

4.3.

**Mesa Redonda III:
«Mercados Financieros»**

53

**«Inserción y alternativas
de la región en los
mercados financieros»**

53

D. Lucas Hernández Pérez
FINANDUERO

Buenas tardes

Circula aún con profusión en la jerga de los operadores que actúan en los mercados financieros una serie de tópicos, que han quedado totalmente obsoletos. El dicho de que "Cuando Wall Street estornuda, Europa se constipa" es uno de ellos. Este comentario puede extrapolarse ya no sólo a Europa, sino también a España y por supuesto a entidades económicas de ámbito regional y local. El latido de los mercados financieros internacionales tiene una incidencia insospechada e inmediata en los esquemas de los agentes de cualquier sistema económico. En el momento actual, conceptos que hace muy pocos años sólo aparecían en tratados de economía internacional o en prensa especializada, han pasado a formar parte de un lenguaje común y que ya se maneja para explicar acontecimientos y soluciones en nuestro entorno más inmediato.

En este sentido, nos parece muy oportuna la incorporación en este Congreso de una ponencia sobre los mercados financieros, un concepto abstracto y que puede resultar alejado de nuestros intereses más cercanos, pero cuya incidencia es cada vez más próxima e inmediata. Nuestra pertenencia a una Caja de Ahorros con implantación básicamente regional nos permite tener un punto de observación idóneo para obtener la información necesaria sobre los acontecimientos que se van sucediendo en nuestro entorno más próximo. De la misma manera, nos confiere criterio suficiente para hacer una aproximación a la evolución de los mercados financieros. Con este ánimo, nos gustaría trasladar nuestras observaciones e inquietudes acerca del posible impacto que pueden tener en la región los acontecimientos más relevantes que van a incidir en la configuración del escenario económico del próximo milenio: la implantación de la moneda única y la modificación de la estructura del ahorro financiero de las economías familiares.

En pocas semanas, España asistirá como miembro de pleno derecho al estreno mundial de una obra desconocida e irrepetible: **la implantación del euro**. La utilización de una moneda común para los once países que integrarán la Unión Económica y Monetaria, la UEM, será sólo el reflejo de los cambios que traerá su puesta en funcionamiento. En primer lugar, los Estados miembro cederán su política monetaria al Banco Central Europeo, que será quien decida a partir de enero, entre otras cosas, sobre los tipos de interés. Paralelamente, las normas que regulan las transacciones económicas y financieras, así como su tratamiento fiscal, se están armonizando de tal manera que en un futuro no muy lejano serán comunes para los once Estados miembro.

Como consecuencia, en este nuevo entorno las economías nacionales se aproximan en su configuración y su capacidad de influencia a lo que son hoy las economías re-

gionales, de la misma manera que la cesión de soberanía a los órganos de gobierno supranacionales llevará acompañada la pérdida de poder para el ejercicio de la política económica a nivel nacional.

Este trasvase de poderes se extiende también a otros ámbitos del sistema económico y ya está plasmándose, por ejemplo, en los mercados de valores. Las alianzas a las que han llegado las principales bolsas europeas, entre las que se encuentra la española, van encaminadas precisamente a simplificar la creación de un mercado común, con un sistema de liquidación y compensación de operaciones lo más similar posible en todos los países que configuran la UEM. Los principales valores españoles se cotizarán en la gran bolsa paneuropea y en el mercado doméstico, las compañías de menor capitalización. Acuerdos parecidos se han producido también entre diferentes mercados de opciones y futuros.

La adecuación de los sistemas informáticos y de difusión de información en lo que se refiere a la conversión de las pesetas a euros está requiriendo un gran esfuerzo por parte de las entidades. Que todo esté a punto el próximo 4 de enero no es un mero objetivo, sino una exigencia de obligado cumplimiento que estamos seguros se logrará satisfactoriamente.

En todo caso, como consecuencia de este proceso, las economías regionales que hasta la fecha estaban "amparadas" por una economía nacional deberán reforzar su sistema competitivo con entidad propia en un espacio económico más amplio y de mayores capacidades. Deberán instruirse en su capacidad para ser regiones eficientes dentro de una economía global.

El proceso de sustitución del ahorro financiero tradicional que se está operando en el marco de las economías familiares es, a nuestro juicio, uno de los acontecimientos más importantes en la configuración del escenario en el que van a moverse los mercados financieros en los inicios del próximo año.

El principal causante de esta transformación es la profunda reducción de los tipos de interés de los últimos años. El precio oficial del dinero se situaba en el 9,25% a mediados de 1995 y ahora, en el 3,5% y con posibilidades de seguir descendiendo. En este mismo período, las Letras del Tesoro a un año, el producto de inversión más conocido, ha pasado del 10,3% a rendir apenas un 3,3%. El boom de los Fondos de inversión a lo largo de los noventa y el desarrollo del denominado "capitalismo popular" como consecuencia del proceso de privatización de los últimos tres años ha acercado a los particulares al mundo de la inversión. Cansados de unas rentabilidades cada vez más reducidas, acuden a otros activos en los que asumen un mayor grado de riesgo para tratar de sacar más partido a su dinero. Las cifras hablan por sí mismas: una de cada tres familias invierte en bolsa o tiene parte de sus ahorros colocado en Fondos de Inversión.

