
«Integración internacional y globalización financiera de la economía española»

228

El presente trabajo examina de modo somero dos hechos que han resultado fundamentales en la década pasada para impulsar de modo definitivo la internacionalización de la economía española, proceso que había comenzado tímidamente en 1959: la entrada de España en la Unión Monetaria Europea en el grupo de cabeza, y el paralelo incremento de la inversión de las empresas españolas en el exterior, en especial en la zona de América Latina. Tras repasar los efectos que ha tenido sobre los agentes la entrada en vigor de la Unión Monetaria Europea y la utilización del euro como moneda única, cuyo último paso se ha dado en enero de 2002, se analiza el cambio de la posición de nuestro país en la inversión internacional, sus posibles causas y consecuencias, tanto para las compañías españolas como para la zona que ha recibido masivamente esta inversión, los países de América Latina.

Honako idazlan honek Espainiako ekonomia nazioartera zabaltzeko bidea, herabeki 1959. urtean hasia baitzen, behin betiko bultzatzeko pasa den hamarkadan funtsezkoak izan ziren bi gertakari azaletik aztertu ditu: Espainia Europako Moneta Batasuneko aurreko taldean sartu izana eta aldi berean Espainiako enpresek kanpoan, bereziki Amerika Latinoan, egindako inbertsioen gehikuntza. Europako Moneta Batasuna indarrean sartzeak eta euroa txanpon bakar gisan erabiltzeak (azken urratsa 2002ko urtarrilean eman baita) eragileengan izan dituen ondorioak azaldu dira. Ondoren, Espainiaren kokapena aldaketa nazioarteko inbertsioan, beraren balizko arrazoiak eta horren ondorioak hala Espainiako enpresentzat nola inbertsio hori erruz jaso duen eremuarentzat, hots Amerika Latinoko herrialdeentzat, aztertu dira.

This article takes a brief look at two events which were fundamental in the 1990's in finally boosting the internationalisation of the Spanish economy, which took its first timid steps in that direction in 1959. Those events are Spain's entry into the European Monetary Union as part of the leading group, and the parallel increase in investment abroad by Spanish companies, especially in Latin America. After outlining the effects on economic players of the entry into force of the EMU and the use of the euro as a single currency with the final step taken in January 2002, the article analyses the change in the country's position in international investment, its possible causes and what it has meant for Spanish companies and for the Latin American countries on the receiving end of that massive investment.

Luis Molina Sánchez*

Banco de España y Universidad Complutense de Madrid

Helena Serrano Fernández*

Banco de España

ÍNDICE

1. Introducción
 2. El acceso a la UME: introducción
 3. Efectos de la constitución de la UME sobre las políticas económicas
 4. Efectos de la UME sobre el sistema financiero
 5. Efectos de la UME sobre el resto de agentes
 6. El papel de España en el concierto internacional: introducción
 7. Presencia española en los foros de decisión de la Unión Europea
 8. Iniciativas españolas de calado internacional
 9. Las relaciones con América Latina
 10. Los préstamos bancarios
- Referencias bibliográficas**

Clasificación JEL: F3, F4

1. INTRODUCCIÓN

La palabra “internacionalización”, que podría significar lo mismo que globalización, describe mejor que esta última, que es la más utilizada en los ámbitos de divulgación, lo que ocurre cuando una economía comienza a liberalizar sus intercambios con el exterior. En definitiva, la internacionalización sería aquel proceso por el cual todas las variables económicas de un país comienzan a depender de los acontecimientos del exterior.

La mayor dependencia del exterior tiene unos claros beneficios. Para las empresas, se abre nuevos mercados, hay mayor competencia, se estimulan nuevas estrategias de comportamiento en los merca-

dos internos, se difunde la tecnología del exterior, se obtiene acceso a nuevas fuentes de financiación. Para los gobiernos, la apertura puede significar, igualmente, la posibilidad de financiar los déficits públicos a un coste menor. Para las familias, aparecerá una mayor variedad de bienes y servicios que consumir, y la mayor competencia generará una reducción de las tasas de inflación. Pero, evidentemente, también pueden aparecer perjuicios, entre los que citaríamos el desigual reparto de la renta al que puede dar lugar (se beneficiarían más de la misma las empresas y agentes que estaban en mejor posición, en términos de capital físico y humano, antes de la apertura, o los que tenían rentas de monopolio), los sectores menos competitivos desaparecerían (lo que en un contexto de rigidez de salarios y precios daría lugar a paro), y el país podría

* Los autores expresan en el artículo sus propias opiniones, y no las de la institución en la que trabajan.

especializarse en la producción de bienes y servicios de bajo valor añadido y escaso contenido tecnológico, retrasando con ello su desarrollo. Además, los Gobiernos pierden casi por completo la capacidad de llevar a cabo políticas monetarias o fiscales independientes, y el país, en general, es mucho más vulnerable a las perturbaciones externas.

Es evidente cuál ha sido el recorrido de internacionalización de la economía española, desde el inicio de la tímida apertura del Plan de Estabilización de 1959, hasta la adhesión a la Unión Monetaria Europea (UME), en 1999. La mejor forma de verlo sería seguir, *grosso modo*, el proceso de internacionalización que se ha podido observar en los países que hoy conforman la UME, que es el patrón que ha mostrado nuestro país, y que se caracterizaría por una apertura escalonada y lenta, acompañada de procesos de integración comercial con transferencias entre países que atenúen los efectos perversos de la liberalización.

La intensidad de los procesos de apertura al exterior e internacionalización se podrían tratar de medir a través de variables como el grado de apertura de la actividad (exportaciones más importaciones respecto al PIB), la aportación de la demanda exterior al crecimiento de la economía, la dependencia del exterior del sistema productivo (esto es, el porcentaje de los *inputs* utilizados que proviene del exterior), el porcentaje de la producción que se exporta en cada sector, la relación con el ciclo económico de los países del entorno cercano (correlaciones de las va-

riaciones del PIB, de las Bolsas, las tasas de paro, las tasas de inflación, etc.), la inversión exterior recibida y la realizada, las empresas que emiten acciones en Bolsas extranjeras, los beneficios obtenidos por las empresas en el exterior, la cantidad de deuda pública en manos de no residentes, y, en el terreno político, el grado de soberanía cedido a instituciones supranacionales, la presencia en Bancos Regionales de Desarrollo, o el número de altos cargos de nacionalidad española en las instituciones internacionales. En todos estos aspectos, el avance de nuestro país ha sido espectacular, en especial a partir de nuestra incorporación a la denominada entonces Comunidad Europea, en 1986. En el resto del artículo nos centraremos en dos aspectos, el acceso a la UME, y el despegue de la inversión exterior española, con una mínima referencia a algún indicador de carácter político.

2. EL ACCESO A LA UME: INTRODUCCIÓN

La Unión Monetaria Europea representa la culminación de un largo proceso tanto económico como, en gran medida, político, en el que se ha constituido un espacio común de algo más de 350 millones de habitantes, con un producto interior cercano a los 5,2 billones de dólares (el 16% del total mundial), y que conforma la primera potencia comercial del mundo (en el año 2000 los países integrantes de la UME llevaban a cabo el 29% de todas las exportaciones del planeta, incluido el comercio intracomunitario). Este proceso, que ha tenido lugar a

través de diversas fases, la tercera y última de las cuales se inició el 1 de enero de 1999, tiene como característica básica la existencia de una única moneda, el euro, en sustitución de las diferentes monedas nacionales, y su culminación ha sido posible gracias a los esfuerzos de los países aspirantes a formar parte de la misma, materializado en el cumplimiento de una serie de requisitos macroeconómicos (los criterios de convergencia establecidos en el Tratado de Maastricht) referidos a la inflación, el déficit y deuda pública, el tipo de cambio, y los tipos de interés a largo plazo¹.

El objetivo fundamental en la creación de la UME es el mantenimiento de un entorno macroeconómico que otorgue prioridad a la estabilidad y credibilidad de las economías que la conforman. De acuerdo con el artículo 105 del Tratado de la Unión Monetaria, el objetivo básico de la Unión Monetaria será el mantenimiento de la estabilidad de los precios, lo cuál

va a beneficiar especialmente a aquellos países, como es el caso de España, que han mantenido históricamente elevadas tasas de inflación, y registrado bastantes dificultades para poner en marcha un proceso de desinflación creíble y sostenido en el tiempo. Los Estados miembros van a afrontar, por lo tanto, un nuevo escenario caracterizado por la implantación de unos cambios estructurales de extraordinaria relevancia que van a condicionar el futuro de sus economías, en la medida en que se ha producido una pérdida de la soberanía monetaria como consecuencia de la centralización de las decisiones en el ámbito de la política monetaria en una única entidad, el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), órgano responsable de definir y ejecutar la política monetaria para todo el área del euro, en el cual se integra el Banco Central Europeo (BCE), y que se configura como el instrumento a través del cual se lograría la mencionada estabilidad macroeconómica².

¹ En términos de teoría económica, el proceso de Unión Monetaria estaría basado en los desarrollos de las Áreas Monetarias Óptimas (AMO), iniciados por el premio Nobel Robert Mundell en la década de los cincuenta, y según los cuales aquellos países que integran un bloque comercial (como era la comunidad Económica Europea) obtienen ganancias de bienestar si eliminan sus monedas y la sustituyen por una común si existe entre ellos una gran simetría en los ciclos económicos, o, si esto no es así, si se da una alta movilidad de los factores de producción, en especial el trabajo. Se entiende así la lógica de los criterios de convergencia de Maastricht y la legislación posterior relacionada con ellos (como el Pacto de Estabilidad) y la necesidad de ampliar y asegurar la libertad de movimientos de capitales y trabajadores entre los países de la Unión durante la Primera y Segunda fases de la UME. Un excelente estudio sobre las teorías de AMO puede verse en De Grauwe (1997). Acerca de los requisitos para constituir una AMO aplicado al caso de América Latina, véase Molina y Oyarzun (2000).

