

EL CAMINO HACIA EL EURO: IMPACTO EN LA EMPRESA ESPAÑOLA

Ponce Alifonso, J.
Universidad Rovira i Virgili

RESUMEN

El objetivo de este artículo es abordar cuál ha sido el impacto global que ha tenido sobre la empresa española nuestra participación en el proceso de integración monetaria, así como analizar cuáles serán los retos a los que el sector empresarial se enfrentará una vez adoptada la moneda única para obtener mayores ventajas competitivas.

PALABRAS CLAVES: Moneda única. Retos adaptativos. Procesos de integración económica

INTRODUCCIÓN

La consecución de una moneda única en la Unión Europea supondrá la culminación del proceso de integración económica iniciado a finales de la década de los cincuenta con el Tratado de Roma. Dicho proceso recibió a mediados de los años ochenta un impulso decisivo con la aprobación del Acta Única y el refuerzo del Sistema Monetario Europeo (SME). Posteriormente, en 1989, el Informe Delors promovió alcanzar un nuevo hito en la historia de la integración europea: convertimos en una Unión Económica y Monetaria (UEM). Para tal fin se diseñó un calendario que nos acercase al objetivo de manera gradual, de modo que los países dispusieran de un periodo para alcanzar la convergencia macroeconómica necesaria, creándose a su vez las instituciones comunitarias precisas que, de acuerdo con el principio de subsidiariedad, desarrollasen las políticas de la nueva Unión Europea. Los objetivos fundamentales de la UEM son:

- La libre movilidad de mercancías, servicios, capitales y personas,
- El establecimiento de políticas comunes sobre la competencia, las regiones y los cambios en la estructura productiva,
- Dar prioridad a la estabilidad macroeconómica,
- Alcanzar la moneda única y crear el banco central europeo.

Las autoridades españolas han impulsado la participación de nuestro país en la UEM europea desde el inicio de su construcción, ante la convicción de que cuanto mayor sea la integración con las economías europeas, mayores serán los beneficios que se obtengan a largo plazo, aunque a corto plazo el cumplimiento de los criterios de convergencia nominal suponga un reto difícil.

España se incorporó al proceso de integración económica europea en el año 1986, no siendo hasta tres años después cuando se adhirió al Mecanismo de Cambios e Intervención (MCI) del SME. El objetivo de este artículo es abordar cuál ha sido el impacto que ha tenido sobre la empresa española nuestra participación en el proceso de integración monetaria, así como analizar cuáles serán los retos a los que el sector empresarial se enfrentará una vez

adoptada la moneda única. Para desarrollar el análisis estableceremos distintas etapas, caracterizadas cada una de ellas por una situación de la moneda:

- La sobrevaloración de la peseta: 1989-92
- Las tormentas monetarias y el cumplimiento de los criterios de convergencia nominal: 1992-98
- La aparición del euro en 1999

Posteriormente se plantean cuáles serán los retos a los que se enfrentará la economía española y, en particular, el sector empresarial español si quiere ser competitivo en el nuevo contexto promovido por la Unión Europea. Este nuevo reto implicará un cambio en las políticas tradicionales de nuestra economía.

LA SOBREVALORACIÓN DE LA PESETA: 1989-92

La entrada de la peseta en el MCI del SME en 1989 suponía la adopción de un compromiso por parte de las autoridades económicas españolas: mantener un tipo de cambio fijo con el resto de monedas participantes. El motivo que llevó al gobierno español a adoptar tal decisión no era simplemente estabilizar el tipo de cambio, sino que también significaba una forma de tomar prestada la credibilidad del Bundesbank en la lucha contra la inflación¹. Además, se reducían las tentaciones de implementar políticas inflacionistas, ya que con tipos de cambio fijos derivarían, vía precios, en una pérdida de competitividad para el país. La principal característica de esta fase fue la ausencia de expectativas de reajuste, en parte debido a los acuerdos de Nyborg-Basilea². Además, desde el inicio de 1990 esta tendencia se vio reforzada como consecuencia de:

Los efectos iniciales de la reunificación alemana. La unificación de los mercados y la tasa de conversión 1:1 entre la moneda oriental y occidental provocó un efecto muy negativo en la Alemania Oriental: la producción de esa zona cayó en 1991 en un 50%. Es decir, tanto el impacto que supuso cambiar de sistema económico y abrirse al comercio internacional, como la sobrevaloración de la moneda oriental, son factores que explican el por qué de esa recesión. A raíz de estos hechos, se produjo un aumento del déficit público provocado por las transferencias realizadas hacia la Alemania Oriental. Así, la creciente incertidumbre y el fuerte incremento de su demanda interna comportó que el marco se depreciase durante 1990 y parte de 1991, con lo que las tensiones en el seno del SME desaparecieron: la moneda más fuerte se debilitaba.

La credibilidad en la consecución de la moneda única. Si los países querían acceder a la moneda única debían hacer un esfuerzo para converger sus economías y para coordinar sus políticas económicas, con lo que se difuminaba la posibilidad de que un país implementase políticas inflacionistas. El objetivo de la moneda única implicaba instrumentar el mismo mix de políticas económicas ortodoxas por parte de los países, con lo cual los mercados creyeron que las divergencias en los fundamentos económicos de los países se atenuarían, lo que permitiría eliminar las sospechas de devaluación de las monedas.

Pero esta situación comportó la aparición de algunos efectos perversos: la peseta se convirtió en la moneda más fuerte del SME. La explicación que se ha dado a este hecho es que los países miembros del SME con inflación más elevada, ante el temor de verse sometidos a la

sospecha de devaluación, mantuvieron sus tipos de interés nominales en unos niveles más elevados que los otros países miembros.

Mientras las expectativas de devaluación no fueron inminentes, dichos tipos de interés atrajeron masivamente capital a corto plazo de otros países con tipos más bajos, buscando una mayor rentabilidad. Pero esas entradas de capital aumentaban la base monetaria y, consecuentemente, también la oferta monetaria, con lo que se producía un repunte en los precios. Ante esta situación, la autoridad monetaria española siguió luchando contra la inflación esterilizando las entradas de capital, lo que obligó a subir aún más los tipos de interés y a obtener mayores entradas de capital, desarrollándose así un círculo vicioso de pérdida de competitividad para el país.

¿Cuál era el origen de esa situación, que tenía por resultado una apreciación de la peseta y una pérdida de competitividad de las empresas españolas? Evidentemente, era la existencia de unos tipos de interés elevados. Pero, como señala Torrero (1989), siempre que en un país los tipos de interés son elevados es porque hay alguien dispuesto a pagarlos. ¿Quién jugó ese papel? El sector público, que requería no sólo del ahorro nacional sino también del exterior para financiar su actividad.

Así, la política fiscal fuertemente expansiva que se desarrolló a finales de los años ochenta y, como reacción, la política monetaria restrictiva, en un contexto de tipos de cambio casi fijos, de libertad total de movimientos de capital y de externalidades negativas procedentes de la reunificación de Alemania, país eje del Sistema Monetario Europeo, dio como resultado unos elevados tipos de interés a corto plazo, una inflación creciente, una apreciación real del tipo de cambio con la consiguiente pérdida de competitividad y, finalmente, una recesión que pudo haber sido mucho mayor si los mercados financieros no hubieran forzado varias devaluaciones sucesivas de la peseta.