De hecho, el porcentaje de recursos de las familias dedicado a la inversión respecto a los productos tradicionales de ahorro ha pasado del 24% en los años ochenta al 51% a finales de 1995, lo que supone un crecimiento del 27%. En este mismo período el ratio creció un 21% en Francia (hasta el 58%), un 18% en Estados Unidos (hasta el 65%), un 5% en el Reino Unido (hasta el 70%) y un 4% en Italia (hasta el 52%).

Según la última información de que se dispone, una tercera parte de los recursos de las familias están invertidos en renta variable, porcentaje en el que está contabilizada no sólo la inversión directa sino también la que se realiza a través de los Fondos de Inversión. Este ratio era del 20,5% en 1995 y de tan sólo el 12,2% a finales de 1985. El crecimiento del volumen total de activos financieros en manos de las familias ha crecido especialmente entre 1990 y 1995, prácticamente un cuarenta por ciento. Este proceso se ha producido de forma rapidísima, provocando un cierto desajuste entre la oferta de títulos y la demanda de los inversores. Para solventar esta situación coyuntural, los organismos del mercado están fomentando la salida a bolsa de nuevas empresas, por lo que es probable que en los próximos meses veamos que se incorporan al parque algunas compañías, incluso de nuestra región.

Castilla y León no ha sido una excepción en la tendencia generalizada en todo el territorio nacional: sólo entre 1995 y 1997 el patrimonio de los fondos de inversión en nuestra Comunidad ha crecido un 104%, frente a un alza de apenas el 2% de los depósitos en el mismo período.

Este proceso podría verse alterado a partir del año próximo por las recientes modificaciones en la fiscalidad de los distintos activos financieros. Estos cambios pueden apoyar la recuperación de las tasas de crecimiento de los depósitos bancarios frente a otros instrumentos de ahorro que, aparentemente, reducen su atractivo fiscal para los ahorradores.

En cualquier caso, los bajos tipos de interés con los que vamos a convivir en los próximos meses van a ahondar aún más en un futuro inmediato en el cambio de preferencias de las familias, manteniendo un aumento considerable de la demanda de activos en los mercados financieros y propiciando una reducción sensible de recursos disponibles de los intermediarios financieros para la concesión de créditos bancarios.

Como consecuencia de este proceso asistiremos a una progresiva pérdida de importancia del crédito bancario frente a los instrumentos crediticios negociados en los mercados financieros.

Proceso imparable que se puede acelerar por los efectos de la crisis financiera mundial desatada en los mercados asiáticos, pero que se ha trasladado a todos los mercados internacionales.

La incertidumbre que se cierne sobre el futuro puede dificultar la concesión de nuevas líneas de financiación. Los mercados de capitales han experimentado en las últi-

mas semanas un aumento de la prima de riesgo exigida a empresas financieras e industriales y el temor a que se produzca el denominado "credit crunch" (restricción del crédito) que termine suponiendo un freno a la actividad económica sigue sobre la mesa. De hecho, las sucesivas bajadas de tipos de interés en Estados Unidos responden, al menos parcialmente, al interés de las autoridades monetarias en poner freno al encarecimiento de la financiación y tratar de amortiguar así su impacto en las cifras de crecimiento.

En este contexto, todas las entidades regionales,—administraciones públicas, autonómicas, regionales y locales, así como las empresas— deben ser sensibles a este proceso de cambio en la oferta de crédito. De hecho, la deuda emitida por las Comunidades Autónomas, que a finales de 1997 suponía el 7% del Producto Interior Bruto nacional, ya está reflejando también este proceso de sustitución del crédito bancario por instrumentos negociables en los mercados financieros.

Si en los primeros años de la década de los noventa los préstamos y los créditos representaban más del 70% de la deuda total, al cierre del tercer trimestre de 1998, el 60% del endeudamiento corresponde a deuda pública autonómica negociada en los mercados de valores. El fuerte ascenso de la demanda de los bancos institucionales privados y de fondos de pensiones y de inversión está permitiendo absorber la creciente apelación de las Comunidades Autónomas a los mercados financieros.

La Junta de Castilla y León ha entendido perfectamente este proceso y ha sido pionera en el lanzamiento de productos innovadores, como la reciente emisión de obligaciones segregables realizada en julio del presente año.

En definitiva, el futuro parece estar en esta vía de apelación a los mercados a la que ya se han incorporado de forma activa las Comunidades Autónomas. Y es previsible que busquen financiación en este mercado nuevos prestatarios: las administraciones públicas provinciales y locales, así como las empresas de mejor calificación crediticia.

