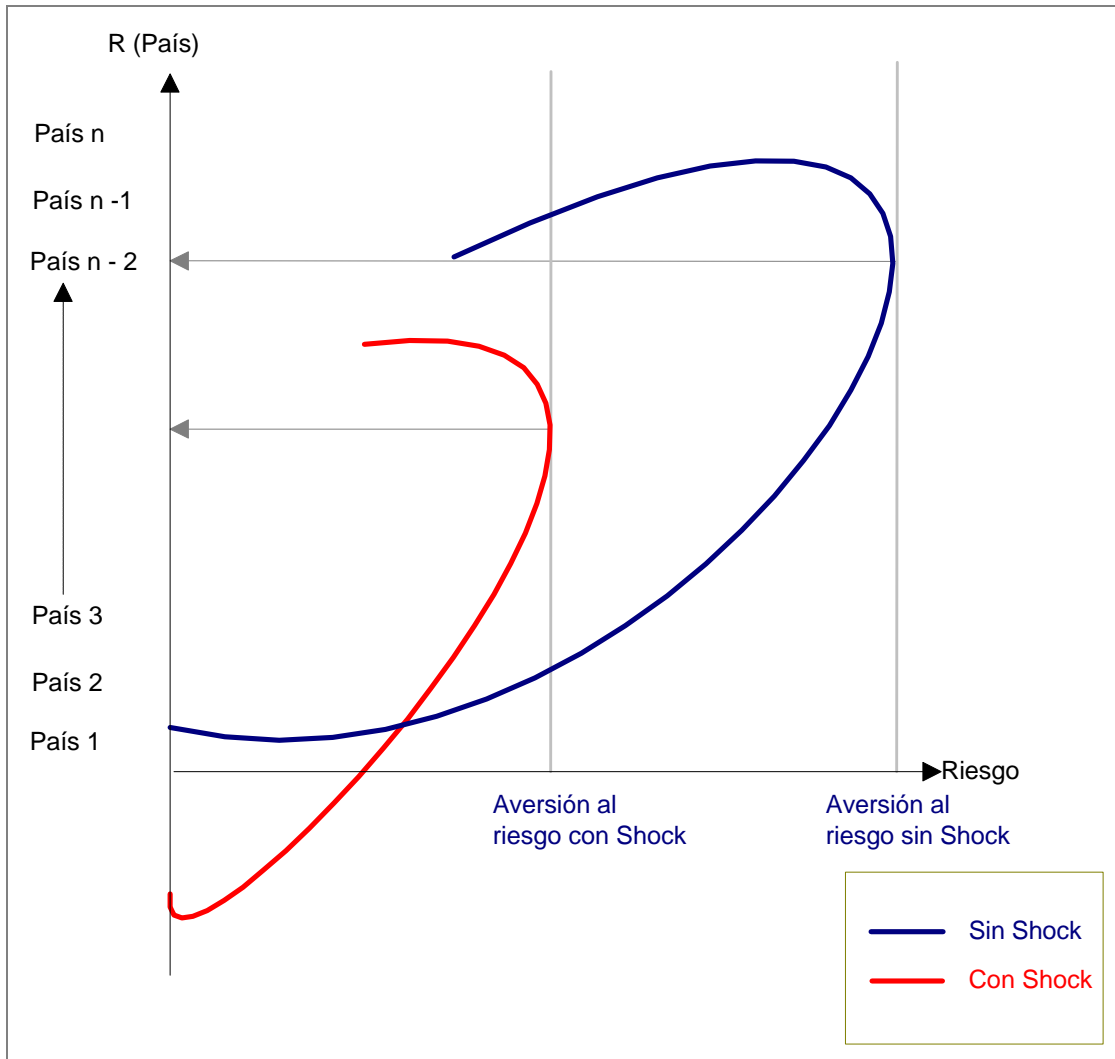


Figura 5.3

### Conclusión

Los efectos de los impactos procedentes del exterior no son equidistributivos. Las áreas monetarias óptimas resultan, por tanto una solución de *Second Best* consiguiendo incrementar la eficiencia global del sistema monetario. Sin embargo, no resultan tan óptimas desde el lado de la equidad. Para medir la diferencia en el comportamiento de los distintos miembros de la zona, hemos visto que la variable absorción del impacto, al menos a nivel teórico resulta ser diferente para cada país. Ante un impacto externo, se produce un reordenamiento interno de los capitales invertidos por los propios países del área y por los externos al cambiar las condiciones de riesgo y estabilidad de la economía. Podríamos hablar de que las economías más seguras y estables ofrecen un *refugio* a los inversores internacionales. Estos países son especialmente beneficiados por la existencia de shocks procedentes del exterior. Hasta podríamos decir que, ante la

necesidad de inversiones procedentes del exterior a un país refugio le es más propicio para atraer capitales producir un shock externo lejos de sus fronteras que elevar sus tipos de interés. Estas conclusiones las hemos obtenido del análisis de los coeficientes  $\alpha$  ; para los casos en que se producen ajustes tanto internos como externos. Por último, solo señalar que el modelo resulta consistente en la teoría, falta por ver si también soportará la contrastación empírica que será objeto de estudios posteriores.



## **BIBLIOGRAFÍA**

- Alonso, F:** "Diferenciales de inflación y tipos de cambio en el Sistema Monetario Europeo". *Actualidad Financiera*. Nº 6. Abril 1996.
- González, S y Mascareñas, J:** *El Sistema Monetario Europeo*. Ed. Eudema. Madrid 1993.
- González, S:** *El Sistema Monetario Internacional y el Mercado de Divisas*.
- Friedman, M:** "A Contemporary Monetary Problems" *Economic Notes*. Vol 2 nº 1 Enero-Abril 1973. Pgs. 5-18.
- Machlup, F:** "The Theory of Foreign Exchanges". *Readings in the Theory of International Trade*. Homewood. 1963. Pgs: 104-158.
- McKenzie, L:** "Matrices with Dominant Diagonals and Economic Theory". *Mathematical Methods in the Social Sciences*. 1959. Stanford. Pgs. 47-62.
- Mundell, R:** " The Monetary Dynamics of International Adjustments Under Fixed and Flexible Exchange Rates" *The Quarterly Journal of Economic*, LXXXIV, nº 2, Mayo 1960. Pgs 227-257
- Mundell, R:** "A Theory of Optimum Currency Areas" *American Economic Review*. Vol 51 pgs: 657-665. Marzo 1961.
- Mundell, R:** "International Trade and Factor Mobility". *The American Economic Review*, XLVII, nº3 (Junio) 1957.pgs. 321-335.
- Mundell, R:** "The Euro and the Stability of the International Monetary System". *Recent Policy Essays*. Columbia University. Enero 1999