Muñoz (1991) diagnosticó que la economía española presentaba los síntomas de lo que en la literatura económica se llama "*enfermedad holandesa*". Es decir, dicha enfermedad provoca un problema de desajuste entre los tres grandes bloques de un sistema económico: el sector competitivo (exportador de manufacturas), el sector protegido (principalmente servicios) y un sector recalentado. Los indicios que apuntaban que España presentaba dicha enfermedad eran:

- a.- *La poca exportación de la economía española:* el tipo de cambio sobrevalorado de la peseta perjudicaba la inversión en actividades orientadas a la exportación, al beneficiar más a inversiones alternativas como los servicios o las inversiones financieras. Además, la fortaleza de la peseta no reflejaba la fortaleza de la economía, ya que éramos uno de los países con mayor déficit comercial del mundo y con un importante déficit corriente.
- b.- *Un sector en crecimiento explosivo:* la demanda de activos españoles por parte de extranjeros, así como su cambio de manos entre españoles, dio lugar a un efecto riqueza, estimulando así la demanda de consumo, las importaciones y el crédito al consumo. El ciclo económico se reactivó, permitiendo obviar los problemas de la balanza comercial, ya que se consideraba que las entradas de capital extranjero serían estables a largo plazo y podrían seguir compensando los déficits corrientes.

- c.- *Un crecimiento del sector menos competitivo*: destacaba sobre todo el inmoderado crecimiento del sector público en España, que se veía acompañado por el crecimiento del sector servicios, lo que significaba sustentarse en la parte menos competitiva de la economía. Así, en la última década han sido los servicios los principales causantes de la inflación en España, no sólo por su mayor ponderación en el PIB, sino porque sistemáticamente el deflactor de los servicios crece por encima del deflactor implícito del PIB.

No es la inflación o la revalorización del tipo de cambio lo que produce la enfermedad holandesa, sino una forma de ajuste del aparato productivo a una determinada situación que se traduce en inflación y revalorización del tipo de cambio. Por todo ello, la euforia de esos años no debió haber oscurecido el hecho de que la economía española tenía una transformación industrial inacabada, que fue desincentivada por el esquema de estímulos económicos, que potenciaban la búsqueda de rentas más rápidas y cómodas en el mercado protegido del sector servicios o en la especulación con el patrimonio, antes que en la producción para los arriesgados y competitivos mercados industriales del mundo.

¿Qué argumentos se esgrimieron para justificar esa combinación de desarme arancelario y de apreciación de la peseta, que a todas luces tenía un impacto negativo sobre el sector exportador español? Básicamente, el argumento justificador era que se permitía un abaratamiento de las importaciones, el volumen de las cuales se disparó (entre 1985 y 1991 crecieron a tasas del 20%). Según Ontiveros (1997), el aumento de las compras al exterior durante esos años ha de ser explicado por la intensidad que reviste la inversión: ello facilita la modernización de los equipos productivos y de las técnicas de gestión empresarial, al tiempo que permite un gradual desplazamiento de la actividad de las empresas industriales hacia sectores menos maduros, con mayor capacidad de competir internacionalmente sobre la base de ventajas no directamente fundamentadas en el peso relativo del factor trabajo.

En España, la importante presencia de inversión extranjera directa durante ese período es también un factor de gran incidencia sobre la actividad empresarial: influye en la reorientación estratégica de algunas empresas, en su redimensionamiento, en la diseminación de las tecnologías y técnicas de producción, en la mejora de sus capacidades de gestión y, desde luego, en la presencia internacional a través de la utilización de los canales de comercialización de las empresas matrices. Así, una parte sustancial de los flujos de inversión directa no se materializan precisamente en la creación de nuevas empresas, sino en la compra parcial o total de empresas ya existentes.

Para el sector empresarial los efectos negativos de esa paradójica sobrevaloración de la peseta se hicieron notar: la moderación salarial registrada en esos años quedó parcialmente anulada por la revalorización de nuestro signo monetario. Como señaló Torrero (1995), la empresa española era poco rentable y era mucho más remunerador utilizar los recursos financieros para prestarlos que para emprender actividades productivas. Esta reducida rentabilidad empresarial, junto a la existencia de opciones financieras muy remuneradoras, líquidas y con escaso riesgo, son la raíz de la explicación de las ventas masivas de las empresas españolas a grupos extranjeros. Si a estas circunstancias se le añade la rigidez del mercado de trabajo y del de servicios, se completa una situación que ayuda a comprender el alto nivel de desempleo en España, pese a que los costes salariales sigan siendo más bajos que en los países europeos.

Es decir, en esa época la rentabilidad empresarial obtenida era mayor cuanto menor era el riesgo asumido. Además, la rentabilidad de la deuda pública no sólo era más regular, sino que superaba ampliamente la que obtenían las empresas. Y la situación debería ser justo la contraria: las empresas expuestas al rigor de la competencia mundial y a los vaivenes de la coyuntura internacional deberían ofrecer una rentabilidad, en períodos amplios, superior a la de las actividades protegidas, como reflejo del mayor riesgo empresarial y de un nivel de dispersión de resultados más acusado. El mensaje que desde los centros de decisión de la política económica se envió, aunque no de forma deliberada, es que no era remunerador asumir posiciones de riesgo, incentivando la actitud pasiva de ceder a la Administración los excedentes financieros antes que embarcarse en aventuras empresariales que comportasen riesgo e incertidumbre.

LAS TORMENTAS MONETARIAS Y EL CUMPLIMIENTO DE LOS CRITERIOS DE CONVERGENCIA NOMINAL: 1992-98

El Tratado de Roma (1957) establecía que el objetivo de la Comunidad Económica Europea era alcanzar un mercado en el cual no existiesen trabas para la libre circulación de bienes, servicios, capitales y trabajadores. Es decir, un mercado interior abierto, protegido del exterior mediante un arancel exterior común. Este objetivo se cumplió el 1 de enero de 1993 con la instauración del Mercado Único. Pero en los tratados constitutivos de la Comunidad no se hacía referencia alguna a la posibilidad de alcanzar una moneda común, por lo que si se querían ensanchar los horizontes de la integración europea debían reformarse los tratados. Así, los gobiernos de la Unión Europea, reunidos en Maastricht en diciembre de 1991, acordaron esa reforma: nacía el Tratado de la Unión Europea (TUE)*.

Para entrar en vigor, el TUE debía ser refrendado por los parlamentos y/o los ciudadanos de los países miembros. Sin embargo, ese camino no fue fácil: los problemas de ratificación del TUE, que consolidaba las aspiraciones de llegar a una moneda única, fueron los que desencadenaron una crisis monetaria en el seno del Sistema Monetario Europeo. En concreto, el resultado negativo en el primer referéndum celebrado el 2 de junio de 1992 en Dinamarca, los pronósticos pesimistas sobre el resultado del referéndum francés convocado para el 20 de septiembre, la elevación de los tipos de interés llevada a cabo por el Bundesbank en el mes de julio... Todos estos hechos pusieron al descubierto numerosos elementos de inestabilidad.