La estructura del mercado de bonos en Estados Unidos constituye la mejor referencia de los que puede llegar a ser, en un futuro no demasiado lejano, el mercado de bonos de la zona euro.

Europa es, hoy por hoy, el mayor mercado de bonos del mundo, pero presenta diferencias sensibles respecto al estadounidense. Mientras éste último se concentra en emisiones con un componente de riesgo medio-alto, el europeo, y por extensión el español, está muy concentrado en emisores de alta calidad, hasta el punto de que el 67% de las emisiones es AAA y AA, como consecuencia del fuerte peso de la deuda pública del Tesoro y Comunidades Autónomas. En el mercado americano este porcentaje se reduce a un raquítico 9%.

La conclusión es que en el área euro, y por extensión en nuestros mercados, queda un amplio espacio por cubrir que tiene un gran potencial de crecimiento, con la más

que previsible incorporación a este mercado de Ayuntamientos, Diputaciones, Corporaciones y Empresas, instituciones con una apelación mínima a los mercados.

Este proceso se verá reforzado además por la reducción futura de las emisiones de deuda pública debido a los límites impuestos por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, que rebajan sensiblemente las necesidades de financiación del Estado. En paralelo, el proceso de descentralización hacia los Gobiernos autonómicos y locales de la prestación de determinados servicios públicos requerirá un mayor endeudamiento de estas instituciones.

Estamos pues, ante un mercado nuevo y muy atractivo, en un momento en el que cada vez es mayor la dependencia de los mercados financieros de los ahorradores por un lado, y de los prestatarios por otro. Y es en este punto donde adquiere más relevancia la figura de los intermediarios bancarios.

En un escenario como el que se ha descrito, las entidades bancarias deben redefinir su papel como intermediarios financieros con un objetivo primordial: conectar a los ahorradores con los prestatarios. Y desde una perspectiva regional, deben ser las Cajas de Ahorros quienes interpreten y traduzcan estas ideas al ámbito regional, insertando las finanzas locales en un mercado global.

La creciente dependencia de los mercados de ahorradores y prestatarios exige a las Cajas la asunción de nuevas funciones dirigidas a satisfacer las necesidades financieras de sus clientes.

Para conseguir la máxima eficiencia en este nuevo ámbito de actuación, las Cajas han adaptado su estructura organizativa, diseñada en origen para atender básicamente el negocio bancario tradicional, incorporando nuevas plataformas especializadas en la prestación de los nuevos y más complejos servicios financieros, que requieren un asesoramiento más personalizado y profesional que los productos tradicionales.

Nace de esta forma en el ámbito de las Cajas de Ahorros el modelo de Grupo Financiero, que integra las distintas unidades especializadas que proyectan su actividad sobre los mercados.

Sin renunciar a la tradicional vocación regional de las Cajas, el concepto de Grupo Financiero aporta la perspectiva de globalidad que caracteriza la nueva operativa de intermediación dirigida a conectar con los mercados de capitales las necesidades financieras de los clientes de activo y pasivo.

Sirva como ejemplo de los que estamos exponiendo, el Grupo Financiero de Caja Duero, que nace en 1984 con la constitución de una compañía de seguros y otra de leasing y que ha ido completando su configuración actual con una sociedad de valores, una gestora de instituciones de inversión colectiva, una gestora de fondos de pensiones y una sociedad gestora de carteras.

Esta estructura institucional permite a Caja Duero disponer de una amplia oferta de productos y servicios, diseñados y gestionados por la propia Caja y su Grupo, para atender las demandas de nuestros clientes:

- productos de seguros.
- oferta diversificada de fondos de inversión nacionales e internacionales.
- fondos de pensiones.
- intermediación de una amplia gama de activos financieros.
- sistema eficiente de canalización a bolsa de las órdenes de clientes.

En definitiva, una operativa intensa en los mercados financieros, pero al servicio de los clientes de la Caja, en contraposición con la operativa eminentemente especulativa tendente a conseguir beneficios adicionales que complementen un bajo rendimiento procedente del negocio tradicional.

Nosotros proponemos una visión más amplia del negocio clásico de intermediación bancaria, que, como hemos visto, tendrá en el futuro una dependencia creciente de los mercados financieros.

La perspectiva especulativa deja paso a la de servicio a nuestros clientes de activo y de pasivo; consiguiendo, de forma simultánea, unos ingresos estables de su actividad en los mercados, lejos del componente especulativo del negocio de trading, que hace más vulnerable a las entidades financieras en períodos de crisis como los vividos recientemente.

Vemos, pues, que el proceso de globalización nos llega con tantas incógnitas como oportunidades. El cambio de orientación del ahorro y las necesidades de financiación de entidades que hasta ahora no habían apelado a los mercados financieros abren todo un mundo de oportunidades. Aprovecharlas dependerá de la capacidad de todos, ahorradores, prestatarios y entidades bancarias.

Y las Cajas estarán en la primera línea de salida de una carrera tan difícil como apasionante.