3. EFECTOS DE LA CONSTITUCIÓN DE LA UME SOBRE LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS

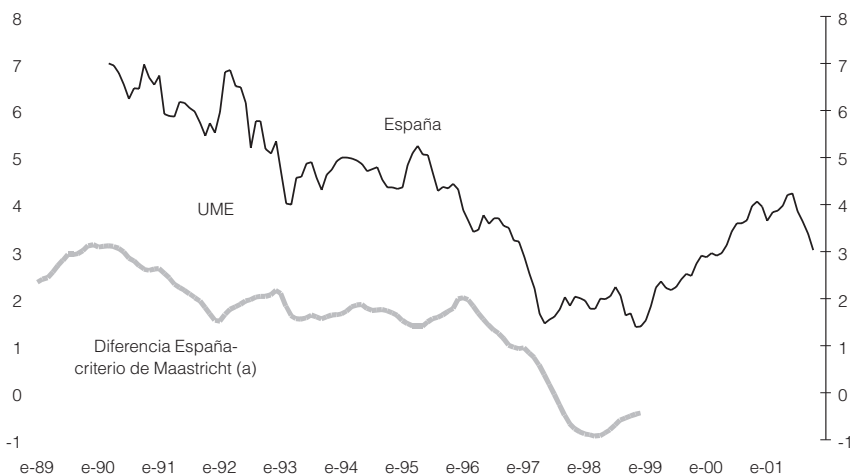
El establecimiento de una política monetaria única para todos los países

² Como complemento a las teorías AMO e inspiradas en los desarrollos de independencia de los Bancos Centrales, surgieron, en los años 80, modelos de convergencia y estabilidad de la inflación en uniones monetarias, el más conocido de los cuales es el de Barro y Gordon (1983). Estos modelos parecen inspirar el diseño del BCE (independencia y regla monetaria con objetivo de inflación rígido). Además, las teorías de AMO señalan que es necesaria, igualmente, una cierta política fiscal centralizada, algo que podría haber inspirado al Pacto de Estabilidad, el otro pilar de la política económica de la UME.

integrantes en el área del euro viene marcada de forma centralizada por el BCE. La consecuencia más inmediata radica en la existencia de un tipo de interés de intervención común para todo el área, esto es, la imposibilidad de modificar los tipos de interés nacionales para corregir situaciones de desajustes coyunturales. Por otra parte, la materialización del objetivo fundamental de la política monetaria del BCE, la estabilidad de precios, consiste en el mantenimiento a medio plazo de un incremento interanual del índice armonizado de precios al consumo (IAPC) inferior al 2% para la zona del euro. Sin embargo, la aplicación de la política monetaria única puede tener efectos distintos en cada país que dependerán de los

distintos niveles de inflación nacionales, así como de los diferentes mecanismos de transmisión de la política monetaria. La racionalidad del objetivo de inflación reside en que la creación de un entorno macroeconómico basado en la estabilidad de precios permite lograr un crecimiento económico sostenible, así como un incremento de la inversión y del empleo³. Si el objetivo y la actuación del BCE son creíbles, esta estabilidad se lograría a bajo coste (en términos de actividad) incluso en el corto plazo. Los mayores beneficios se obtendrían, con ello, en los países que, tradicionalmente, se han mantenido unas tasas de inflación muy elevadas y volátiles⁴, cual sería el caso de España (véase el Gráfico nº1).

Gráfico nº1: **Tasas de inflación en España y la UME (variación interanual del índice de precios de consumo)**



³ Acerca de los efectos negativos de la inflación sobre el crecimiento, véase, como referencia, Barro (1995).

⁴ La justificación teórica se puede consultar en Barro y Gordon (1983) y en Molina y Oyarzun (2000).

En segundo lugar, la introducción de una moneda única ha provocado la desaparición, lógicamente, de la política cambiaria a escala nacional. La desaparición del tipo de cambio como herramienta utilizada para corregir situaciones de desequilibrios macroeconómicos, unida a la imposibilidad de modificar los tipos de interés nacionales han hecho que los mecanismos tradicionales de ajuste de las economías hayan desaparecido.

La economía española ha utilizado en numerosas ocasiones el tipo de cambio como instrumento para compensar la disminución de su competitividad, a través de la depreciación de la peseta que, si bien podía temporalmente resolver ciertas situaciones, no hacía otra cosa que poner en evidencia la ausencia de una estructura macroeconómica adecuada, esto es, la imposibilidad de recuperar esa competitividad a través de los movimientos de los precios relativos internos. La entrada de la peseta en el mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo, en junio de 1989, restringía, pero no imposibilitaba, la utilización del instrumento cambiario. No obstante, la renuncia a la utilización del tipo de cambio como instrumento de ajuste no sería especialmente significativa si el alcance de una perturbación tuviera similares repercusiones para todos los países integrantes en el área del euro, es decir, si los *shocks* que afectan a todas las economías integrantes tuvieran un carácter simétrico. Si por el contrario, la velocidad de transmisión del mismo y sus efectos difieren de unos países a otros, la clave para poder mantener el mismo nivel de com-

petitividad, en la medida en que la movilidad de los factores en el conjunto de la UME aún no es completa, dependerá de la utilización de otras políticas económicas que sean capaces de restablecer los desajustes macroeconómicos ocasionados. Sin embargo, en este punto es donde se encuentran los mayores problemas. ¿Qué instrumentos posee la política económica de un país para poder resolver esta situación?. Descartados el tipo de cambio y el tipo de interés, y muy limitada la utilización de la política fiscal por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, esto es, dado que las políticas de regulación de la demanda tienen una escasa aplicación, las alternativas se encuentran en políticas que estimulen la oferta, como base para garantizar la competitividad, el crecimiento económico y la creación de empleo, y que potencien la flexibilidad de los mercados que presentan notables rigideces, como son el mercado de trabajo y el mercado de bienes y servicios, para conseguir el ajuste de precios relativos internos.

Así, durante los últimos años, la política económica española se ha dirigido a la reducción del déficit público, que permitiera tener un margen de maniobra mayor en el caso de una perturbación negativa asimétrica, así como a la introducción de medidas liberalizadoras del mercado de bienes y de servicios, que han afectado a sectores como las telecomunicaciones, el financiero, y la distribución de carburantes y energía, fundamentalmente. A pesar de los esfuerzos realizados, las tasas de inflación en nuestro país son, aún, más elevadas que las de sus principales

socios comerciales, situación que ha empeorado, precisamente, en los tres últimos años, esto es, tras haber aprobado el examen de convergencia (véase el Gráfico nº1), por lo que la economía española necesitaría ahondar en estas medidas liberalizadoras.

4. EFECTOS DE LA UME SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO

En este apartado vamos a describir los cambios más representativos que han tenido lugar en la estructura institucional del sistema financiero en general, para pasar a continuación a describir cómo se han traducido estos cambios en el contexto de la economía española, y concretamente, los efectos que ha tenido la introducción del euro en el desarrollo y evolución de los mercados financieros, así como los cambios más relevantes en el ámbito de los intermediarios financieros.

El inicio de la UME ha constituido uno de los cambios más importantes en la historia del sistema financiero, caracterizado por la implantación de un nuevo marco de referencia en el que actúan las variables fundamentales de la actividad financiera actual, y que afecta de forma especial al tipo de interés. La nueva instrumentación de la política monetaria, a escala supranacional, implica el establecimiento de un tipo de interés que es único para toda el área, lo cual conlleva de forma inmediata a un menor grado de volatilidad financiera.

En segundo lugar, el entorno financiero europeo se ha venido caracterizando por

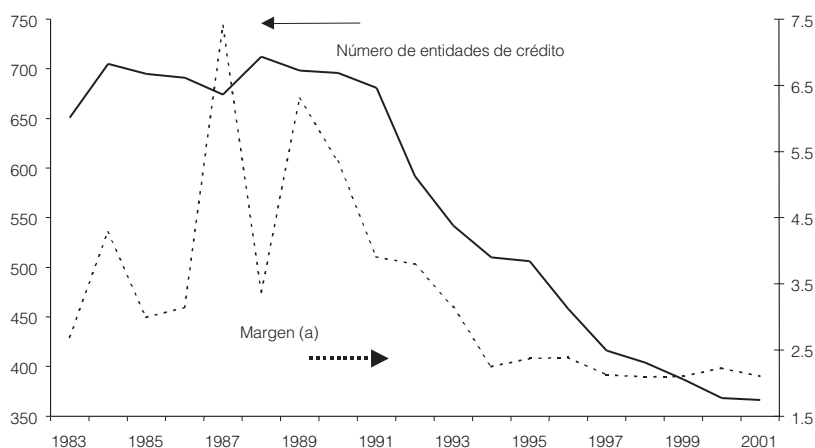
el fuerte incremento del nivel de competencia, fruto, en parte, de las medidas liberalizadoras que se impusieron con la constitución del mercado único europeo, y a la reducción del margen de intermediación, que se atribuye, además de a la mayor competencia, a diversos factores, entre los que destacan, por tener un efecto inmediato, la disminución de los tipos de interés, el aumento de transparencia en las operaciones, y la eliminación de los riesgos de interés y de cambio soportados por los clientes de las entidades. Esta reducción de los márgenes da lugar, a su vez, a un aumento de la competencia entre las entidades, manifestada en una mayor diversidad de productos (entre los aparecidos últimamente, y que han tenido mayor difusión, se pueden citar los *unit linked* y los depósitos en cuentas por Internet).

En el caso español, esta mayor competencia se ha dado, fundamentalmente, entre las propias entidades nacionales, con el objetivo de poder mantener e incrementar la cuota en un mercado nacional que ha dado entrada a gran cantidad de entidades europeas. Por otro lado, la integración europea ha dado lugar, en nuestro país, a una mayor concentración financiera, plasmada en numerosos procesos de fusión y adquisición de otras entidades, que ha afectado tanto a los bancos como a las cajas de ahorro, con el mismo objetivo, esto es, reforzar la posición en el mercado nacional y alcanzar un tamaño suficiente para competir en otros mercados con entidades ya consolidadas. Esto viene a afianzar la ten-

dencia común a la disminución en el número de entidades que se viene produciendo en la última década, y ha supuesto el pistoletazo de salida para la entrada en el mercado latinoamericano. En resumen, mientras que los mercados bancarios se han concentrado cada vez más y se ha observado una reducción del número

de entidades, la mayor competencia resultante de la integración de los mercados europeos y la libertad de establecimiento impuesta por el mercado único, habría impedido el establecimiento de una suerte de oligopolio bancario, manifestada en reducción de los márgenes de intermediación (véase el Gráfico nº2).

Gráfico nº2: **Margen de intermediación y número de entidades**



Fuente: banco de España y FMI.

(a) Diferencia entre el tipo de interés de los préstamos y el de los depósitos

Otro aspecto importante sería la enorme importancia que han adquirido los inversores institucionales (compañías de seguros, fondos de pensiones y sociedades de inversión) en el panorama financiero, algo que ha afectado de manera muy importante al negocio de las entidades de crédito, mediante la sustitución por parte de los inversores de los depósitos por participaciones en fondos de inversión y de pensiones. La reducción del margen típico de intermediación del negocio bancario

ha impulsado la disminución de los costes operativos, así como la diversificación hacia otros segmentos de mercado, como las operaciones con instrumentos derivados, el incremento de las operaciones bancarias en el extranjero, y el aumento de la oferta de servicios ofrecida, entre los que destacan la banca por Internet. Es este último aspecto, el desarrollo de la banca electrónica, impulsado en cierta medida por el euro al haber hecho desaparecer este parte de los riesgos que podrían

haber restado clientes a la misma (riesgo de tipos de interés y de cambio de moneda), donde la banca minorista puede encontrar una mayor competencia, que eludiría actualmente gracias a la extensa red de sucursales existente, así como la existencia de un importante grado de fidelización de los clientes hacia las sucursales. En España, el proceso observado es muy similar, y basta recordar el fuerte desarrollo de los fondos de inversión cuyo patrimonio pasó de 23.260 millones de euros en 1991 a los actuales 171.375 millones, con un incremento de la suscripción neta en 1999 del 40%.