Pero las razones últimas que explican las tensiones cambiarias a las que se vio sometido el SME son:

- ✓ *La reunificación de Alemania y las divergencias cíclicas entre las economías europeas.* Los ritmos de crecimiento del PIB y de la demanda eran muy diferentes en los países de la CE: mientras Alemania disfrutaba de los efectos expansivos de la reunificación, la mayor parte de los países europeos atravesaban una fase recesiva. La política fiscal expansiva con la que Alemania intentó paliar el impacto recesivo de la reunificación en la parte oriental del país obligó a un ascenso de los tipos de interés. Esta elevación en el país que actuaba como ancla del sistema monetario tenía que ser seguida por el resto, ya que en caso contrario la menor rentabilidad relativa produciría una salida de capitales que depreciaría sus monedas. Así, el compromiso de mantener unos tipos de cambio fijos obligaba a elevar los tipos de interés en todos los países, que con el paso del tiempo se revelaron incompatibles con su situación económica interna, de claro sesgo recesivo. Este conflicto

hizo que los mercados empezaran a plantearse en qué medida los beneficios de mantener la estabilidad cambiaria frente al marco superaban los costes de mantener altos tipos de interés en economías recesivas.

- ✓ *Una apreciación real de las divisas más inflacionistas.* El anclaje nominal de la lira, la peseta y el escudo, combinado con tasas de inflación en estos países superiores a la media comunitaria, acabó por propiciar una apreciación real de dichas divisas, que erosionó notablemente su competitividad en un contexto de recesión⁴. Las alternativas al ajuste cambiario sólo son dos:
 - a) una política más deflacionista, con lo que aumentaría aún más el paro a corto plazo;
 - b) una política expansiva, con la que se incrementarían los salarios, la inflación el déficit exterior, además del paro a largo plazo.

Ante esta perspectiva, lo que hicieron los mercados es descontar que las autoridades económicas tarde o temprano terminarían devaluando, por lo que empezaron a vender las divisas que presentaban peores fundamentos económicos.

- ✓ *Las incertidumbres relacionadas con la UEM.* La perspectiva de la Unión Monetaria había originado una creciente sustituibilidad entre las monedas y un descenso en el diferencial de los tipos de interés a corto plazo. Todo ello derivó en que el MCI llevara más de 5 años sin experimentar un reajuste de paridades, lo que provocaba importantes desviaciones de los tipos de cambio respecto de los niveles correspondientes a los fundamentos económicos, fenómeno sólo comprensible en un entorno de gran confianza en una convergencia económica futura. El resultado negativo del referéndum danés fue la espoleta que dio al traste con todas estas expectativas.
- ✓ *Al instaurarse la libertad de movimientos de capitales en los países europeos se produjo una inconsistencia⁵:* no es compatible mantener un sistema de tipo de cambio fijo (establecido por el SME en 1979), con plena libertad de movimientos de capital (en España, desde febrero de 1992) si existe una descoordinación de las políticas económicas (más acentuada tras la reunificación alemana). Los mercados se encargaron de mostrar esa incompatibilidad con sus ataques especulativos contra el SME.

Finalmente las tensiones especulativas hicieron inevitable una devaluación significativa de la peseta, que se escalonó en cuatro plazos⁷, así como la salida de la lira italiana y de la libra esterlina del MCI del SME. La devaluación de la peseta, al producirse en la fase más contractiva de la recesión de 1992-93, tuvo un efecto inflacionista moderado, y eliminó eficazmente una sobrevaloración que distorsionaba nuestra balanza de pagos y frenaba la actividad económica. Según R. Dornbusch, los especuladores se convirtieron en los mejores amigos de los parados: al atacar a las monedas europeas, los especuladores forzaron la adopción de una drástica solución⁸, que permitió un mayor grado de autonomía de las políticas económicas y un relajamiento de la política monetaria en esos países inmersos en una fase recesiva.

La verdadera lección de la crisis de la peseta en el SME es que un país sólo debe pasar a la fase final de la unión monetaria si cumple antes ciertas condiciones económicas: que su

moneda no esté sobrevalorada, que su tasa de inflación y el ritmo de aumento de sus costes laborales unitarios sean moderados y, por último, que sus cuentas públicas estén relativamente saneadas. Según Conthe (1997), pasar a la moneda única sin cumplir tales condiciones podría ser perjudicial tanto para el país en cuestión como para los restantes: podría tener efectos depresivos sobre el crecimiento y el empleo para el primero, y crear inestabilidad financiera para los restantes miembros de la Unión. La convergencia económica debe ser la condición previa de la unificación monetaria, no su consecuencia.

La salida de la recesión fue lenta, pero secuencialmente correcta. Los motores del crecimiento fueron primero la exportación, después la inversión y ahora el consumo. Así, la reducción de tipos de interés propiciada por la credibilidad de la consolidación fiscal y por las crecientes expectativas de que la unión monetaria se iba a culminar (con España como país del grupo de cabeza), ha terminado por crear un cierto clima de euforia que ha elevado los precios de los activos financieros creando un efecto riqueza que, a su vez, ha incentivado un relanzamiento del consumo. El cambio radical en la mezcla de las políticas macroeconómicas, con el paso a una política fiscal restrictiva y monetaria expansiva, impuesto por los criterios de consolidación fiscal del Tratado de Maastricht y por la recesión, ha resultado mucho más creíble y ha permitido reducir la tasa de inflación, los tipos de interés a corto y a largo plazo y, además, cumplir el criterio de convergencia referido al tipo de cambio al cotizar la peseta dentro de las bandas del mecanismo de cambios del SME.

El principal exponente de la aceptación por las empresas españolas de esos retos competitivos asociados a la creciente globalización del entorno es el aumento de la participación del comercio exterior en el PIB de la economía española (en el caso de las exportaciones, hasta niveles equivalentes al 25%, y algo más en el caso de las importaciones). La recesión del 93 contribuyó de forma significativa al aumento de esa propensión exportadora de las empresas españolas, al proporcionarles una lección acerca de la necesidad de estar presentes en los mercados exteriores. La intensa caída de la demanda interna, las diversas devaluaciones de la peseta y la moderación de los costes salariales propiciaron la reactivación del dinamismo exportador de los últimos años.

En cualquier caso, la sobrecarga a la que tradicionalmente se ha visto sometida la política monetaria ha condicionado seriamente las posibilidades de saneamiento de la estructura financiera de las empresas y, en todo caso, la viabilidad de las decisiones de inversión. Así, aun cuando el descenso reciente de los tipos de interés a corto plazo ha permitido una favorable alteración de la estructura financiera de las empresas, el nivel todavía elevado de los tipos de interés a largo plazo, consecuente con las exigencias de financiación de esa deuda pública, sigue pesando sobre la formación de las expectativas de los empresarios.

El actual periodo expansivo europeo es fruto de la mezcla de una expansión monetaria y una restricción fiscal, pero si no se prosigue y profundiza en las reformas estructurales pendientes, el actual impulso durará poco tiempo. Como señala L.A. Rojo (1997), "el planteamiento de la convergencia nominal como un esfuerzo a fecha fija ha debilitado la atención prestada a horizontes más dilatados y a los problemas más difíciles y de resolución más ingrata; y, al mismo tiempo, ha llevado, en muchos casos, a los ciudadanos a atribuir a las políticas de convergencia males de las economías europeas (al frente de ellos el desempleo) que responden a otros orígenes. Las políticas de convergencia no bastan para alcanzar los estímulos y flexibilidad de las economías del área, que constituyen el núcleo de la gran

estrategia en la que se insertan tanto el Mercado Único como el proyecto de la Unión Monetaria”.