Dentro de un mes, once Estados cederán su soberanía política y económica al Banco Central Europeo. En este nuevo marco de globalización, la pregunta es obligada: ¿Cómo se ubica lo regional en lo global? La regionalización de lo que hoy son economías nacionales, el cambio de orientación del ahorro familiar hacia los productos que tienen incidencia directa en los mercados financieros abiertos y la crisis financiera que ha afectado a todos los mercados mundiales obligan a un replanteamiento del papel de los intermediarios bancarios.

En este contexto, todas las instituciones regionales, –Administraciones Públicas autonómicas, regionales y locales– deben ser sensibles a este proceso de cambio en la ofer-

ta de crédito, que va a potenciar como vía de financiación el mercado de bonos, al que también se podrán incorporar instituciones como los Ayuntamientos, las Diputaciones, las Corporaciones y las empresas, que ahora apenas apelan a los mercados. Es este un camino que la Junta de Castilla y León ha entendido perfectamente, con el lanzamiento de productos innovadores como la reciente emisión de obligaciones segregables.

En este escenario las entidades bancarias, y más concretamente las cajas de ahorros, ejercen desde un punto de vista regional un papel primordial: conectar a los inversores con los prestatarios, insertando las finanzas locales en un mercado global. Además, las cajas deben ser capaces de ofrecer a sus clientes una oferta amplia y diversificada de productos y servicios financieros y, por otra parte, apoyar los proyectos regionales a través de tomas de participación directas o a través del crédito.

En conclusión, la globalización que aporta el euro llega con tantas incógnitas como oportunidades para el ámbito regional. Ahorradores, prestatarios y entidades bancarias están en disposición de afrontar el reto con éxito.

**«El impacto del euro
en los mercados
financieros españoles»**

53

D. J. Luis Malo de Molina
DIRECTOR DEL SERVICIO DE ESTUDIOS
BANCO DE ESPAÑA

La Unión Monetaria Europea (UME) es un proyecto de gran alcance político que comporta implicaciones económicas muy profundas y generalizadas. Es, sin duda, el paso de mayor trascendencia en el largo proceso de integración europea porque aborda, por primera vez, la transferencia de soberanía efectiva desde los estados miembros a un órgano de poder supranacional, y lo hace en una parcela tan delicada y tan cargada de simbolismos como lo es la de la política monetaria. En el plano económico significa la desaparición de la última de las barreras que todavía segmenta los mercados nacionales, a través de la existencia de unidades monetarias diferenciadas y cotizaciones potencialmente ajustables.

La creación de la UME implicaría integración de los actuales bancos centrales nacionales en un Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) que actuará como autoridad monetaria única mediante la toma de decisiones centralizadas—, la sustitución de las monedas nacionales por el euro —según el calendario establecido— y el diseño y la ejecución de una política monetaria única en toda el área de los países participantes. Un proyecto de tanta envergadura ha de tener, necesariamente, repercusiones en todos los ámbitos de la actividad económica. La supresión de las fluctuaciones cambiarias en el interior de la zona del euro conduce a una confrontación directa de los costes de producción entre todos los agentes participantes en la zona integrada. La ventaja comparativa de una empresa en sus mercados estas determinada no sólo por las relaciones de costes y la calidad de sus productos sino también por las relaciones tradicionales con la clientela, la proximidad a la misma y la denominación en moneda nacional de los precios de los productos que vende y de los flujos económicos con los que instrumento su actividad. Este último factor permite un cierto grado de opacidad en la comparación entre los costes de producción denominados en las diversas monedas nacionales y ofrece, en determinadas circunstancias, un margen para su adaptación. La supresión de las monedas nacionales eliminará el elemento de fragmentación y segmentación de los mercados que este último factor suministra. Todo ello supondrá una intensificación de la competencia e inducirá importantes reasignaciones de recursos y reestructuraciones en la actividad productiva de numerosos sectores, haciendo más vulnerables las zonas del aparato productivo menos eficientes y dejando al descubierto las distorsiones institucionales o fiscales que pueden subsistir.

Todos estos cambios tendrán sin duda una intensidad especial en el sector financiero, ya que este sector utiliza como principal materia prima el dinero, que es el objeto de la transformación más inmediata, como consecuencia de la Unión Monetaria.