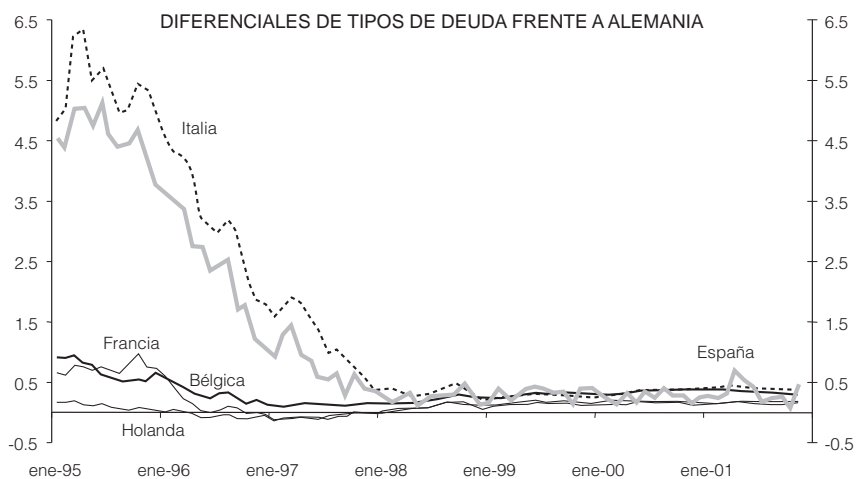
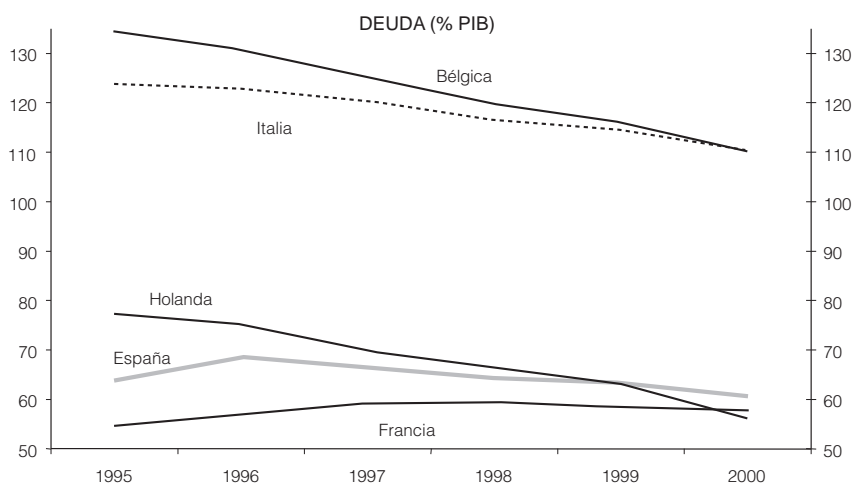
4.1. Los mercados financieros:

a) *Alto grado de integración favorecido por el sistema de pagos TARGET (Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System)*. Uno de los efectos más importantes del euro en el ámbito de los mercados financieros ha sido el elevado grado de integración alcanzado por los mercados monetarios. Esto se ha debido, por una parte, al elevado grado de sustitución de los instrumentos negociados en el mercado como consecuencia de estar denominados en la misma moneda, y, por otro lado, al papel tan importante que han desarrollado los sistemas de pagos y el buen funcionamiento del sistema de pagos TARGET, en la evolución del mercado interbancario. TARGET es un sistema de grandes pagos europeo, caracterizado por ser un sistema de liquidación bruta en tiempo real, que ha permitido la com-

pensación y liquidación de numerosas operaciones entre los países miembros en unas condiciones de seguridad hasta entonces inexistentes. Este grado de eficiencia se ha conseguido gracias a las reformas realizadas en los sistemas de pagos europeos y, en el caso concreto de España, en el Servicio Telefónico del Mercado de Dinero (STMD), actualmente el Servicio de Liquidación del Banco de España, en el sentido de dotar al sistema de unos mecanismos que permitan garantizar la liquidación de las operaciones. Dada esta mayor integración, los instrumentos que se negocian son similares por lo que las entidades de depósito españolas han podido contrarrestar el descenso de la financiación otorgada por el BCE a través de la obtención de financiación adicional procedente del resto del área del euro.

b) *Mercado de Deuda Pública*. Por lo que respecta al mercado de Deuda Pública, se ha caracterizado por la fuerte disminución de los diferenciales entre los rendimientos de la deuda pública emitida por cada uno de los estados del área del euro. La reducción se ha debido, lógicamente, a que con el euro desaparece el riesgo de cambio entre las monedas que se integran en él, con lo cual existe una mayor sustituibilidad entre las emisiones de diferentes países. En esta situación, el riesgo de crédito es el principal determinante del diferencial de tipos de interés en los mercados de deuda pública donde primarán aquellos mercados

Gráfico nº3: Tipo de interés de la deuda y nivel de deuda pública



Fuente: Banco de España y BCE.

que tengan unos niveles considerables tanto de calidad crediticia como de unas buenas condiciones de mercado en cuanto a liquidez, fiscalidad, etc. Este, además, se ha rebajado sustancialmente, fruto del aumento de la capacidad de pago de la Administración Pública debido a la estabilidad de las cuentas presupuestarias, y la reducción del volumen de deuda. Así, como se aprecia en el Gráfico nº3, en España el riesgo de las inversiones en deuda pública, medido por el diferencial entre los rendimientos de los bonos públicos de nuestro país y el del activo más seguro en Europa, el bono alemán, disminuyó fuertemente en el periodo de incorporación al euro, para mantenerse posteriormente muy estable, inalterado por los acontecimientos económicos y políticos de todo tipo, e incluso por debajo del de otros países considerados más seguros antes del proceso de unificación monetaria.

En un contexto de diferenciales tan reducidos se ha producido un incremento en el nivel de competencia de los distintos Estados lo que ha provocado una actitud mucho más dinámica de las distintas Administraciones Públicas en la colocación de su deuda. Dentro de este escenario, el mercado de deuda pública española ha venido marcado por la reforma de la Ley del Mercado de Valores así como por los cambios en la fiscalidad de numerosos activos financieros.

Por su parte, el Tesoro español ha adoptado una actitud más activa con

el objetivo de aumentar la competencia del mercado. Entre las medidas adoptadas destacan el aumento de la oferta de instrumentos financieros como la emisión de Letras del Tesoro a un plazo de 18 meses y de Obligaciones a un plazo de 30 años así como el desarrollo del “mercado de *strips*” con la finalidad de incrementar la liquidez del mercado. Para favorecer el acceso al mercado español de deuda pública se ha incrementado el segmento de los Creadores de Mercado dando acceso al mismo a nuevos creadores no residentes carentes de establecimiento financiero en España. Estas reformas están apoyadas asimismo por los cambios experimentados por los sistemas de compensación y liquidación de deuda pública gracias a las tendencias de concentración observadas en los mercados europeos y que en España se han traducido en el establecimiento de relaciones entre la Central de Anotaciones de Deuda Pública Española (CADE) y las centrales depositarias de valores pertenecientes a otras plazas financieras europeas.

- c) *Mercado de renta fija privada.* Por lo que respecta al mercado de renta fija privada, el proceso de la moneda única ha incrementado considerablemente su importancia en el escenario de los mercados financieros. La principal razón estriba en la necesidad que tienen los países miembros de cumplir con las limitaciones impuestas por el Pacto de Estabilidad y Cre-

cimiento, que obliga a no sobrepasar determinados niveles de déficit público. El hueco que deja en las carteras de los inversores la menor deuda pública se puede cubrir, con ello, con renta fija privada⁵. En el caso del mercado español, el volumen de pasivos distintos a las acciones emitidos por empresas privadas no financieras ha pasado, entre 1995 y 2000, de los cerca de 5.900 millones de euros a los algo más de 12.100 millones. El conjunto de pasivos distintos de acciones emitidos por las empresas privadas españolas alcanzó los 99.954 millones de euros, con lo que abarca, en el año en curso, el 24% del mercado de renta fija nacional, mientras que constituía tan sólo el 20% en 1995. Otro aspecto muy importante que ha permitido la expansión de la renta fija privada viene explicado por la aparición del fenómeno de la *titulización*, consistente en la conversión de los activos de una empresa en títulos o valores susceptibles de ser negociables. Por último, y al igual que ha sucedido con la deuda pública, los mecanismos de negociación de la renta fija privada están siendo revisados con el objetivo de poder concentrar la negociación de ambos segmentos, público y privado, en una única plataforma de negociación, la Plataforma Electrónica de Deuda Pública.

⁵ La reducción del gasto público y la deuda pública llevan, con ello, a un *crowding in* del sector privado, frente al conocido efecto *crowding out* argumentado por las escuelas liberales en contra de las políticas de gestión pública de la demanda.

d) *Mercados de renta variable*. La Unión Monetaria también ha afectado a los mercados de renta variable que han adquirido en estos últimos años una gran importancia, fruto de su fuerte expansión. Las razones hay que buscarlas en la necesidad de los inversores de buscar inversiones líquidas y rentables, ante un escenario caracterizado por los bajos tipos de interés, así como por la reducción del saldo de deuda pública en circulación debido a la necesidad de contención del déficit público impuesto por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. El mercado español ha tenido como modificaciones más significativas, la creación de Latibex, mercado donde participan algunas de las principales empresas latinoamericanas, y la creación del Nuevo Mercado, donde cotizan las empresas relacionadas más directamente con las nuevas tecnologías de la información. Si bien ambas novedades no están relacionadas directamente con el lanzamiento del euro, si lo estarán con el creciente proceso de internacionalización de la economía española.

e) *Mercados de divisas*. Por último, en lo referente a las implicaciones más importantes de la UME en los mercados financieros, cabe hablar de los cambios más importantes experimentados en el mercado de divisas. El efecto más notable ha sido la desaparición de todas aquellas operaciones intercambiadas entre plazas financieras perteneciente a países que han adoptado el euro, con lo que el

volumen negociado ha bajado sustancialmente.

4.2. **El sistema bancario**

Durante los últimos años, el sistema financiero español ha experimentado cambios muy relevantes como consecuencia de la liberalización progresiva en el desarrollo de la actividad bancaria, lo que se ha traducido en un incremento del grado de competencia, que ha tenido su reflejo más significativo en el estrechamiento del margen del negocio bancario tradicional. Esto, a su vez, pone de manifiesto la madurez alcanzada en el negocio tradicional de intermediación financiera llevado a cabo por las entidades de crédito en nuestro país. Estos cambios coinciden con los ocurridos con carácter general en la estructura del sistema financiero internacional, caracterizados por la globalización, la desregulación, y con el desarrollo de la banca electrónica.