LA ADOPCIÓN DEL EURO EN 1999

La conversión de Europa en una Unión Monetaria ha sido presentada a menudo como la culminación del proceso de integración económica iniciado hace varias décadas. La propia Comisión Europea ha defendido que sin una moneda única no se podrán realizar las ganancias potenciales derivadas del Mercado Único. Sin embargo, la deseabilidad de la Unión Monetaria Europea ha estado, y sigue estando, sujeta a un intenso debate⁹.

Una unión monetaria se define como un área en la que circula una moneda única, lo que implica una política monetaria única. Desde la perspectiva de la teoría económica, se define una “zona monetaria óptima” como la circunscripción territorial en cuyo interior las ventajas de tener una moneda única superan a los inconvenientes, mientras que frente al resto del mundo sucede lo contrario. Es decir, debemos analizar los costes y beneficios que subyacen tras el proceso de integración europea que implica la Unión Monetaria.

Beneficios de la moneda única

Las ganancias potenciales derivadas de la existencia de una moneda y banco central únicos se pueden resumir en:

1. *La disminución de los costes de transacción*, como consecuencia de la sustitución de las diversas monedas que actualmente circulan en la Unión Europea por una moneda única. La Comisión Europea (1990) ha estimado que el volumen de recursos dedicados a la conversión de monedas equivale aproximadamente a un 0'4% del PIB comunitario.
2. *La eliminación de la incertidumbre sobre los tipos de cambio*. Una reducción en la variabilidad en los tipos de cambio reales llevaría a un descenso de la prima de riesgo incorporada en los tipos de interés reales. Esto, a su vez, tendería a aumentar las inversiones productivas, al hacer atractivos aquellos proyectos que actualmente no son acometidos debido al relativamente alto coste del capital. La Comisión Europea (1990) indica que una reducción en la prima de riesgo de 0'5 puntos porcentuales tendería a incrementar la renta en la Comunidad entre un 5-10% a largo plazo. No obstante, la posibilidad de indexar los contratos comerciales o financieros, o de acudir a mercados de cambio a plazo, ya reduce en la actualidad el efecto de la incertidumbre sobre la actividad económica. Tal vez por ello, la evidencia empírica disponible al respecto no parece indicar que las ganancias derivadas del establecimiento de tipos de cambio irrevocablemente fijos vaya a ser sustancial (Esteban y Vives, 1994).
3. *Reduce los costes de información*, facilitando que los consumidores comparen los precios en distintos territorios de la UE y, por tanto, elimina los incentivos para que las empresas practiquen discriminaciones de precios en el interior de la UE.
4. *Convertir la moneda única europea en una moneda de reserva internacional*. El euro representará una zona de peso económico equivalente al de los Estados Unidos y superior a la de Japón, como puede verse en el cuadro 1.

CUADRO 1 EL PESO DEL UE EN EL CONTEXTO INTERNACIONAL

	EE.UU	Japón	U.E.
Población ¹	263	125	370
PIB de la OCDE ²	32,5	20,5	38,3
Comercio mundial ²	19,6	10,5	20,9
Reservas de divisas ³	49,1	172,4	349,8

¹Millones de habitantes. 1995. ²En porcentaje. 1996. ³Millones de dólares. 1995.
Fuente: Comisión Europea (1997)

Según la Comisión Europea (1997), la consecuencia más tangible de la internacionalización del euro será su doble papel como moneda de referencia en el comercio mundial y como activo de reserva en las carteras privadas y públicas. Es decir, desafiará la hegemonía del dólar norteamericano y consagrará un sistema monetario mundial multipolar.

5. *Incremento de la credibilidad de la política monetaria*, siempre que la futura política monetaria europea adopte como norma la estabilidad de precios (asociada a menudo a la independencia del banco central). Según Barro y Gordon (1983), el público no cree en los anuncios oficiales de bajas tasas de inflación: si lo hicieran y fijaran sus salarios y precios de acuerdo con esas expectativas, las propias autoridades monetarias tendrían incentivos a desarrollar una política monetaria más expansiva que la anunciada, para así aumentar el nivel de liquidez y estimular la actividad económica. En este contexto, la creación del Banco Central Europeo se percibe como una gran oportunidad política para el establecimiento de una política monetaria independiente, que resuelva el problema de la falta de credibilidad de las políticas antiinflacionistas.

Aunque la moneda única traerá ventajas económicas para la Unión Europea en conjunto, los modelos económicos¹⁰ plantean muchas más dudas sobre si esos beneficios se van a repartir equitativamente entre todos los países. Es decir, que el proceso de integración sea un juego de suma positiva no es condición suficiente para que todas las regiones salgan beneficiados con ella. De hecho, el Acta Única Europea reconocía ya la aleatoriedad espacial del proceso integrador y la práctica política ha puesto de manifiesto la necesidad de reforzar la cohesión económica y social para paliar sus consecuencias desequilibradoras.

Costes de la moneda única

Más allá de nociones como “merma de soberanía” y similares que suelen esgrimirse, desde un punto de vista de racionalidad económica el principal coste potencial que entraña la creación de una unión monetaria es la pérdida de flexibilidad, derivada de la desaparición de unos instrumentos como son las políticas monetarias diferenciadas y los tipos de cambio propios de cada país. No obstante, seguirá existiendo una política monetaria y cambiaría en la Unión Europea: la que instrumente el Banco Central Europeo.

¿Es relevante la pérdida de esos instrumentos a nivel nacional? La teoría de las “zonas monetarias óptimas” establece que la respuesta afirmativa o negativa a esa pregunta dependerá de cuál es la naturaleza de las perturbaciones que sufra una economía. Cuando las perturbaciones (shocks) son asimétricas, bien en su origen (país específico) o bien en sus

mecanismos de transmisión (un origen externo común, pero diferente impacto doméstico), la carencia del tipo de cambio nominal podría ser importante. En cambio, ante perturbaciones simétricas (shock que afecta de manera similar a toda la UE) posiblemente no sea necesaria una depreciación de unas monedas europeas frente a otras.

La cuestión pasa, pues, por inferir cuál será el grado de simetría de los shocks en la futura UEM. Los resultados son poco concluyentes: Bayoumi y Eichengreen (1993) han llegado al resultado de que los shocks asimétricos tienden a ser más frecuentes en la UE que en los EE.UU. A primera vista, esto parece sugerir que a la Comunidad le podría resultar bastante costoso, desde un punto de vista macroeconómico, convertirse en una unión monetaria. Sin embargo, los autores¹¹ consideran que si se tiene en cuenta sólo al grupo formado por aquellos países europeos que tradicionalmente han mantenido lazos económicos y monetarios más estrechos con Alemania, como son el Benelux y Francia, el grado de asimetría resulta ser considerablemente inferior y muy parecido al de los EE.UU. Con todo, otros análisis encuentran aún subconjuntos mayores: Artis y Zhang (1995) también incluyen en este grupo a algunos países del sur europeo, como España y Portugal. Por consiguiente, aunque muchos investigadores comparten el principio de que un grupo de países de la UE constituyen un área monetaria óptima, no existe un acuerdo claro sobre su tamaño.