Según el calendario de transición al euro acordado será en los mercados monetarios en donde se hagan más inmediatamente perceptibles los cambios. En principio, se

guirán existiendo los distintos mercados monetarios nacionales; ahora bien, la existencia del futuro sistema de liquidación de grandes pagos europeos (TARGET) debe permitir un arbitraje prácticamente instantáneo entre estos mercados, de manera que podrá hablarse de hecho de un único monetario europeo integrado que será el campo de actuación de la política monetaria única. Si los bancos pueden obtener fondos en cualquiera de los países integrantes de la Unión y la transferencia de esos fondos es suficientemente rápida y barata, las diferencias de precios entre unos y otros mercados monetarios nacionales tenderán a ser insignificantes, aunque en los tramos más largos podrán subsistir pequeñas diferencias que reflejaran valoraciones diferentes del riesgo de crédito. Las grandes economías de escala que se generan en los sistemas de pagos determinan que sea posible alcanzar aumentos en la eficiencia por la vía de la concentración, de manera que en la UME existirán fuerzas muy poderosas en favor de la centralización de los mercados monetarios. Si esto es así, la mayor parte de las grandes entidades nacionales perderán el papel preponderante que desempeñan en sus mercados domésticos para desenvolverse en otro global donde la concurrencia será mucho mayor. También parece altamente probable que determinadas entidades que en la actualidad operan simultáneamente en varios mercados monetarios europeos tiendan a centralizar sus operaciones de tesorería en una sola localización. Es de esperar que los mercados monetarios más grandes sean los que tengan mayor capacidad de atracción de negocio en este proceso.

No obstante, el diferente grado de eficiencia en el funcionamiento de los distintos mercados interbancarios puede desempeñar un papel también muy relevante. Es previsible, a este respecto, que se produzcan desplazamientos que hagan perder importancia a algunos mercados monetarios nacionales en favor de otros, debido a la existencia de diferencias en la eficiencia, la seguridad y el coste entre los distintos sistemas nacionales de pagos. Como consecuencia de esta competencia, los bancos podrán contar, en el futuro contexto que la Unión Europea, con que estos sistemas de pagos van a mantener elevados estándares de calidad y precios reducidos, ya que los gestores –privados o públicos– intentarán evitar la pérdida de negocio.

Frente a las fuerzas centralizadoras a medio plazo de los mercados monetarios europeos, existirán factores en el corto plazo que retardarán dicho proceso. Junto a la descentralización con la que se ejecutará la política monetaria única, cabe referirse a la importancia que tiene el conocimiento de la contrapartida en la realización de operaciones interbancarias, ya que en estas operaciones se incurre en riesgos significativos, al tratarse, en general, en operaciones no colateralizadas. Ante la atomización de los sistemas financieros y las dificultades para conocer con precisión la situación financiera de otras entidades, cabe esperar que en el mercado del euro, en el que se estima que podrían operar hasta unas 10.000 entidades, las operaciones interbancarias se casen primordialmente entre entidades localizadas en un mismo mercado nacional. Ello no excluye que un conjunto de grandes bancos comerciales europeos puedan realizar el grueso de las operaciones de

arbitraje entre los distintos segmentos nacionales del mercado del euro, constituyéndose, de hecho, en el núcleo del futuro mercado integrado monetario europeo.

Respecto al sistema bancario español, la introducción de la moneda única debe de representar una reducción del nivel de los tipos negociados en el interbancario, de magnitud mayor que la que pueden experimentar otras posibles fuentes de financiación bancaria –depósitos, particularmente–. Esta influencia reforzará las tendencias impulsoras de una disminución de los márgenes bancarios en el área del euro, y favorecerá particularmente a las entidades que se apoyan, para su financiación, en el mercado interbancario, en perjuicio de las que son oferentes de recursos en dicho mercado. Así, los bancos extranjeros operantes en España, entre otros, se verán beneficiados frente a la mayor parte de las cajas de ahorros, ya que podrán reducir el coste de sus créditos en mayor medida, lo que, a su vez, podrá impulsar un aumento de su inversión crediticia.

En términos generales, la actividad interbancaria tenderá a desplazarse hacia aquellos lugares donde sea más barata y eficiente. Aspectos tales como la disponibilidad de colaterales de calidad para operaciones repo, la flexibilidad y precio de los servicios de liquidación y la eficacia de los market makers y otros intermediarios serán muy importantes. Con todo, la intensidad y la velocidad con la que el mercado interbancario se concentre dependerán de los costes que tenga la movilización de fondos a través del sistema TARGET, y se verán, en cierta forma, limitados por la ejecución descentralizada de la política monetaria, que mantendrá una vinculación de los bancos con la plaza donde residen. También serán muy relevantes las decisiones que se tomen en el futuro acerca del acceso remoto –es decir, la posibilidad de que un banco opere con el banco central de un país donde no dispone de sucursal–. Esta posibilidad, cuya preparación, por el momento, se ha pospuesto, significaría, sin duda, un estímulo adicional a la concentración de la actividad interbancaria.