En este contexto, los efectos de la moneda única sobre el sector bancario en la zona del euro están directamente relacionados con la armonización en las regulaciones bancarias, que pasan por la aplicación de dos principios básicos sobre los que se ha desarrollado la actividad bancaria, esto es, el llamado pasaporte comunitario (es decir, la autorización por parte de un estado miembro sirve para actuar en todos los demás), y el principio de supervisión por el país de origen. La aplicación de ambos principios garantizan que las entidades financieras del área pueden competir en igualdad de oportunidades con otros agentes externos.

El entorno generalizado de reducción de tipos e interés que ha tenido lugar como consecuencia de la UME ha propiciado esta tendencia de estrechamiento de márgenes. Las consecuencias más relevantes que han tenido lugar en la evolución del sistema financiero y que afectan de manera muy significativa a las entidades de crédito han sido, por un lado, la sustitución de los depósitos tradicionales por las participaciones en fondos de inversión y fondos de pensiones, ante la necesidad del ahorrador de buscar una rentabilidad superior para su dinero. Ante esta situación, las entidades se han tenido que plantear nuevas estrategias para poder compensar el deterioro de la cuenta de resultados entre las que han destacado, por un lado, el incremento de las comisiones, y la reducción de los gastos de explotación, y, por otro, la búsqueda de nuevas líneas de negocio, el desarrollo de procesos de fusiones y adquisiciones, etc. En el mercado español, la mayoría de las entidades han buscado el desarrollo de su negocio en zonas geográficas donde el margen de intermediación es mayor que el existente en el mercado nacional, como es el caso de Latinoamérica.

Otra de las consecuencias que ha tenido el desarrollo de la UME tiene que ver con la reducción que se ha observado en la tasa de morosidad, que se ha visto favorecida por la bajada de los tipos de interés provocado como consecuencia de la aplicación de la política monetaria única. Las variaciones en la morosidad implican cambios muy importantes en la

cuenta de resultados de una entidad en cuanto un incremento de la misma supone una mayor dotación de provisiones y por lo tanto un menor resultado neto. Un entorno macroeconómico estable, como el que ha favorecido la creación de la UME, supone la disminución de las tasas de morosidad. Por otro lado, distintas entidades altamente sustituibles, eliminado el riesgo de cambio y estrechados los márgenes de intermediación, implicaría todo ello una elección más cuidadosa por parte de los bancos de sus carteras de créditos. Finalmente, tras la entrada en vigor de la UME y ante el peligro que supondría para los resultados de las entidades un cambio de ciclo con el consiguiente efecto sobre la cuenta de resultados vía incremento de la tasa de morosidad se ha establecido la obligación por parte de las entidades de dotar una nueva provisión, denominada *anticíclica*, con el objetivo de poder eliminar la volatilidad de los resultados de las entidades ante un cambio de ciclo económico, y protegerse de esta forma ante escenarios negativos.

Los cambios habidos en el sector bancario no han afectado por igual a todas las áreas de negocio. Así, se pueden diferenciar claramente entre los observados en la banca minorista, y los de la banca mayorista. En la primera de ellas, esto es, la banca minorista, los cambios han sido de menor entidad, debido, fundamentalmente, a que este negocio se desarrolla sobre la base de las características particulares de cada sistema bancario, y en la confianza de la clientela sobre las

entidades con las que operan habitualmente. Sin embargo, es importante tener en cuenta que el mantenimiento de una extensa red de sucursales como fuente competitiva de la banca al por menor, puede ir perdiendo importancia con el paso del tiempo en la medida en la que vayan adquiriendo mayor importancia la banca telefónica, por Internet, etc. Los competidores de este segmento de banca minorista no son otros que las compañías de seguros, los fondos de inversión y las sociedades y agencias de valores por cuanto son las que se encargan de recoger el ahorro que se ha desplazado desde los depósitos tradicionales hacia otros productos. Es por ello que el desarrollo de la banca de inversión está adquiriendo un papel cada vez más relevante por ser el vehículo de la banca tradicional para poder competir con las operaciones realizadas por los nuevos agentes actuantes en el panorama bancario.

El sistema bancario español ha experimentado una serie de transformaciones en los últimos años, y muy especialmente desde la puesta en marcha de la UME, traducidas en un incremento del nivel de concentración y del volumen de negocio como respuesta a las presiones competitivas y a los bajos tipos de interés existentes. Los rasgos que definen al sistema bancario español son los buenos niveles de rentabilidad, capitalización y diversificación. Sin embargo, no se pueden olvidar los riesgos potenciales que lleva aparejado el nuevo entorno y que son, por un lado, la posibilidad de que se pueda producir una reducción de la rentabilidad

como resultado del aumento creciente de la competencia y la perspectiva de bajos tipos de interés que puede inducir a las entidades financieras a asumir un mayor nivel de riesgo. En este sentido, hay que mencionar la importancia creciente que está teniendo en el balance de las entidades de crédito la actividad en mercados emergentes, fundamentalmente en Latinoamérica. La evolución de la toma de posiciones en estos mercados, su razón de ser y los posibles efectos agregados para la economía y para las propias entidades se analizan con más detalle en el punto 9 del artículo.

5. EFECTOS DE LA UME SOBRE EL RESTO DE AGENTES

Los efectos fundamentales de la constitución de una UM sobre el resto de integrantes de la economía se resumen muy rápidamente aludiendo a la ampliación de mercados y de ofertas de bienes y servicios. Esto hará que, en general, se produzca una ganancia de bienestar, al poder elegir el producto o servicio que proporciona la máxima satisfacción con un coste menor. La Administración Pública podría, con ello, contratar en los mercados que le resulten más baratos, además de ver reducida la carga de los intereses de la deuda pública por la eliminación del riesgo de cambio (esta variable que ha sido fundamental para lograr la consolidación presupuestaria en nuestro país, en el que los intereses pasaron de suponer un 5,2% del PIB en 1995 al 3,2% del año 2000, pero también en Italia (del 11,5% al 6,5% en esos mismos

años), y en países cuyo tipo de interés era la referencia en Europa, como Alemania (3,6% y 3,3%, respectivamente) y Francia (3,7% y 3,3%). En el conjunto de la UME, la carga del pago de intereses de la deuda ha caído del 5,8% del PIB en 1995 al 4,1% en 2000.

Respecto a las empresas no financieras, tendrán la posibilidad de ampliar su mercado natural, y se beneficiarán de la eliminación de los costes de transacción y cobertura del riesgo por tipo de cambio. Todo ello incentivaría el incremento del comercio intracomunitario. En sentido negativo hay que considerar los costes de adaptación a la nueva moneda, centrados, fundamentalmente, en el cambio de los sistemas de contabilidad, y que afectarán en mayor medida a las pequeñas empresas. Por último, es muy posible que con el fin del cambio de monedas entre los constituyentes de la UME se abaraten los precios y se incremente la demanda de un servicio fundamental para la balanza corriente de España, como el turismo. Finalmente, las familias se beneficiarán al estar más protegidas contra la inflación en el seno de la UME (esto es cierto, como se ha señalado antes, para países con tasas de inflación superiores tradicionalmente a los del resto de socios de la Unión), y del entorno financiero más estable que se creará, con tipos de interés más bajos, mayor competencia entre las entidades financieras y abaratamiento del coste de los préstamos, etc. Frente a estos beneficios, el coste, casi más psicológico que real, de adaptarse al uso de nuevas monedas y billetes, se antoja muy reducido.

6. EL PAPEL DE ESPAÑA EN EL CONCIERTO INTERNACIONAL: INTRODUCCIÓN⁶

Tradicionalmente, el papel que ha jugado nuestro país en el concierto internacional ha sido más bien escaso, tanto en el terreno económico (y así lo señalarían varios de los indicadores recogidos en la primera parte del artículo) como en el político, toda vez que la ausencia de un régimen político comparable al del resto de países industrializados impedía o limitaba el acceso de España a los foros internacionales de decisión. En este contexto, se antojan fundamentales dos fechas, ya señaladas en la primera sección del artículo, el año 1959, cuando la quiebra total del sistema autárquico de la dictadura obliga a la apertura y liberalización paulatina de la economía, y el año 1986, cuando España se incorpora como miembro de pleno derecho a la Comunidad Europea, esto es, integrándose en su espacio de desarrollo natural.

Esta adhesión supondría el punto de inflexión a partir del cual el país va tomando cada vez mayor relevancia en los ámbitos de decisión y foros mundiales en los que se tratan cuestiones económicas. En el presente epígrafe del artículo trataremos de describir someramente cuales han sido estos avances, y en el siguiente prestaremos especial atención a la inversión en la zona de América Latina en los cinco últimos años del siglo, gracias a la cual España se ha convertido en el sexto inversor mundial (a pesar de ser tan sólo la novena economía del Mundo, en tamaño).

⁶ Una ampliación de esta sección se puede consultar en Ferré, ed. (2000).

7. PRESENCIA ESPAÑOLA EN LOS FOROS DE DECISIÓN DE LA UNIÓN EUROPEA

En efecto, desde la incorporación a la entonces denominada Comunidad Económica Europea, en el año 1986, el papel de España en los principales centros económicos de decisión ha ido en aumento. En este sentido, cobró especial relevancia la actitud de la delegación española en la cumbre de Dublín de 1991, en la que se crearon los Fondos de Cohesión a iniciativa de la misma. Estos fondos son un elemento muy importante de cohesión interterritorial en una unión monetaria que, como la europea, no dispone de un presupuesto centralizado, es decir, de una política fiscal centralizada que permitiera contrapesar los diferentes efectos de los *shocks* asimétricos en el seno de una unión monetaria sin libertad total de movimiento del factor trabajo⁷. Además, impulsan el proceso de equiparación o puesta al día (*catching-up*) de las economías que estaban más atrasadas (están dirigidos a inversiones en capital físico y humano), impulsando, con ello, la igualación de los niveles de vida, y elevando el crecimiento potencial a largo plazo de la economía (al contrario que las transferencias derivadas de la política agraria común, no se dirigen a incrementar la renta de una parte de la actividad). Finalmente, pueden constituir

⁷ Los efectos perversos de los *shocks* asimétricos en el seno de una UM (esto es, sin política monetaria propia), al estilo europeo (es decir, con limitaciones a la política fiscal nacional y sin transferencias fiscales entre los países miembros) sólo podrían eliminarse con libertad plena de movimientos del factor trabajo o un presupuesto centralizado (véase De Grauwe, 1997).

un factor de apoyo para impulsar la aceptación social de los costes de los procesos de integración.