A partir de esta respuesta poco concluyente adquiere relevancia saber hacia donde nos llevará una mayor integración económica y monetaria: ¿conducirá a una mayor diversificación de las estructuras productivas nacionales o, por contra, a una mayor especialización de las mismas dentro de la Comunidad?¹² La mayor parte del comercio intracomunitario tiene actualmente naturaleza intraindustrial, lo que significa que los estados miembros intercambian bienes de características muy similares. De este modo se reduce la importancia de los shocks asimétricos o de carácter estrictamente nacional.

No obstante, autores como Krugman (1993) sugieren que la estructura productiva de la futura UE podría converger hacia una estructura productiva similar a la de los EE.UU., caracterizada por un elevado grado de especialización a nivel regional. Podría suceder, pues, que la explotación de rendimientos crecientes a escala y de las externalidades asociadas a los llamados efectos de aglomeración nos llevaran a una mayor especialización geográfica de la actividad productiva. Esto implicaría que los shocks industriales asimétricos podrían acarrear problemas para la región en la que está concentrada la producción de dicho sector.

En cualquier caso, parece existir un consenso sobre un aspecto: la presencia de shocks simétricos puede ser relativamente más importante en los países de la UE con estructuras productivas más diversificadas, que tradicionalmente son los que han mantenido vínculos económicos y monetarios más estrechos con Alemania. Por tanto, parece emerger con cierta nitidez una Europa "a dos velocidades" con un "núcleo" en torno a Alemania, Francia, Austria y el Benelux que es una área monetaria óptima y una "periferia" que difícilmente alcanza esa condición.

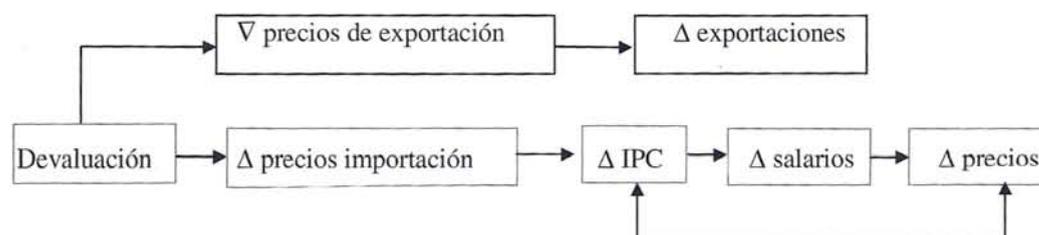
Las devaluaciones del tipo de cambio nominal, ¿son competitivas?

La opinión generalizada del análisis coste-beneficio de la UEM a mediados de los años 80 era que los beneficios económicos superarían holgadamente a los costes. Es decir, se pensaba que el instrumento al cual se renunciaba, el tipo de cambio, no era de gran utilidad para corregir los desequilibrios existentes entre economías con un alto nivel de integración

internacional y, por tanto, el paso a una unión monetaria no entrañaría costes superiores a los ya soportados dentro del SME. Sin embargo, la crisis del SME y los efectos aparentemente beneficiosos que tuvo la relajación de la política económica británica tras el abandono del SME por parte de la libra esterlina, reavivó el debate sobre la conveniencia y la sostenibilidad de la UEM.

Cuando se discuten los efectos de una devaluación, un aspecto crucial es saber si permite o no recuperar la competitividad a nivel internacional. La respuesta no es clara: una devaluación incrementa el precio de los artículos importados, lo que presiona al alza el IPC; ello inicia la revisión de los salarios monetarios (en mayor o menor medida según el grado de indexación salarial) y las subidas salariales se trasladan a los precios (en mayor o menor medida, en función de la capacidad de mantener constante el margen de beneficios o mark-up), lo que a su vez afecta al IPC, retroalimentándose el proceso. Si finalmente los precios aumentan en una proporción similar a la devaluación inicial, la esperada ganancia de competitividad se disipa, quedando sólo como resultado una mayor inflación en la economía. Si este proceso funciona sólo parcialmente o con lentitud, son posibles ganancias parciales o transitorias de competitividad.

CUADRO 2 EFECTOS DE UNA DEVALUACIÓN¹³



El estudio pionero sobre este tema en la literatura económica es el de McKinnon (1963), que demostró que la eficacia del tipo de cambio nominal como instrumento de ajuste macroeconómico depende fundamentalmente del grado de apertura de la economía al exterior y del grado de rigidez de los salarios reales. Cuanto más abiertas estén las economías de la UE al comercio intracomunitario y cuanto mayor sea el grado de sustitución entre los bienes comerciados nacionales, más rápida será la traslación de las variaciones del tipo de cambio al nivel de precios nacional y menor su efecto sobre el tipo de cambio real.

Dadas las cifras de apertura comercial, medida por el tamaño de las exportaciones intracomunitarias en relación al PNB, las economías más abiertas de la Unión Europea son Irlanda, Bélgica y los Países Bajos, con participaciones entre el 40 y el 50%. En el resto de países, el grado de apertura al exterior es bastante reducido, lo que nos permitiría defender la eficacia de las variaciones del tipo de cambio nominal¹⁴.

¿Existen mecanismos alternativos a los ajustes cambiarios?

Si, como cabe esperar, los shocks de carácter asimétrico continúan produciéndose, es importante que la UEM cuente con instrumentos de ajuste apropiados capaces de paliar sus efectos en ausencia del margen de maniobra que permite la flexibilidad cambiaria. Estos

posibles instrumentos son la movilidad laboral, la política fiscal y la flexibilidad de precios y salarios¹⁵.

La movilidad laboral

Si se producen shocks asimétricos importantes y si el grado de flexibilidad de precios y salarios no es suficiente, el mecanismo clásico para lograr la estabilidad macroeconómica dentro de una unión monetaria es la movilidad de los factores de producción. Tal como señaló Mundell (1961), si se produce un desplazamiento de la demanda desde los productos de un país a los productos de otro y no se ajusta debidamente el tipo de cambio real, el desempleo tenderá a crecer en el país cuya demanda se ha reducido, a no ser que haya una migración laboral hacia el país cuya demanda ha aumentado.

Eso fue lo que sucedió entre Andalucía (o Extremadura) y Cataluña (o el País Vasco) en los años sesenta, contribuyendo a mitigar la presión del desempleo y facilitando recursos a las zonas más dinámicas del área monetaria de la peseta (España). No está tan claro, sin embargo, que funcione este mecanismo amortiguador en el seno de la Unión Europea: los resultados apuntan a unas migraciones laborales limitadas e inferiores a las que tienen lugar entre los estados de los EE.UU. (Eichengreen y Wyplosz, 1993)¹⁶. La existencia de numerosas diferencias históricas, culturales y lingüísticas entre los diferentes países europeos no hacen más que mitigar el potencial papel estabilizador de la movilidad de factores.