En estas condiciones, la capacidad de las entidades residentes en España para mantener una cuota significativa de actividad interbancaria en su plaza, con los beneficios colaterales que ello representa, en términos de su posición en los mercados de otros productos financieros, dependerá, entre otros elementos, de la eficiencia de los sistemas de liquidación en los que se apoyen, eficiencia que, a su vez, está vinculada al propio volumen de los mercados, habida cuenta de la existencia de importantes economías de escala. En este sentido, España se encuentra en un punto de partida favorable, en relación con otros países candidatos a formar parte de la UME, ya que dispone del STMD, que es un eficaz sistema bruto de liquidación, que ha permitido que ya esté en pleno funcionamiento el segmento nacional del TARGET y que hayan empezado las pruebas para comprobar los mecanismos de interconexión, de manera que estén operativos antes de fin de año. Por otra parte, una comparación internacional de algunas medidas de amplitud y de profundidad de los sistemas de liquidación de valores y de transferencias interbancarias existentes en la Unión Europea indica que España es uno de los países en los que se registra un mayor número y volumen de transacciones y en el que la profundidad de los sis-

temas alcanza un valor más elevado. Los mercados españoles de deuda pública, que suponen en apoyo importante a la actividad del mercado interbancario, figuran, también, entre los más eficientes de Europa. Con todo, es probable que las tendencias hacia una mayor concentración de las operaciones en las plazas más importantes acaben prevaleciendo, pero ello requerirá un plazo relativamente prolongado, ya que, por otra parte, durante algunos años, el escaso conocimiento mutuo entre los participantes en este mercado seguirá favoreciendo la actividad de los mercados nacionales preexistentes.

Los mercados de deuda presentan ciertos rasgos comunes con los monetarios. La desaparición de las monedas nacionales representa un gran estímulo a la homogeneización de los valores emitidos en cualquier país de la Unión Europea: una vez desaparecido el riesgo de tipo de cambio, los riesgos de crédito y de liquidez justificarán tan solo diferencias muy pequeñas –y relativamente constantes– entre los precios de unos valores y otros, a lo largo de toda la curva de rendimientos. En estas condiciones, la eficiencia, profundidad y liquidez de los diferentes mercados determinarán la localización del negocio. La tendencia a la concentración de los mercados monetarios propenderá a contagiarse a los de deuda, entre otros motivos porque muchas de las transacciones interbancarias toman la forma de repos o simultáneas con deuda.

Sin embargo, ello no debe ser obstáculo para que mercados locales que sean suficientemente eficientes puedan mantener cifras elevadas de negociación. A su vez, eso mismo puede ayudar a preservar la actividad local de los mercados monetarios. En este aspecto, el mercado español de deuda presenta buenas perspectivas, dado el eficaz funcionamiento que ha venido mostrando en el pasado reciente

Con todo, y frente a la situación actual, en la que los mercados de valores públicos representan, en casi todos los países europeos, el segmento más importante y activo de los mercados de valores, la UME provocará un declive gradual de su hegemonía, si se cumplen los propósitos y los acuerdos alcanzados en materia de consolidación presupuestaria. En ese caso, el saldo de la deuda pública tenderá a estabilizarse en niveles inferiores a los actuales –en términos relativos al PIB–, y ello reducirá el peso de las transacciones con estos instrumentos en la cuenta de resultados de las entidades

Por lo que respecta a las entidades españolas, la entrada en el mercado europeo de valores públicos de un gran número de participantes procedentes de varios países va a favorecer la competencia, reduciendo los costes de intermediación y liquidación –fundamentalmente las comisiones–. Por otro lado, las entidades bancarias nacionales podrán seguir disponiendo de una mayor facilidad para el recurso a la deuda emitida por sus respectivos gobiernos. Al mismo tiempo, la amplia red de oficinas continuará proporcionándoles un cómodo acceso a una amplia base de ahorradores, que les permitirá mantener ciertas ventajas competitivas frente a los intermediarios bancarios de otros países de la UME. De este modo, parece que las entidades nacionales podrían mantener una cuo-

ta significativa en la distribución de deuda pública nacional, si bien esta actividad tenderá a resultar menos remuneradora.

En contraste con estos desarrollos, los mercados europeos de valores privados –de renta fija y variable– experimentarán, previsiblemente, un auge notable, por diferentes motivos. A corto plazo, se verán fuertemente estimulados por los programas de privatización que acompañan a las estrategias de consolidación fiscal y liberalización económica de los países participantes en la Unión Monetaria. También puede tener un cierto impacto el hecho de que el SEBC aceptará, como colateral en sus operaciones de crédito –al igual que el TARGET para el crédito intradía–, valores privados con características adecuadas de liquidez y riesgo. A medio y largo plazo, un escenario de menor ritmo de emisiones de deuda pública, tipos de interés reducidos y expansión de la inversión institucional, así como de fuerte demanda exterior de activos en euros, debe de sostener este auge. Este segmento es, pues, el que ofrece perspectivas más prometedoras para las entidades españolas, por su potencial de crecimiento y la posibilidad de mantener una cuota significativa de mercado.