Durante las Presidencias semestrales de la Unión Europea españolas han tenido lugar acontecimientos muy relevantes. Así, fue en la Cumbre de Madrid de 1995, que cerraba la última presidencia semestral de la Unión Europea que ha tenido España, en la que se dio el impulso definitivo a la Tercera Fase de la UME, con la fijación de los plazos en los que habría que cumplir los criterios de convergencia, y de la fecha del lanzamiento definitivo del euro. Durante la próxima presidencia, que comienza en enero de 2002, se discutirá el tema más importante que afronta la UE en la actualidad, la ampliación a los países del Este.

Otro de los terrenos donde la presencia española ha aumentado es el de la representación en las instituciones de decisión de ámbito europeo. Así, España obtuvo un consejero permanente en el Consejo de Gobierno del BCE, que quedó encargado de la Dirección General de Sistemas de Información y de la Dirección General de Estadísticas. El Banco de España participa, además, de manera muy activa en los Comités del BCE y en la elaboración de los informes, lo que sirve luego de base para la toma de decisiones. De manera implícita, el Banco de España ha quedado encargado del seguimiento cercano de las economías latinoamericanas, al igual que el Banco de Finlandia tiene un gabinete de estudios sobre Rusia, o el de Austria sobre los Países del Este.

Para concluir, cabría resaltar la presencia de españoles en las estructuras de defensa de la UE (Javier Solana fue Secretario General de la OTAN, Carlos Westendorp fue el Comisionado de la UE para Bosnia), en las misiones de ayuda humanitaria que emprende la UE (Bosnia, Kosovo), en la máxima representación exterior de Europa (Javier Solana es el "ministro" de asuntos exteriores de la UE, el denominado *mister PESC*;) y, finalmente, en los órganos más decisivos de la Unión (Loyola de Palacio es Comisaria de Transportes y Vicepresidenta de la Comisión, y Pedro Solbes es el encargado de un área clave, la Comisaría de Economía).

8. INICIATIVAS ESPAÑOLAS DE CALADO INTERNACIONAL

Además de las relaciones con su espacio de exportación e inversión naturales, España mantiene abiertos dos frentes en el concierto internacional que atienden a intereses políticos, en un caso, y a intereses económicos, en el segundo.

Respecto a los primeros, España ha impulsado en el seno de la UE los programas de acercamiento a los países de la Cuenca Mediterránea, dada su condición de país frontera de entrada para los ciudadanos de los mismos a la UME. Podríamos destacar, en este ámbito y sin ánimo de ser exhaustivos, la celebración de la Conferencia de Paz para Oriente Próximo en Madrid en el año 1991, que supuso un gran impulso de los Acuerdos de Paz de Oslo, y la primera vez que se sentaron en la misma mesa todas las partes en conflicto (Palestina, Israel, Siria, Líbano), sus

apoyos (Egipto, Jordania) y las dos principales potencias mundiales (Estados Unidos y la URSS). Después de esta iniciativa la UE ha incrementado su papel como mediador en una zona que parecía reservada exclusivamente a los Estados Unidos y, en menor medida, Rusia, con el nombramiento de los enviados especiales a la zona en conflicto, el último de los cuales es español (Miguel Ángel Moratinos).

España ha mantenido, igualmente, fuertes lazos políticos con los países de América Latina, cuya máxima expresión sería la celebración periódica de las Cumbres Iberoamericanas, que han terminado por convertirse en un foro de discusión de mayor relevancia que la Organización de Estados Americanos, o las propias Cumbres de las Américas, impulsadas por Estados Unidos, cuyo carácter es más económico y comercial que político. Finalmente, los intereses crecientes de las empresas españolas en la zona de Latinoamérica, cuyas razones examinaremos con detenimiento a continuación, han impulsado el incremento de relaciones de otro carácter. Así, nuestro país ha participado, por primera vez, en un préstamo multilateral (aportación de 1.000 millones de dólares al paquete de ayuda firmado por el FMI y Argentina en diciembre de 2000, uniéndose así España a los dos únicos países que han realizado este tipo de operaciones alguna vez, Estados Unidos y Japón), y se ha creado una Oficina de seguimiento de estos países en el seno del Banco de España. Quizá el único punto del que se adolece en las relaciones con estos países sería el impulso político

al estrechamiento de relaciones comerciales, terreno en el cual la iniciativa la ha llevado Estados Unidos.

9. LAS RELACIONES CON AMÉRICA LATINA

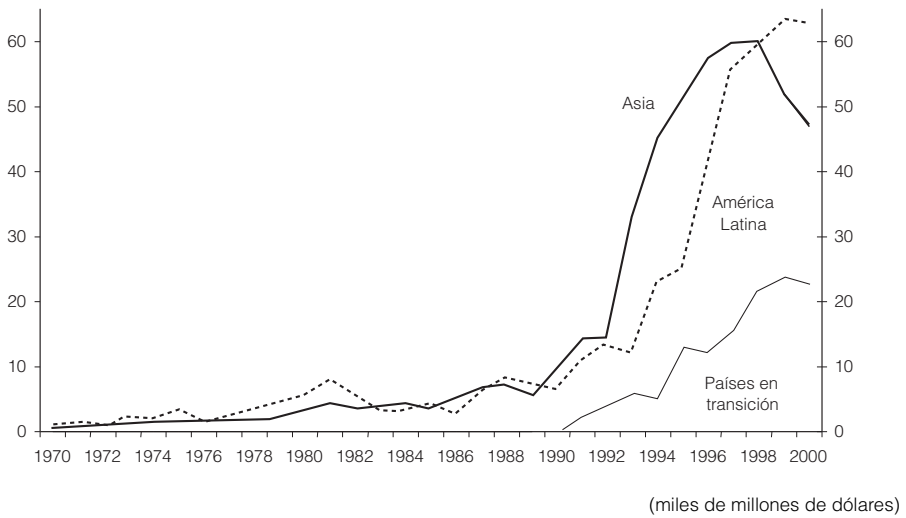
Aparte de las relaciones de carácter político que hemos mencionado en el apartado anterior, España mantiene fuertes lazos económicos con los países de la zona. Así, las importaciones españolas que provienen de América Latina supusieron, en 2000, un 4,1% del total de compras al exterior (superior en 1,9 puntos a las del conjunto de la UE), mientras que las ventas españolas a esos países alcanzaron el 5,7% del total (superior en 3,2 puntos a la media de los integrantes de la UE). Pero es en el terreno de la inversión española en los países iberoamericanos donde se ha registrado el avance más espectacular. Esta salida de capital de nuestro país hacia América Latina ha tomado, además, la forma, mayoritariamente, de inversión directa.

La mayor parte de los estudios llevados a cabo en los años noventa sobre flujos de capital se centraron en las entradas y salidas de capitales a corto plazo, su posible control y las consecuencias para la gestión monetaria y cambiaria de los receptores. Sin embargo, conviene recuperar el análisis de la Inversión Exterior Directa (IED), dado que, por definición, su estabilidad y permanencia en el país receptor es mayor. Una mayor proporción de IED en la cuenta financiera haría que los déficits por cuenta corriente fueran más sostenibles, y aislaría en mayor

medida a los países receptores de perturbaciones monetarias externas (contagios). Latinoamérica ha sido, en este contexto, una de las zonas receptoras más

importantes del conjunto de los países en vías de desarrollo, superada solamente durante algunos años por los países asiáticos en desarrollo (véase el Gráfico nº4).

Gráfico nº4: **Flujos de inversión extranjera directa neta hacia economías con mercados emergentes (zonas receptoras)**



Fuente: FMI.

¿Cuál ha sido la posición de España?. Tradicionalmente, nuestro país ha sido receptor de capital exterior, como corresponde a toda economía en proceso de apertura y consolidación, pero de un tiempo a esta parte nos hemos convertido en exportadores netos de capital.

Dentro de esta evolución la partida determinante ha sido, precisamente, la IED. Como se aprecia en el Cuadro nº1, la inversión en el exterior de los agentes españoles ha aumentado a ritmos endiablados desde 1990, hasta que, en 1997, el saldo neto fue positivo⁸.

Cuadro nº1: **España: Inversión exterior directa**

	Inversión exportada		Inversión importada (2)		Saldo (1-2)	
	Miles de millones de euros	% IPB	Miles de millones de euros	% IPB	Miles de millones de euros	% IPB
1990	2,1	0,675	8,5	2,7139	-6,4	-2,04
1991	2,8	0,8067	7,8	2,2691	-5,0	-1,46
1992	1,3	0,3621	8,2	2,2268	-6,9	-1,86
1993	2,4	0,6358	7,3	1,9175	-4,9	-1,28
1994	3,3	0,8152	7,5	1,8394	-4,2	-1,02
1995	3,1	0,7117	4,7	1,0758	-1,6	-0,36
1996	4,3	0,9168	5,2	1,1187	-0,9	-0,20
1997	11,0	2,2343	5,6	1,1375	5,4	1,10
1998	17,0	3,2203	10,6	2,0063	6,4	1,21
1999	39,5	6,9853	14,8	2,6157	24,7	4,37
2000	58,3	9,5769	39,7	6,5281	18,6	3,05
2001	18,8	5,8943	18,1	5,6593	0,8	0,24

Fuente: Banco de España.

⁸ Las cifras absolutas deben tomarse con cierta cautela, dado que surgen problemas de medición derivados de que las operaciones de IED de determinadas empresas se realizan a través de filiales radicadas en el exterior, y la compra de determinadas acciones de compañías extranjeras aparecen en la rúbrica de "inversiones en cartera"; para evitar estos sesgos, procuramos tomar siempre la misma fuente, con preferencia para la Balanza de Pagos del Ban-

co de España sobre las otras dos, el FMI y la OCDE. Además, las series de IED, al ser flujos, son muy volátiles, casi por definición, dado que se trata de operaciones de adquisición de activos externos de una sola vez, esto es, que quedan registradas en un único momento del tiempo. Así, el brutal aumento registrado en 1999 se debe a la adquisición de YPF(Argentina) por Repsol, y a la de Enersis (Chile) por Endesa.

La nota más destacada del cuadro es, junto al cambio del signo del saldo, el hecho de que las cifras actuales de salidas de IED superan a las históricas de entradas de IED, tanto a escala absoluta como en relación con el PIB español.

En general, la contrapartida del fuerte incremento experimentado por la IED española en la cuenta financiera ha sido, por un lado, los superávits corrientes de los años 1995, 1996 y 1997 (del orden del 0,1%, 0,1% y 0,5% del PIB, respectivamente), y, por el otro, una elevada variación de los pasivos frente al exterior del sistema crediticio, en especial a partir de diciembre de 1997 (del orden de 12.000 millones de euros, la mayoría en forma de bonos y obligaciones y fondos de inversión, entre diciembre y junio de 1998, y otros 10.00 millones más entre diciembre

de 1999 y abril de 2000). Paralelamente, se asistió, a partir de 1998, a un fuerte aumento de las inversiones españolas en el exterior en forma de cartera, en especial en bonos e instrumentos del mercado monetario. A grandes rasgos, por tanto, tanto la IED enviada al exterior de forma masiva a partir de 1997 como el aumento de la compra de bonos y acciones emitidos por no residentes desde 1998 se habrían financiado con un superávit por cuenta corriente, en las primeras fases de la expansión, y con el endeudamiento del sistema crediticio.