La política fiscal

Si el grado de movilidad es reducido, un instrumento alternativo para superar los problemas planteados en la futura UEM es la política fiscal. Las transferencias de fondos públicos, de los mecanismos fiscales y regionales, ¿son de una cuantía suficiente en la UE para compensar los problemas específicos que tenga una determinada zona? Según Sachs y Sala-i-Martin (1992), en los EE.UU. el sistema fiscal-regional compensa de manera prácticamente automática entre 25 y 40 centavos por cada dólar en que se contrae la renta en un territorio; en cambio, en Europa, ni los fondos de cohesión, ni los fondos estructurales, ni la política del Banco Europeo de Inversiones, tienen la magnitud ni el automatismo necesario.

En cualquier caso, tampoco parece existir la voluntad política de instaurar unas competencias fiscales centrales en la UE. El caso de la reunificación alemana, donde la parte occidental financió vía transferencias la reconversión de la zona oriental, es el contraejemplo perfecto para comprender la necesidad del compromiso político entre los países de la UE, que haga asumible los retos de la UEM. Pero no parece ser ese el camino que toma la UE: Alemania y Holanda han expresado sus quejas por ser contribuyentes netos al presupuesto comunitario, lo que marcará de algún modo la llamada "Agenda 2000"¹⁷.

Tampoco se permitirán déficits excesivos por parte de los Estados. El Pacto de Estabilidad y Crecimiento¹⁸ supone la exigencia de continuar permanentemente con las cotas de estabilidad de las finanzas públicas requeridas para el acceso a la UEM. Más concretamente, según lo asumido en Amsterdam, los miembros de la UEM estarán obligados a mantener un saldo presupuestario próximo al 3% del PIB. El mecanismo de sanciones¹⁹ operará cuando el déficit público sea superior al 3% y se den las siguientes condiciones descritas en el cuadro 3:

**CUADRO 3. PLAN DE ESTABILIDAD:
CONDICIONES PARA ESTABLECER UNA SANCIÓN**

Situación	Sanción
Caída del PIB menor al 0,75%	Depósito o multa automática
Caída del PIB entre 0,75% y 2%	El Ecofin decidirá por mayoría cualificada si el Estado se encuentra en una situación económica excepcional
Caída del PIB superior al 2%	Exención del depósito o multa

Los aspectos positivos del Pacto de Estabilidad residen en que un firme compromiso de disciplina presupuestaria ayudará a mantener bajos los tipos de interés a corto plazo, al eliminar el riesgo de sobrecarga de la nueva política monetaria única de la UEM en el mantenimiento de la estabilidad de precios. Además, un planteamiento responsable de la política presupuestaria será bien acogido en los mercados financieros, garantizando así que los tipos de interés a largo plazo en la UEM sean lo más bajos posibles. En cambio, los aspectos negativos se basarían en que, al igual que sucede con el criterio de déficit fiscal del TUE, el del Pacto de Estabilidad será exigible sin hacer matización alguna en función de la naturaleza del déficit, su corrección cíclica o el nivel de equipamiento público existente en el país, por lo que se convierte en un requisito bastante estricto que, de algún modo, penaliza a los países miembros que tienen un stock de capital público y un sistema de bienestar menos desarrollados.

En definitiva, tanto la política fiscal a nivel nacional como a nivel comunitario estarán sujetas a severas restricciones, por lo que parece dudoso que pueda ser utilizada como mecanismo de ajuste ante posibles perturbaciones que sufran las economías.

Precios y salarios

Cuando los shocks tienen efectos asimétricos en los diversos países, es necesario reajustar el tipo de cambio real para restablecer el equilibrio macroeconómico. En estas condiciones, si salarios y precios se ajustan rápidamente, la renuncia a la utilización del tipo de cambio nominal carece de importancia, ya que el tipo de cambio real recuperará su nivel de equilibrio rápidamente. Sin embargo, la evidencia empírica muestra que en la UE las rigideces estructurales son una constante, limitando la flexibilidad de los precios a la baja. En España, la experiencia reciente muestra que la flexibilidad a la baja de los salarios reales ha sido muy limitada y sólo ha funcionado cuando los niveles de desempleo han alcanzado porcentajes récord, como ocurrió en la recesión de 1993.

Conclusión

Como hemos visto, una vez dentro de la Unión Monetaria se habrá perdido definitivamente el manejo de la política monetaria y del tipo de cambio como instrumentos de ajuste y de estabilización a corto plazo ante shocks de oferta y demanda, instrumentos ambos que pasarán a manos del Banco Central Europeo. La política fiscal estará sometida a fuertes restricciones. Es decir, a partir de ese momento las políticas de oferta se convertirán definitivamente en los instrumentos fundamentales que le quedan a la autoridad económica española.

La entrada en la Unión Monetaria supone, por tanto, un cambio radical para la política económica española, que ha estado tradicionalmente acostumbrada a la utilización del tipo de cambio y de la política monetaria como instrumentos básicos de ajuste ante pérdidas de competitividad. La regla en las últimas décadas ha sido siempre la misma: cuando la pérdida de competitividad y los desequilibrios de la balanza de pagos han sido excesivos o insostenibles, se ha hecho un “plan de estabilización”, que ha consistido, invariablemente, en una fuerte devaluación del tipo de cambio nominal para reducir los salarios reales y mejorar los precios relativos, y en una restricción monetaria para frenar la demanda interna.

A partir de 1999, el ajuste tendrá que ser real en lugar de monetario: se tendrá que acudir a una deflación en lugar de a una devaluación. Dicho de otro modo: se tendrá que admitir una reducción negociada o voluntaria de los salarios reales de los trabajadores y de los beneficios empresariales. Si dicho ajuste no se produce, el resultado será más paro, menos demanda y menos producción; es decir, una recesión mayor.

Cuestiones pendientes

La Comisión Europea, respaldada por la firme determinación de los líderes políticos de la Europa continental de poner en marcha la Unión Monetaria, ha hecho una valoración complaciente de los criterios de convergencia nominal²⁰, olvidándose del cumplimiento estricto de los mismos. Sin embargo, el reto de la convergencia nominal, aun siendo importante y muy difícil, se queda corto cuando se compara con el reto de 1999, una vez que España esté dentro de la tercera fase de la UEM. De esta segunda parte se habla menos y, sin embargo, es mucho más importante para el futuro de la economía española ya que está en juego la convergencia real de renta per cápita, más importante a largo plazo que la nominal.