En efecto, aunque los mercados de capitales, en general, experimentarán un aumento de la concurrencia, reforzada por la transposición a las legislaciones nacionales de la Directiva de Servicios de Inversión (DSI), y aunque puede preverse una cierta tendencia a la concentración –las operaciones de las mayores empresas tenderán a llevarse a cabo en los grandes centros financieros–, en la mayor parte de los casos, los bancos mantendrán fuertes vínculos históricos de acceso al cliente y una mejor posición para evaluar riesgos específicos. Por otra parte, existe un gran potencial en las operaciones de titulación, habida cuenta de la fuerte demanda esperada de este tipo de valores. Con todo, la capacidad de las entidades españolas para sostener cuotas importantes en este segmento del negocio debe ser apoyada por un mercado secundario eficaz. Aunque nuestros mercados tienen rasgos satisfactorios –comisiones reducidas y sistemas de liquidación competitivos–, es claro que en otros aspectos tienen que mejorar todavía, sobre todo en reducir la actual fragmentación del mercado (Bolsas, AIAF), que es un obstáculo para alcanzar la máxima competitividad.

La tendencia hacia la concentración será, con toda probabilidad, más acusada en los mercados de derivados. Desaparecerán los contratos que existen sobre tipos de interés y tipo de cambio de las divisas nacionales, que serán sustituidos por derivados similares sobre el euro y, además, es previsible que los derivados sobre la deuda de cada país vayan siendo también sustituidos por un único contrato sobre una deuda de referencia –los títulos de los países con mayor grado de solvencia–. No obstante, si la volatilidad del diferencial de la deuda de un determinado país con respecto a los títulos benchmark fuera más elevada, existirían mayores incentivos para que se continúen realizando contratos de futuros sobre la deuda emitida por ese país. Si las volatilidades fueran menores, podría bastar con que se negociara un conjunto de contratos derivados con los que cubrir el diferencial de rentabilidad. Si la introducción del euro desemboca en un es-

cenario en el que solo exista un derivado europeo que tome como referencia los títulos de los países con mejor rating y contratos sobre los distintos diferenciales, es previsible que se produzca una fuerte concentración de operaciones en los mercados más grandes, debido a las fuertes economías de escala que se dan en estos mercados. De esta manera, en los mercados de menor rango, podrían subsistir algunos contratos sobre índices bursátiles u otros subyacentes de características peculiares (commodities, etc.), así como los contratos sobre diferenciales de deuda, siempre que estos alcancen el volumen crítico suficiente para llegar a conformar un mercado organizado. No obstante, otros factores, como el uso de tecnologías de cotización avanzadas o la eficacia de los sistemas de liquidación, pueden propiciar que algunos mercados periféricos mantengan un cierto volumen de operaciones, al menos durante algunos años.

Por último, la tendencia hacia la concentración se manifestará, seguramente, de forma clara e inmediata en los mercados de divisas, donde los grandes bancos internacionales adquirirán una posición dominante. La competencia impulsará una disminución de las ya reducidas comisiones y spreads, a lo que podría sumarse un descenso de los ingresos por la toma de posiciones especulativas, en un contexto de flotación del euro frente al dólar y al yen. Este impacto negativo podría verse parcialmente compensado por una tendencia al aumento de la contratación del euro, al convertirse esta moneda en una de las de mayor uso en transacciones internacionales, y por el crecimiento del negocio con monedas de los países emergentes. En este campo, las entidades bancarias españolas pueden tener ventajas comparativas para captar un volumen importante del negocio con divisas de países latinoamericanos.

No obstante, a la hora de valorar la influencia de los cambios previsibles en los mercados financieros sobre el sistema bancario, conviene distinguir entre los diversos grupos de entidades. En el área de banca mayorista, la Unión Monetaria contribuirá a acelerar los cambios que han venido teniendo lugar en los últimos años en España y otros países europeos. De este modo, es probable que la globalización de los mercados financieros europeos, así como el previsible incremento de los volúmenes negociados en los mercados de valores privados –como consecuencia de la disminución de los déficit públicos y la utilización del papel privado como colateral en operaciones de política monetaria–, fomenten aún más los procesos de desintermediación por parte de las empresas no financieras, con lo que disminuiría la importancia del crédito bancario concedido a este sector. Por otra parte, es probable que las entidades bancarias de mayor dimensión radicadas en los mercados más importantes tiendan a ganar cuota en el conjunto del área, favoreciendo el aumento de la concentración a la que me vengo refiriendo.

El segmento minorista será, probablemente, el menos afectado por la introducción del euro, al menos en un primer momento, debido a la persistencia de ciertas barreras de entrada a la competencia exterior. Cabe destacar, en este sentido, la importancia que seguirá teniendo la disponibilidad de una red amplia de oficinas y el conocimiento directo de

la clientela, así como el hecho de que la escasa armonización de los sistemas de pagos minoristas dificultará la rápida integración de este segmento de mercado a nivel europeo.

Sin perjuicio de lo anterior, no hay que descartar sin embargo que tengan lugar algunos cambios relevantes en el negocio minorista. Así, las posibles estrategias defensivas de las entidades españolas y de otros países contribuirán a incrementar la competencia, como ya ha ocurrido en los últimos años. A su vez, la introducción del euro, al eliminar el riesgo de cambio, facilitará una mayor competencia entre las entidades europeas en los segmentos del mercado más fácilmente accesibles, como algunos productos de pasivo o ciertas operaciones de crédito, como los préstamos hipotecarios. En este sentido, no hay que olvidar que la Unión Monetaria hará posible la financiación de operaciones en el mercado español con pasivos baratos obtenidos en los países de origen de las entidades competidoras, por lo que no sería necesario, como lo es en la actualidad, establecer una red de oficinas para la captación de pasivos en pesetas.