¿Hacia dónde va esta inversión directa?: los principales receptores de estas salidas de capitales han sido, a lo largo de la década, los países de América Latina, como se muestra en el Cuadro nº2:

Cuadro nº2: Inversión exterior directa española. Salidas de capital hacia cada zona

(% Total salidas)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999
América Latina	58,9	23,5	49,0	53,5	56,4	77,5
Argentina	2,9	13,8	1,9	11,0	7,6	45,9
Brasil	0,7	1,8	9,7	5,0	37,2	10,5
Chile	2,4	-0,6	1,5	11,6	2,8	14,7
Colombia	0,6	0,7	6,8	11,0	1,8	0,0
Venezuela	-0,4	0,5	0,8	8,5	-0,4	0,1
Méjico	4,7	5,0	1,7	2,0	1,4	2,9
OCDE (a)	36,5	74,7	48,8	44,7	40,8	22,0

Fuente: OCDE.

(a) Este agregado no incluye Méjico.

y, en términos netos, tan solo ellos (de hecho, España registra aún entradas de capital en forma de IED netas de sus princi-

pales socios comerciales, la UE y Estados Unidos) (Cuadro nº3):

Cuadro nº3: **España: IED recibida menos IED exportada**

	(mm. pesetas)(a)					
	1994	1995	1996	1997	1998	1999
UE-15	807,2	548,3	316,8	153,9	700,2	244,3
Estados Unidos	100,4	42,4	112,2	-74,4	85,9	51,7
Japón	29,8	9,1	40,9	24,3	-7,5	-13,5
América Latina	-271,7	-81,0	-324,7	-944,5	-1.058,4	-4.244,8

Fuente: OCDE.

(a) un saldo positivo supone una entrada de IED en España, y viceversa.

En cuanto a los sectores, la IED española en América Latina se ha concentrado, tradicionalmente, en los relacionados con la extracción de materias primas, los

de transporte y comunicaciones, y, en los últimos años, la intermediación financiera (Cuadro nº4).

Cuadro nº4: **España: Inversión exterior exportada según sectores**

	(% total IED)							
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Intermediación financiera	13,2	4,4	1,2	33,9	33,8	12,9	3,2	21,8
Transporte y comunicaciones	20,3	65,3	10,3	4,4	6,9	0,8	0,0	68,9
Electricidad, gas y agua	1,7	1,5	6,7	5,4	11,2	18,6	12,2	7,5
Sector primario	13,2	4,4	11,2	33,9	33,8	12,9	81,9	0,0
Sociedades de cartera	58,2	22,3	56,9	39,0	38,9	61,7	2,7	1,8

Fuente: CEPAL.

Cuadro nº5: **España: IED recibida menos exportada por sectores productivos**

(mm. pesetas) (a)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Extracción del petróleo	73,1	-0,7	-54,7	-24,6	-36,6	-2.264,3
Electricidad	13,8	-14,4	-19,6	-421,2	-275,6	-603,5
Construcción	-1,1	-2,1	1,9	-20,0	-21,9	73,4
Hostelería	20,2	12,7	9,3	-1,7	-55,62	-33,4
Telecomunicación	-142,3	-10,2	-16,9	-157,1	-733,4	-601,0
Actividades financieras	-0,4	-93,1	-116,4	-505,9	-599,4	-616,0
Petróleo y derivados	137,7	121,8	137,2	60,4	188,1	-93,8
Automóviles	156,3	72,9	64,6	75,2	74,2	-23,8
Textiles	44,1	29,7	4,3	10,3	40,8	46,6
Alimentación	217,2	53,7	43,9	-6,7	22,5	-1,5

Fuente: OCDE.

(a) Un saldo positivo supone una entrada de IED en España, y viceversa.

que coinciden, lógicamente, con las cifras de salidas de IED de España por sectores (véase el Cuadro nº5):

En definitiva, ¿qué se puede sacar en claro de todas estos datos?. Hemos señalado que España pasa de ser importador neto a exportador neto de capital, y que este cambio lo protagoniza la IED, a partir de 1997, con un fuerte incremento en el año 1999. Este *boom* de la IED española se ha financiado, fundamentalmente, con aumentos de los pasivos frente al exterior, en lugar de con la reducción de otros activos (que, de hecho también han crecido), es decir, no se ha sustituido una inversión por otra, sino que han aumentado ambas. Por zonas geográficas, el *boom* inversor lo protagoniza

América Latina, que recibe de un 60% a un 90% de la IED española, y, por sectores, son la extracción de materias primas, las telecomunicaciones, la intermediación financiera, e incluso la hostelería (en un país cuyo principal ingreso exterior por servicios es el turismo) los que impulsan el enorme incremento de la IED en el exterior. España sigue recibiendo IED, en términos netos, de sus principales socios comerciales (UE y Estados Unidos), y en los sectores tradicionalmente deficitarios (manufacturas). Finalmente, señalaríamos algo ya conocido pero no por ello menos relevante, que la estrategia seguida por la IED española en la zona ha sido la compra de activos (empresas) ya existentes, en lugar de la creación de nuevas

compañías, lo que ha sido posible por la oleada de privatizaciones que llevaron a cabo estos países desde inicios de la década de los noventa.

¿Cuáles pueden ser las razones que justifiquen este cambio tan significativo?. En términos generales, encontraríamos varias, apoyadas en argumentos teóricos tradicionales que explicarían la salida de capitales en forma de IED de un país. Así, puede tratarse de una racionalización de los sistemas de producción, esto es, de la búsqueda de eficiencia en redes internacionales de producción que aprovechen las ventajas comparativas de cada región o país. El caso más conocido sería el de las plantas de ensamblaje de automóviles de empresas estadounidenses en Méjico.

Otra de las motivaciones para llevar a cabo IED sería el acceso a mercados nacionales o suprarregionales cuyo potencial de crecimiento futuro sea elevado, y que se encuentran protegidos por barreras arancelarias o no arancelarias que no se aplican, lógicamente, a los residentes. Siguiendo con el ejemplo del sector del automóvil, en este caso las compañías americanas instalan toda la red de producción en Brasil o Argentina, para tener acceso a un mercado (MERCOSUR) cuya demanda de vehículos tiene mayor potencial de crecimiento que el europeo o norteamericano, y que se encuentra fuertemente protegido (con un elevado arancel exterior común y normas de origen). La protección no arancelaria de otros sectores, con normas que prohíben o limitan la prestación de ciertos servicios a no nacionales, sería

otra de las motivaciones para realizar compras de activos en los mismos (el caso típico sería aquí la intermediación financiera y la distribución de energía, o los servicios de telecomunicaciones). Estos mercados suelen tener características monopolísticas u oligopolísticas, lo cual supone la consecución de un elevado beneficio en las primeras fases de explotación del mismo. Finalmente, los inversores también pueden estar interesados en controlar directamente el acceso a materias primas, motivación que es más probable que aparezca en países con déficit en este tipo de materiales (Japón, España).

La concentración sectorial de la IED española en América Latina apuntaría a la segunda y tercera de las motivaciones enumeradas. Así, la IED española buscaría el control de recursos naturales en los que nuestro país es claramente deficitario (petróleo, fundamentalmente), y el acceso a mercados nacionales o regionales de servicios con un potencial de crecimiento muy alto (por ejemplo, la *bancarización* de estos países era muy baja en los primeros años noventa, como mostrarían las cifras de activos bancarios como porcentaje del PIB: para el año 1995, esa ratio era del 27% en Argentina, 39% en Brasil, 25% en Méjico, 22% en Colombia, y ni tan siquiera el país más avanzado de la zona, Chile, con un 56%, se acercaba a las cifras de los países del antiguo bloque comunista (Croacia, 62%, y República Checa, 82%), de Asia (Indonesia, 60%, Corea 64%), ni, por supuesto, a la de los países industrializados (España, 140%, Alemania, 160%, Bélgica, 250%, Australia, 85%).

Finalmente, cabría señalar que las empresas españolas han entrado en América Latina en sectores en los que gozaban de ventajas comparativas, y no sólo por razones idiomáticas o por la manera de llevar a cabo los negocios. De hecho, en los sectores primarios y secundarios, y en la prestación de servicios de transporte y comunicación, empresas españolas que eran monopolios u oligopolios y que acababan de ser privatizadas han acudido a invertir en mercados con características monopolísticas en los países latinoamericanos, comprando empresas ya existentes y que estaban siendo privatizadas. Posteriormente, una vez establecidas y consolidadas allí, se produjeron adquisiciones de empresas privadas.

El caso del sector bancario es algo distinto, y no es casualidad que la expansión en el continente americano de comienzo cuando, aparte de existir empresas españolas en la zona ya consolidadas (Telefónica), está a punto de finalizar el primer proceso de fusiones de las entidades (la primera gran adquisición en Argentina data de 1996, en Brasil de 1997, y en Méjico de 1995, momento en el que existían en España tres grandes bancos nacionales, Santander, BCH y BBV), y comenzaba a dibujarse en el horizonte la posibilidad de que España accediera a la UME en el grupo de cabeza. Los bancos españoles debían, con ello, encontrar una escala de operaciones suficiente, o una ventaja comparativa significativa respecto a sus competidores europeos, ante el mercado único y liberalizado en el que debían operar a partir de 1999, y la bus-

caron en América Latina. En paralelo, en ese momento comenzaba, en aquellos países, la apertura al capital extranjero de las entidades financieras locales, en especial en los países más grandes, tras la crisis de Méjico, que arrasó el sistema crediticio del país centroamericano y parte del de Argentina.

Gracias a esta masiva IED de España en los países latinoamericanos, nuestro país se ha convertido, en 1999, en el sexto inversor mundial, por detrás de Reino Unido, Estados Unidos, Francia, Alemania y Holanda, lo cual es muy destacable si tenemos en cuenta que es la novena o décima economía por tamaño, y que la mayoría de la inversión directa de Reino Unido y Estados Unidos se dirigió a países industrializados (de hecho, una tercera parte fueron recíprocas), esto es, a mercados ya consolidados. Además, es el país que más invierte en la zona del conjunto de la UE, y las empresas españolas han protagonizado las operaciones de mayor envergadura en América Latina en los últimos años: la adquisición de la petrolera argentina Yacimientos Petrolíferos Fiscales (YPF) en 1999 por Repsol supuso el 64% de toda la IED recibida por Argentina ese año, y la compra de Enersis por Endesa ese mismo año algo más del 34% de la obtenida por Chile; en el año 2000, las operaciones del BSCH y BBVA en Méjico (compra del grupo Serfin y fusión de BBVA Méjico con Bancomer) aportaron el 26% de la IED recibida por el país; incluso en un mercado que tradicionalmente no había sido atendido por las empresas españolas, como el brasileño,

las recientes operaciones tanto del BSCH (adquisición del privatizado Banespa) como de Telefónica (compra de Telesp y Tele Sudeste Celular) supusieron algo más del 50% de los 30.250 millones de dólares que ingreso Brasil como IED en 2000; finalmente, hay que destacar que Telefónica en ese mismo año realizó, mediante el canje de acciones con varias de sus filiales en los países de la zona (la conocida Operación Verónica), la mayor adquisición de activos jamás llevada a cabo en la zona, por un importe superior a los 20.000 millones de dólares.