Así, si se producen perturbaciones en las economías, aquellos países europeos con salarios reales flexibles, con mercados laborales de alta movilidad y con mercados de productos y servicios competitivos, podrán recuperar más rápidamente los equilibrios y la competitividad. Sin embargo, los países como España, con mercados laborales rígidos, con poca flexibilidad salarial, con mercados de bienes y, sobre todo, de servicios con escaso nivel de competencia, no podrán ajustarse con facilidad y lo pagarán en términos de recesión, desempleo y emigración. Esta situación tan negativa de partida para iniciar una Unión Monetaria se complica aún más por el elevado nivel de desempleo ya existente, lo que impone dos restricciones a la política económica en una moneda única (De la Dehesa, 1996):

- impone la necesidad de que el crecimiento español tenga que ser más elevado que el del resto de países de la Unión Europea para poder reducir ese notable diferencial de desempleo y de renta; y, dado las limitaciones a las políticas tradicionales, el mayor crecimiento tendrá que venir, fundamentalmente, de políticas de oferta; es decir, de crecimientos de la productividad a través de los esfuerzos de los inversores en capital humano, en tecnología y en infraestructuras, y eso requiere mayor inversión pública y privada, o lo que es lo mismo, menor gasto corriente y menor consumo en empresas y familias; es decir, una reforma radical en la asignación de los ingresos del Estado y del sector privado;
- es un handicap para una política presupuestaria estable, ya que supone menores aportaciones al presupuesto por renta y por contribuciones a la Seguridad Social; es

decir, menos ingresos y, por otro lado, mayores gastos por prestaciones contributivas, asistenciales de formación y de reciclaje de los desempleados.

Ante una situación como la descrita, cabe preguntarse por qué los países muestran tanto ímpetu por acceder al euro. La respuesta es doble:

I Porque el futuro fuera de ella será aún mucho más difícil que dentro. Quedarse fuera no elimina la necesidad de seguir convergiendo y, además, la utilización del tipo de cambio sería cada vez más limitada y de menor efectividad, dado que son los mercados financieros los que anticipan e imponen las devaluaciones. A ello cabe añadir que los agentes económicos reaccionan cada vez más rápido, aumentando salarios y precios, evitando así que las devaluaciones nominales mejoren la competitividad

II. Hay que ver la Unión Monetaria no como una amenaza, sino como una oportunidad única de autoimponerse un cambio radical en la cultura y el comportamiento, rígido e intervencionista, heredado del pasado.

Se está, pues, ante una oportunidad histórica de intentar hacer un cambio en profundidad del entorno económico e institucional, terminando de reformar y liberalizar el funcionamiento de los mercados, del aparato productivo, del sector público, de la cultura empresarial y sindical, que permita superar con éxito los retos de la moneda única y de la creciente competencia. Toda una serie de reformas estructurales deberán adoptarse tras la consecución de la unión monetaria para que ésta resulte viable: facilitar la movilidad de los trabajadores en el territorio de la Unión, acometer con decisión una liberalización de los mercados de trabajo y de servicios para facilitar la flexibilidad de precios y salarios, y avanzar hacia una armonización fiscal o, al menos, hacia un esquema presupuestario coherente para el conjunto de la Unión.

La adhesión de España a la CE marca el inicio de una nueva fase de la economía española, finalizando definitivamente el período de aislamiento y protección, lo que propició un amplio proceso de reestructuración en algunos sectores empresariales, con alteraciones en las relaciones de propiedad de numerosas empresas y en el tamaño medio de las unidades. La gran mayoría de las empresas se vieron obligadas a afrontar un cambio radical en el escenario competitivo: la industria veía eliminados los derechos arancelarios no sólo con los países comunitarios, sino también con los de la EFTA, los mediterráneos y aquellos otros con los que la CE tuviese suscritos acuerdos preferenciales.

La entrada en vigor del Mercado Único, el 1 de enero de 1993, y la definición del horizonte de la Unión Económica y Monetaria, lejos de conceder una tregua, mantienen esa presión adaptativa a un entorno que demanda una mayor eficiencia empresarial.

En gran parte de las empresas españolas, la adaptación a los cambios en el entorno habrá de coincidir con modificaciones esenciales en su propia concepción de la organización empresarial. Según Ontiveros (1997), las guías de algunos de esos cambios inexcusables en la perspectiva de final de siglo serán:

- ✓ Las ventajas competitivas de las empresas estarán más relacionadas con los modelos de organización, la flexibilidad y la eficiencia de las organizaciones.

- ✓ Necesidad de una menor aversión al riesgo y disposición de mejores sistemas de gestión del mismo, abandonando esas perspectivas dominadas por el corto plazo.
- ✓ Aumento de la dimensión media de las empresas.
- ✓ Mayor disposición para aprovechar esquemas de cooperación y para articular políticas de alianzas.
- ✓ La necesidad de internacionalización como condición para la propia supervivencia empresarial.

NOTAS

- (1) Según Giavazzi y Giovannini (1989), el SME ha venido funcionando en la práctica como un sistema asimétrico, en el que el Bundesbank ejerce un liderazgo delegado por el resto de bancos centrales, dado el incentivo existente para construir áreas monetarias centradas alrededor del país con una tasa de inflación más baja. Pero también tiene un coste: ante perturbaciones de carácter asimétrico, el peso del ajuste recae sobre los seguidores.
- (2) Los acuerdos de Nyborg-Basilea (septiembre de 1987) pretendían hacer menos predecibles para el mercado los realineamientos cambiarios y combatir así las presiones especulativas. Para ello promovía un uso más equilibrado de instrumentos como las intervenciones en los mercados cambiarios y las modificaciones de los tipos de interés, al tiempo que apelaba a una actitud más cooperativa por parte de los bancos centrales.
- (3) El por qué de ese nombre proviene de que fue en Holanda donde se detectó, cuando las exportaciones de gas natural permitieron incrementar sus ingresos por exportaciones, mejorando así sus rentas y su balanza comercial, pero con un efecto perverso: frenó las exportaciones de su industria manufacturera por el incremento de precios y por la revalorización del tipo de cambio.
- (4) En el proyecto de Maastricht se establecieron los requisitos cuyo cumplimiento cualificarían a los países para acceder a la tercera fase de la Unión Monetaria. Esos criterios de convergencia nominal trataban de asegurar una convergencia hacia la estabilidad monetaria, persiguiendo un "alto grado de estabilidad de precios" y un "carácter duradero de la convergencia" (artículo 109J del Tratado); alcanzar la estabilidad cambiaria y garantizar una situación sostenible de las finanzas públicas.
- (5) Véase De Grauwe (1992a).
- (6) Conocida en la literatura económica como la "trilogía inconsistente", difundida por Padoa-Schioppa (1987)
- (7) El 17 de septiembre de 1992 la peseta se devaluó en un 5%; el 21 de noviembre de 1992, un 6%; el 13 de mayo de 1993, un 8%; y, finalmente, el 6 de marzo de 1995, un 7%.
- (8) Los ministros de Economía y los gobernadores de los bancos centrales decidieron ampliar las bandas de fluctuación hasta el $\pm 15\%$ para las monedas del mecanismo de cambios del SME. El acuerdo entró en vigor el 2 de septiembre de 1993.
- (9) Feldstein (1992) y Bean (1992) argumentan que la decisión de formar la Unión Monetaria Europea es relativamente más consistente por motivaciones políticas que por motivaciones puramente económicas.
- (10) Una panorámica sobre la evolución de los modelos económicos en los que se sustenta la lógica del proceso de integración económica europea se encuentra en De la Dehesa (1995)
- (11) En el mismo sentido se expresan De Grauwe y Vanhaverbeke (1993) o Tudela (1997)
- (12) Según Kenen (1969), cuanto más diversificado esté el tejido industrial de un país, más probable resultará que la crisis de un sector industrial específico no se traduzca en la crisis del conjunto de la economía de dicho país.
- (13) A corto plazo, una devaluación comporta una mejora de la balanza comercial si se cumple la condición de Marshall-Lerner; es decir, si la suma de las elasticidades de las exportaciones y las importaciones es superior a la unidad.
- (14) Blanchard y Muet (1993) formularon un modelo en el cual se refleja que en países con una situación de desempleo y problemas de competitividad (como sería el caso español), una medida de carácter nominal, como son las devaluaciones, permitiría recuperar competitividad en un primer momento y, aunque posteriormente parte de esa mejora desapareciese como consecuencia de los incrementos de precios, se habría aliviado el coste social en la primera y más dolorosa fase del ajuste. Es decir, todo ajuste es doloroso, pero su duración y coste social pueden reducirse mediante devaluaciones.
- (15) Para un estudio detallado del tema, véase De Grauwe (1992b) y Elias (1997)
- (16) De la Dehesa (1996) señala que, en España, un 72% de las personas consideradas como desempleadas por la Encuesta de Población Activa no estarían dispuestas a irse a vivir a otro municipio para obtener un empleo.