Si bien es cierto que muchos de los cambios mencionados en el negocio bancario al por menor ya están teniendo lugar, en menor o mayor medida, en la actualidad, en un futuro más lejano, la generalización de la oferta de productos minoristas a través de nuevos canales de distribución basados en la aplicación de nuevas tecnologías, junto al desarrollo de sistemas de pagos minoristas transnacionales rápidos y eficaces, pueden provocar un cambio sustancial en las condiciones de negocio de este sector. En este nuevo contexto, la oficina podrá perder importancia como centro de distribución, con lo que se podría debilitar la posición de las entidades que se basan en una amplia red de oficinas.

Además de los factores a los que acabo de referirme, otra de las consecuencias principales de la entrada en vigor de la Unión Monetaria será la necesidad de incurrir en algunos gastos extraordinarios, derivados del necesario proceso de adaptación de la operativa de las entidades bancarias al euro, que, lógicamente, vendrá condicionado por la evolución de la demanda de servicios en euros por parte de la clientela. No obstante, es de prever que la competencia obligue a las entidades a ofrecer una amplia gama de servicios en euros de manera relativamente rápida, si no quieren arriesgarse a perder cuota de mercado. Además, decisiones como el paso al euro de la operativa en los mercados de capitales o la reforma de los sistemas de pagos para aceptar transferencias de fondos, tanto en la unidad monetaria nacional como en euros, serán factores adicionales que podrían conducir a las entidades bancarias a una rápida adaptación al euro, con los costes que ello conlleva.

En este sentido, el modelo de transición al euro apunta hacia una rápida adaptación de todos los sistemas operativos para ofrecer, desde un primer momento, una amplia gama de operaciones, tanto en pesetas como en euros. Ello obligará a la modificación de numerosos procedimientos y sistemas, lo que exigirá un considerable esfuerzo, que será particularmente importante en lo que se refiere a la adaptación de los sistemas informáticos para adecuar los sistemas de pagos a la nueva situación. En este proceso,

resulta de vital importancia diseñar con la suficiente antelación los planes estratégicos adecuados, con objeto de situarse en condiciones favorables para aprovechar en el futuro las oportunidades de negocio que, sin duda, traerá consigo la Unión Monetaria.

A este respecto, como ya se ha dicho reiteradamente, las entidades deberán continuar con los esfuerzos de reducción de los costes operativos que han llevado a cabo en los últimos años, mediante la implantación de sistemas que permitan valorar mejor la rentabilidad de las diferentes líneas de productos y, de este modo, identificar aquellas con menores márgenes. También será necesario proseguir los esfuerzos de racionalización de la red de oficinas, redimensionando la misma si ello era necesario.

Por otra parte, será también necesario establecer planes estratégicos para adaptarse a un espacio financiero único, cuyo ámbito geográfico y número de participantes rebasarán en mucho los de los actuales mercados nacionales. Las entidades deberán delimitar los países y los segmentos del negocio en los que desean estar presentes.

Es importante resaltar que, el progresivo desarrollo del mercado único europeo abrirá amplias oportunidades de negocio a las entidades y mercados que hayan sabido posicionarse adecuadamente, lo que posibilitará la obtención de beneficios que compensen con creces los gastos y las disminuciones de ingresos que puedan registrarse como resultado del proceso de adaptación a la Unión Monetaria y de la desaparición de algunas líneas de negocio.

No debe olvidarse que el proceso de integración europea puede contribuir a potenciar el negocio bancario en diversas áreas. La disminución de los precios de las operaciones financieras, como consecuencia de la minoración de tipos de interés y comisiones y del previsible aumento de la actividad económica contribuirán a fomentar el crecimiento de la actividad financiera, por lo que habrá un mayor volumen de negocio a repartir entre los distintos intermediarios financieros. Además, la consolidación de una situación de mayor estabilidad de precios es previsible que aumente el ahorro de las familias, brindando una nuevas oportunidades de negocio a los intermediarios financieros. Por todas estas razones, la Unión Monetaria suministrará al conjunto de entidades financieras nuevas oportunidades de negocio que compensarán sobradamente los costes de adaptación al euro. Las entidades más beneficiadas serán las que demuestren una mayor capacidad de adaptación a las nuevas condiciones. Cabe esperar que las entidades financieras españolas estén entre las que sepan aprovechar las nuevas oportunidades de negocio que brinda el entorno de un mercado financiero único, aunque para ello resulta imprescindible que asuman con diligencia y anticipación los inevitables trabajos preparatorios y los necesarios procesos de adaptación.