Las compañías españolas copan en muchos casos los mercados en los que han entrado. Así, citando tan sólo algunos ejemplos, Serfin (propiedad ahora del BSCH) es el primer banco mejicano por número de activos, Bancomer (BBVA) es el tercero, y Telefónica se convirtió en la transnacional con mayores ventas en la zona en 1999, por delante de la estadounidense General Motors, mientras que Repsol-YPF fue la novena, y Endesa la duodécima. Cabe destacar, igualmente, que la importancia económica de los préstamos controlados por bancos españoles en estos países supone entre el 4% (Brasil), el 13% (Argentina), el 21% (Chile) y el 27% (Méjico) del total.

Sin embargo, esta estrategia que hemos descrito podría entrañar algunos riesgos importantes para estas compañías, en especial en momentos como los actuales, en los que la región se encuentra sumida en una crisis provocada por la profunda recesión con la que convive Argentina desde hace tres años, y el con-

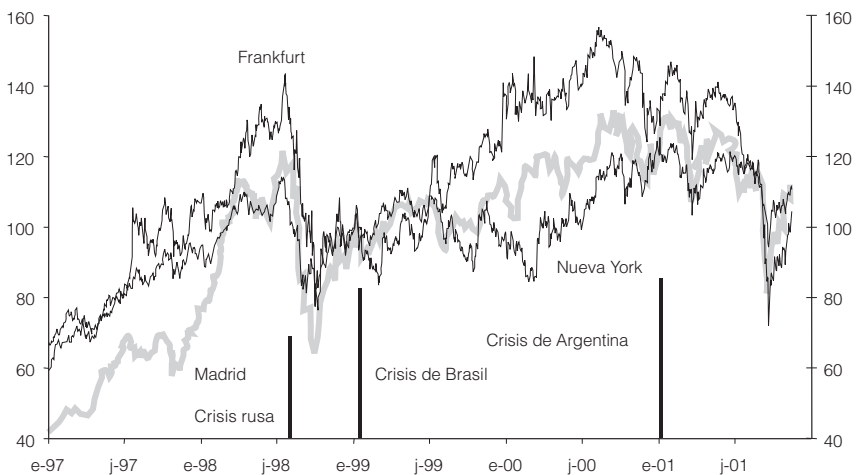
tagio de la misma a la primera economía de la zona, Brasil. La asunción de estos riesgos podría ser interpretada como una fuente de debilidad por parte de los mercados, que castigarían las cotizaciones de las empresas más involucradas en la expansión en América Latina. No obstante, tendemos a pensar que esto no tiene por qué ser así: en efecto, si la inversión se ha llevado a cabo en sectores con rentas de monopolio (telecomunicaciones) o en sectores con potencial de crecimiento muy alto (finanzas) y en general robustos, (la capitalización de los bancos de la zona es de las más altas del mundo, tras el aviso que supuso la crisis mejicana de 1995), las consideraciones sobre su oportunidad y los riesgos que entraña se deberían referir a variables de más largo plazo, como el PIB potencial, el grado de intermediación, la legislación en el futuro, la consolidación de los acuerdos regionales de integración, la posible apertura del mercado de Estados Unidos, etc., y no tanto por temas coyunturales. Desde este punto de vista, sería más peligroso y peor considerado por los mercados la tenencia de deuda pública emitida por estos países, por ejemplo. Además, hay que considerar que la fuente principal de beneficios e ingresos, y el mercado más relevante para estas entidades, sigue siendo el español y el europeo, por el momento.

Como aproximación a la valoración de la estrategia de las empresas españolas en Iberoamérica presentamos dos indicadores, la comparación entre la evolución del índice bursátil del sector bancario en España y en Europa y Estados Unidos,

por un lado, y la correlación entre las variaciones de los índices bursátiles de España y Estados Unidos con las cuatro grandes bolsas latinoamericanas. En el primer caso, si el mercado castigara las estrategias de los bancos españoles en la zona, en contraposición a las más pru-

dentos de los bancos americanos, tenderíamos a observar una deriva hacia abajo del índice. Sin embargo, esto no se aprecia ni en los momentos malos (crisis de Brasil en 1999, Argentina a finales de 2000) (Gráfico nº5).

Gráfico nº5: **España, Alemania y Estados Unidos: Índices bursátiles del sector bancario** (Base 100 el 4 de enero de 1999)



Fuente: Bloomberg.

En el segundo caso se recoge, como hemos señalado, la correlación de las variaciones del índice selectivo IBEX-35 (donde están todas las grandes compañías con intereses en América Latina) con las del Merval argentino, el Bovespa brasileño, el General de Santiago de Chile, y el IPC mejicano, y se compara con la correlación entre el *Dow Jones* de Estados Unidos con esos mismos índices. La lógica del indicador sería que, en los casos en los que se presente una fuerte crisis

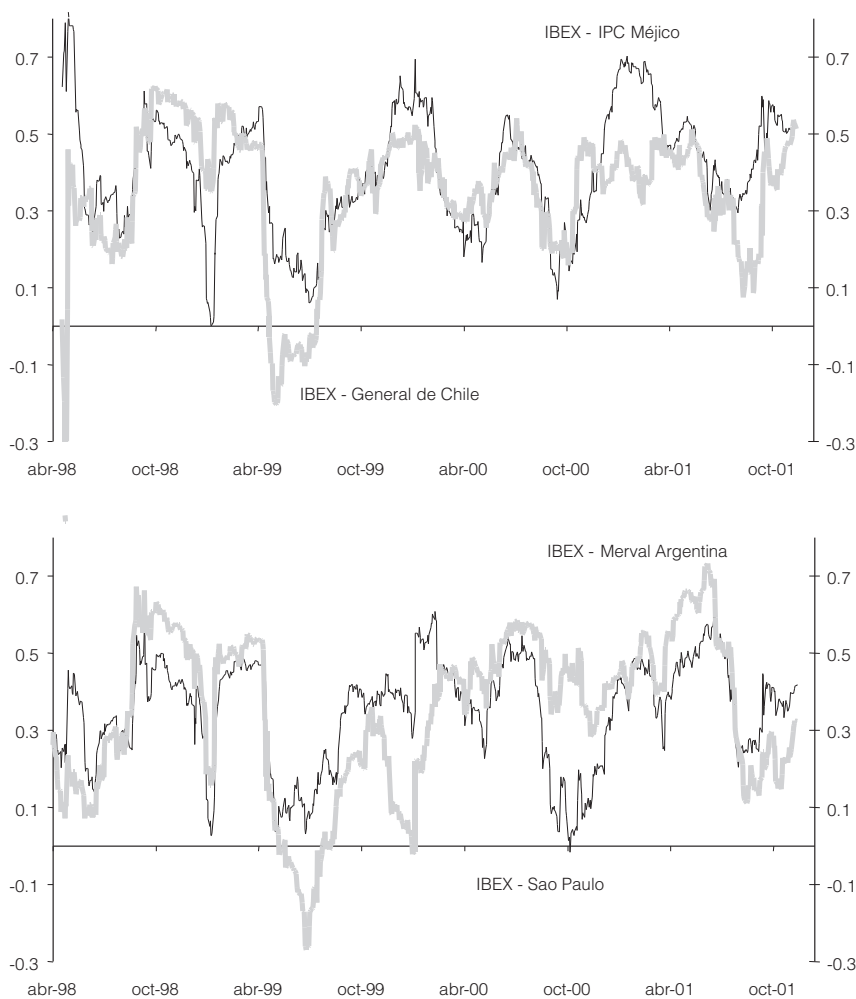
en estos países, que conduzca a rápidos descensos de las cotizaciones, los inversores venderían acciones argentinas, brasileñas, mejicanas, chilenas y españolas, pero no así norteamericanas (considerando despreciable el efecto que pudiera tener sobre los índices en Estados Unidos las empresas españolas que cotizan en Nueva York). Sin embargo, de nuevo se observan correlaciones estables, con ligeros incrementos en la parte final de la muestra, cerca de octubre de

2001 (cuando la situación en Argentina está llegando al límite), y no significativamente superiores a las encontradas para

los índices estadounidenses (véase el Gráfico nº6):

Gráfico nº6a: **Índices de Bolsas: Correlaciones de las variables diarias**

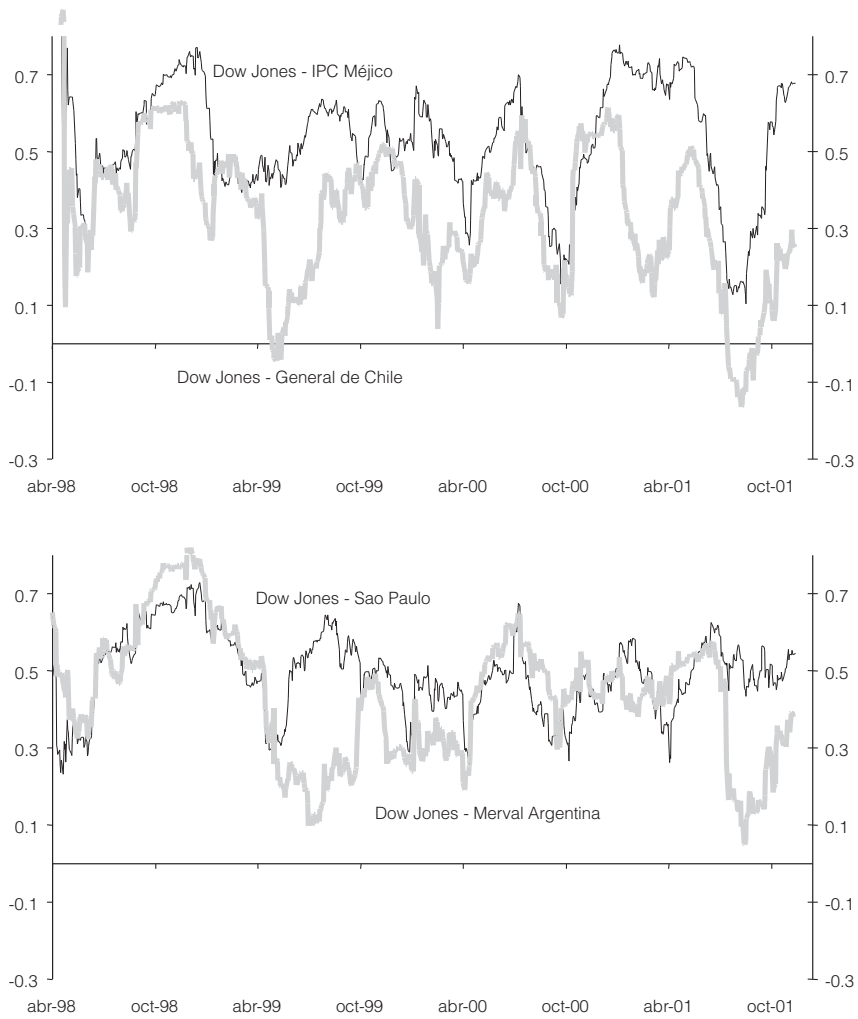
(correlación móvil de tres meses)



Fuente: elaboración propia.