- (17) La Comisión Europea (1997) ha elaborado la comunicación "Agenda 2000", donde se determina cuál será el posible marco financiero de la UE durante los años 2000-2006, al tiempo que prepara la futura ampliación a los países del Este
- (18) El Pacto de Estabilidad y Crecimiento fue ratificado por el Consejo Europeo de Amsterdam, el 7 de julio de 1997
- (19) Cuando se impongan sanciones por primera vez, éstas deberán incluir un depósito sin devengo de intereses susceptible de convertirse en multa si, al cabo de dos años, el déficit público del Estado infractor sigue siendo excesivo. La cantidad del depósito se calculará a partir de un componente fijo igual al 0,2% del PIB y de un componente variable igual a la décima parte de la cantidad en que el déficit supere al valor de referencia del 3% del PIB. Para el importe anual de los depósitos, habrá un tope máximo del 0,5% del PIB.
- (20) Según las previsiones de la Comisión Europea, en el momento de la criba (mayo de 1998) estarán en disposición de acceder a la 3ª fase de la UEM la mayoría de países comunitarios. Excepto un país que no cumple los criterios (Grecia) y otros tres que no tienen voluntad política de acceder por el momento (Gran Bretaña, Dinamarca y Suecia), el resto parece que logrará acceder a la moneda única. Por tanto, parece que la tercera fase de la UEM se iniciará el 1 de enero de 1999 con 11 países.

BIBLIOGRAFÍA

- ARTIS, M.; ZHANG, W. (1995): "International Business Cycles and the ERM: Is there a European Business Cycle?", *CEPR Discussion Paper*, 1191.
- BARRO, R.; GORDON, S. (1983): "A positive theory of monetary policy in a natural rate model". *Journal of Political Economy*, nº 9.
- BAYOUMI, T.; EICHENGREEN, B. (1993): "Shocking aspects of European monetary integration", en Torres, F. y Giavazzi, F. (eds.), *Adjustment and growth in the European Monetary Union*. Cambridge University Press.
- BEAN, C. (1992): "Economic and monetary union in Europe". *Journal of Economic Perspectives*, nº 6.
- BLANCHARD, O.; MUET, P. (1993): "Competitiveness through disinflation: an assessment of the French macroeconomic strategy", *Economic Policy*, abril, pp 11-56.
- COMISIÓN EUROPEA (1990): "One market, One money". *European Economy*, nº 44.
- COMISIÓN EUROPEA (1997): "External aspects of economic and monetary union". *EuroPapers*, nº 1.
- CONTHE, M (1997): "España y el euro", en Muns, J. (dir.): *España y el euro: riesgos y oportunidades*. Colección Estudios e Informes, nº9. Barcelona: Servicio de Estudios de La Caixa.
- DE GRAUWE, P. (1992a): "Inflation Convergence during the transition to EMU". *CEPR Discussion Paper*., nº 658.
- DE GRAUWE, P. (1992b): *Teoría de la Integración Monetaria*. Madrid: Ediciones Celeste.
- DE GRAUWE, P. y VANHAVERBEKE, W. (1993): "Is Europe an Optimum Currency Area?", en P.R. Masson y M. Taylor (eds.): *Policy Issues in the Operation of Currency Unions*. Cambridge: CUP.
- DE LA DEHESA, G. (1995): "Convergencia real y movilidad de factores de producción en la Unión Europea". *Papeles de Economía*., nº 63. Madrid: FIES.
- DE LA DEHESA, G. (1996): "El reto de la Unión Monetaria". *El País*. 16 de septiembre.
- EICHENGREEN, B. Y WYPLOSZ, C. (1993): "The unstable EMS". *Brookings Papers on Economic Activity*., nº1.
- ELIAS, J. (1997): *El desafío de la moneda única*. 2ª edición. Colección Estudios e Informes, nº7. Barcelona: Servicio de Estudios de La Caixa.
- ESTEBAN, J.; VIVES, X. (1994): *Crecimiento y convergencia regional en España y Europa*.. Barcelona: Instituto de Análisis Económico.
- FELDSTEIN, M. (1992): "The Case against EMU". *The Economist*., nº 13.
- GIAVAZZI, F., y GIOVANNINI, A. (1989): *Limiting Exchange Rate Flexibility. The European Monetary System*. MIT Press.
- KENEN, P. (1969): "The theory of optimum currency areas: an eclectic view", en Mundell, R. y Swoboda, A. (Eds.), *Monetary Problems of the International Economy*. University of Chicago Press.
- KRUGMAN, P. (1993): "Lessons of Massachusetts for EMU", en Torres, F. Y Giavazzi, F. (Eds.), *Adjustment and growth in the European Monetary Union*. Cambridge University Press.
- McKINNON, R. (1963): "Optimum currency areas". *American Economic Review*, nº 53.
- MUNDELL, R. (1961): "A theory of optimum currency areas". *American Economic Review*, nº 51.
- MUÑOZ, C. (1991): "El ajuste febril". *El País*. 27 de marzo.
- ONTIVEROS et al. (1997): *Entre dos siglos. Reflexiones sobre la democracia española*. Madrid: Alianza Editorial..
- PADOA-SCHIOPPA, T. (1987): *Efficiency, Stability and Equity*. Oxford University Press.
- ROJO, L.A. (1997): Prólogo, en Martín, C.: *España en la nueva Europa*.. Madrid: Alianza Editorial.
- SACHS, J. y SALA-i-MARTIN, X. (1992): "Fiscal federalism and optimum currency areas: evidence for Europe from the United States", en Canzonieri, M.; Grilli, V. y Masson, P. (Eds.), *Establishing a Central Bank: issues in Europe and lessons from the US*. Cambridge University Press.
- TORRERO, A. (1989): "Formación de los tipos de interés y problemas actuales de la economía española". *Economistas*, nº 39. Madrid: Colegio de Economistas.
- TUDELA, M. (1997): "Simetría en los shocks de oferta y demanda de los países europeos: implicaciones para el EMU". *Documentos de Trabajo*, nº 135. Madrid: FIES.
- VIÑALS, J. (1994): "¿Es posible la convergencia en España?: En busca del tiempo perdido". *Documento de trabajo*. nº 9430. Servicio de Estudios. Madrid: Banco de España.