Gráfico n°6b: Índices de Bolsas: Correlaciones de las variables diarias

(correlación móvil de tres meses)



Fuente: elaboración propia.

Otros indicadores más subjetivos acerca de la valoración de la estrategia por parte de los mercados sería el hecho de que ninguna de las empresas españolas con intereses en América Latina ha tenido dificultades a la hora de obtener financiación en los mercados internacionales, ni han visto rebajada su calificación por las agencias de *rating*. Además, la reciente adquisición del segundo grupo financiero de Méjico, el BANAMEX-Accival (antiguo Banco Nacional de Méjico) por parte de uno de los bancos más grandes de Estados Unidos, el Citigroup, en una operación sin precedentes para las entidades estadounidenses, parece sancionar, a escala internacional, la estrategia seguida por la banca española en la zona.

Para terminar la sección, merecería la pena destacar, si bien muy brevemente, los posibles efectos de la recepción de IED por parte de estos países. En primer lugar, podría darse una mejora de la eficiencia de producción en los sectores receptores, gracias a la mayor experiencia de las entidades españolas y la superioridad inicial en medios físicos y humanos sobre sus competidores en esos mercados. Esto lleva aparejado, sin embargo, la casi segura reducción del empleo en los sectores receptores, al tratarse, en su mayoría, de empresas privatizadas y con necesidad de reestructuración, al menos en un primer momento. El ejemplo del banco Banespa tras la toma del control por el BSCH es, en este sentido, paradigmático. Dada la escasa flexibilidad de los mercados laborales de la zona, la IED llevaría a un incremento inicial del paro.

En segundo lugar, podría darse una mejora de la gestión de la política económica, en el sentido de que el sector bancario de estos países tendría ahora dos prestamistas en última instancia (*lender of last resort*, en terminología del FMI), el Banco Central (en los casos en que pueda ejercer tal función, algo que no es así en Argentina) y los bancos españoles que han comprado entidades en América Latina. Incluso este segundo prestamista actuaría con anterioridad a los respectivos Bancos Centrales, y lo haría en moneda extranjera, un bien escaso ante la aparición de perturbaciones. En principio, esto reduce la probabilidad de que una crisis cambiaria conduzca a una crisis del sistema financiero (como ocurrió en Méjico en 1995 y en Indonesia en 1997), atenuaría los efectos reales de las crisis de balanza de pagos, y disminuiría el coste de la reestructuración del sector para los Estados. La actuación de los inversores españoles en Argentina a lo largo del presente año, llegando incluso a adelantar el pago de impuestos para evitar el colapso de las finanzas públicas, sería un claro ejemplo de lo señalado.

10. LOS PRÉSTAMOS BANCARIOS

Como ya se señaló anteriormente, el proceso de expansión de la IED española corrió paralelo, en un primer momento, a la extensión de activos de cartera frente al exterior. Al igual que ocurría en el caso de la IED, este crecimiento también se ha centrado en la zona de América Latina, esto es, los bancos españoles no sólo adquieren entidades en los países latinoamericanos para tomar posiciones en un

mercado en expansión, sino que también otorgan cada vez más préstamos a estos países.

Para medir esto utilizamos las estadísticas del Banco de Pagos Internacionales de Basilea (BIS) (Cuadro nº6), que recoge los préstamos otorgados a cada uno de los países por parte de los bancos que le informan de sus actividades.

Como se observa en el mencionado cuadro, los bancos españoles se han mostrado también muy activos en lo que a la concesión de préstamos internacionales se refiere, pasando a copar a mediados de 2001 el 18% del mercado, por detrás tan sólo de los bancos norteamericanos. Además, España le ha ganado la partida a los estadounidenses en los mercados argentino y chileno, y están muy cerca de conseguirlo en el área

de influencia más cercana de los norteamericanos, Méjico. Incluso en el mercado que menos dominan, como Brasil, ya han superado a los bancos japoneses, los más activos en el país a comienzos de la década. Finalmente, destacaríamos que, al igual que ocurría con la IED, la explosión de este tipo de participación en las economías latinoamericanas se produce a partir de 1997, y que esta se mantiene muy estable, aun en la presencia de crisis (por ejemplo, en la actual crisis de Argentina España es el único país cuyos bancos mantienen la participación en el total de préstamos otorgados a los argentinos). El grado de estabilidad que se desprende de esta vocación de continuidad para el país receptor es muy destacable.

Cuadro nº 6: América Latina: Stock de préstamos otorgados por los bancos informantes al bis

(final de período, en miles de millones de dólares)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001 (junio)
TOTAL DE LA REGIÓN	181,0	186,8	193,7	205,7	212,2	242,4	280,3	290,3	277,1	285,4	284,1
Part. bancos españoles (% total)	3,0	3,3	4,3	4,6	4,5	7,9	12,2	13,4	14,3	18,1	17,9
Part. bancos EE.UU. (% total)	21,8	23,2	27,2	27,9	27,3	27,4	22,1	21,4	21,7	19,9	20,7
Part. bancos Reino Unido (% total)	8,3	7,5	7,5	7,4	7,4	6,6	7,3	8,3	8,0	8,9	8,9
Part. bancos Japón (% total)	14,6	13,6	9,7	6,6	6,8	6,4	5,2	5,0	4,1	3,7	3,7
ARGENTINA	26,8	30,3	30,8	35,6	38,4	44,8	60,0	62,5	66,9	68,8	64,3
Part. bancos españoles (% total)	4,5	5,2	6,8	5,4	4,6	8,7	21,6	22,1	25,2	27,6	27,5
Part. bancos EE.UU. (% total)	14,1	18,7	31,3	27,7	29,3	29,5	17,3	18,0	16,4	16,2	15,8
Part. bancos Reino Unido (% total)	9,0	6,9	6,2	5,9	6,0	4,8	8,4	9,1	9,6	9,8	9,4
Part. bancos Japón (% total)	20,7	17,3	7,2	4,7	4,4	4,0	2,7	3,2	2,5	2,7	2,7
BRASIL	49,1	51,3	54,3	50,4	57,4	67,9	75,5	70,7	63,6	67,6	69,5
Part. bancos españoles (% total)	0,6	0,6	1,1	2,9	1,8	3,7	4,8	7,3	5,5	8,4	7,2
Part. bancos EE.UU. (% total)	13,8	13,9	17,3	22,6	25,2	27,1	20,6	18,0	22,8	21,1	23,4
Part. bancos Reino Unido (% total)	7,3	6,9	7,1	7,6	7,4	6,7	6,0	9,3	7,2	9,6	9,8
Part. bancos Japón (% total)	21,1	20,4	16,9	8,9	8,4	7,0	6,6	5,9	5,4	4,2	4,6
MÉJICO	55,4	53,8	57,9	64,6	57,3	60,1	61,3	65,6	61,0	63,6	67,6
Part. bancos españoles (% total)	2,6	3,1	5,5	4,3	4,7	6,0	9,5	9,0	9,6	20,4	20,0
Part. bancos EE.UU. (% total)	29,0	31,1	33,2	34,3	31,1	29,0	26,3	27,7	28,2	23,9	24,6
Part. bancos Reino Unido (% total)	8,2	7,9	8,0	7,4	7,8	7,6	9,0	7,8	8,7	9,7	9,2
Part. bancos Japón (% total)	8,6	9,2	6,4	6,3	7,8	8,9	7,6	7,1	4,5	4,0	4,0
CHILE	8,0	9,7	10,1	12,4	13,6	15,2	21,2	23,2	20,7	22,3	21,5
Part. bancos españoles (% total)	7,3	8,5	7,8	10,3	6,8	13,7	17,5	16,6	16,2	21,3	22,7
Part. bancos EE.UU. (% total)	32,4	31,3	32,6	29,7	30,1	27,9	21,8	18,0	18,9	16,5	15,2
Part. bancos Reino Unido (% total)	8,4	5,7	6,5	6,6	6,1	3,8	3,2	4,2	4,4	4,7	5,5
Part. bancos Japón (% total)	15,4	10,5	9,2	7,7	7,2	5,2	5,7	5,3	5,8	5,2	5,4

Fuente: BIS y elaboración propia.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ESPAÑA (1999): *La Unión Monetaria Europea, cuestiones fundamentales*. Banco de España. Madrid.
- BANCO DE ESPAÑA (varios años): *Boletín estadístico de la economía española*. Banco de España. Madrid.
- BANCO CENTRAL EUROPEO (varios años): *Boletín mensual*. ECB. Frankfurt.
- BARRO, R.J. (1995), "Inflation and economic growth", *NBER Working Papers 5326*.
- BARRO, R.J. y GORDON, D.B. (1983) "Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy", *Journal of Monetary Economics*, vol. 12.
- CEPAL (2001): *La inversión extranjera en América Latina y el Caribe*. Naciones Unidas. Chile.
- DE GRAUWE, P. (1997): *The economics of monetary integration*. Oxford University Press. Oxford.
- FERNANDEZ, Y. (2000), "España como inversor en América Latina", *Revista de Análisis de AFI*, número 98.
- FERRÉ, J.M., ed. (2000): *España, un actor destacado en el ámbito internacional*. Fundación para el análisis y los estudios sociales. Madrid.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (varios años): *World Economic Outlook*. IMF Press. Washington.
- MOLINA SÁNCHEZ, L. Y OYARZUN, J. (2000), "Integración comercial y financiera en un contexto Norte-Sur", *Documentos de Trabajo de la Universidad Complutense de Madrid*, número 0050.
- ORGANIZACIÓN PARA LA COOPERACIÓN Y EL DESARROLLO ECONÓMICO (varios años): *International Investment Statistical Yearbook*. París.
- RUESGA, S.M. Y DA SILVA BICHARA, J. (1998), "Inversiones españolas directas en América Latina en los años 90", *Boletín Económico del ICE*, número 2574.