

EL SISTEMA FINANCIERO Y LA INTEGRACION EUROPEA

Fernando GUTIERREZ JUNQUERA

La producción y oferta de servicios financieros, y especialmente el sector bancario, han presentado, en todos los países, niveles de regulación y protección superiores a los vigentes en la producción de bienes, lo que ha permitido a los bancos operar en condiciones de competencia limitada. No significa esto que los beneficios del sector hayan sido siempre altos, dado que la regulación también implica costes importantes. Pero la disminución de la competencia necesariamente ha generado beneficios extraordinarios; tales beneficios, según los momentos y los países, han tendido a repartirse entre distintos agentes: a veces, los propios bancos; otras veces, las administraciones públicas, a través de coeficientes o de la menor competencia que para las colocaciones de valores representaban unos depósitos sometidos a límites en cuanto a su remuneración; finalmente, otros beneficiarios tradicionales han sido los prestatarios privados, por los mismos motivos anteriores, o porque el coste del crédito era inferior al que hubiera determinado un sistema en el que el ahorro de los depositantes se remunerara a precios de mercado. Con todo, este alto grado de regulación ha tendido a disminuir la variabilidad de los resultados, y a reducir los incentivos para la innovación y la reducción de costes operativos de las entidades.

A partir de los últimos años sesenta y primeros setenta, todos los sistemas financieros de los países desarrollados han experimentado un intenso proceso de desregulación y de aumento gradual de la competencia. Este proceso, en la mayor parte de los países, ha dado lugar a un ajuste de las entidades que, en ocasiones, se ha saldado, si la coyuntura económica no era excepcionalmente favorable, con episodios de crisis bancarias más o menos graves y generalizados.

En el caso español, las características principales de este proceso de desregulación y liberalización del sistema financiero han sido cuatro: en primer lugar, un cierto retraso con respecto a lo ocurrido en otros países; en segundo lugar, el inicio del proceso fue casi simultáneo a una profunda

crisis económica, a la que luego sucedió una recuperación muy intensa y prolongada; en tercer lugar, y en buena parte a causa de los problemas que la confluencia de liberalización y crisis económica provocó en muchas entidades, ha sido un proceso largo y condicionado por la necesidad de salvaguardar la solvencia de entidades; finalmente, la conveniencia de abaratar la financiación del déficit público ha determinado también la regulación financiera durante este período.

En consecuencia, la liberalización de precios de los productos de activo fue, en general, bastante anterior a la de los pasivos. Ello permitió que las entidades mantuvieran en su balance un elevado volumen de activos de rentabilidad inferior a la de mercado (activos de caja, valores públicos y, con anterioridad, valores privados) sin merma de sus resultados y solvencia.

Durante este largo proceso, se ha generado un aumento muy gradual de la competencia, que ha sido más acusado en unos segmentos del negocio bancario que en otros. Los factores de fomento de la competencia vinieron, en primera instancia, de fuera del sistema bancario nacional: el establecimiento de entidades bancarias extranjeras y el desarrollo de los mercados de valores. Ello, junto con el crecimiento de los mercados interbancarios y el desmantelamiento gradual de los controles de capitales, generaron un mayor aumento de la competencia en el mercado al por mayor.

En cambio, los segmentos de negocio al por menor permanecieron relativamente ajenos a este proceso. No es que a lo largo de este período no hayan existido factores de aumento de competencia. Entre ellos se puede señalar el desarrollo de los mercados de deuda pública, que podría haber inducido una elevación del coste del pasivo bancario, y también la libertad de expansión geográfica de los bancos y, especialmente, de las cajas de ahorros.

No obstante, la tardía liberalización de los tipos de interés de las cuentas a la vista y la acertada

estrategia de las entidades bancarias, que se convirtieron en los principales agentes distribuidores de deuda pública, así como la más lenta difusión de las innovaciones entre la clientela del pasivo al por menor, han reducido el efecto de estos factores sobre los tipos de interés pagados por las entidades bancarias.

Todos estos factores, junto con una coyuntura económica favorable que ha estimulado la demanda de financiación y aumentado la calidad del crédito, han conducido a un aumento sustancial de los beneficios en la última parte de los años ochenta que, en términos de porcentaje sobre el balance medio, han duplicado los niveles de mediados de los años ochenta, para situarse por encima del 1,5 por 100 (aproximadamente, tres veces más que la media de la CE).

Solamente en el último período —a partir de 1990— se ha podido advertir una moderación de esta tendencia: el margen de intermediación tiende a descender y el beneficio a estancarse —siempre en términos relativos al balance medio— como consecuencia del aumento de los costes del pasivo y de los saneamientos. A su vez, estas son las manifestaciones del aumento de la competencia por el pasivo bancario a partir de 1989, tras la liberalización de los tipos de interés de las cuentas corrientes, y del deterioro de la situación económica.

Esta elevada rentabilidad de la banca, así como otros condicionantes estratégicos derivados de la progresiva integración española en Europa, han propiciado un considerable aumento de la penetración extranjera en el negocio bancario en España. La inversión extranjera en el sector de instituciones financieras ha pasado del 1,2 por 100 del PIB en 1985 al 2,1 por 100 en 1991. Mientras que en 1981-1985 representaba el 15 por 100 del flujo total de inversiones directas, en el período 1986-1990, con un volumen total de inversiones directas mucho mayor, ha pasado a ser cerca de un tercio del total. Junto con la inversión directa, la adquisición de participaciones minoritarias en bancos españoles ha sido, también, muy importante, aunque ha registrado una mayor variabilidad a lo largo de los últimos años.

La contrapartida de este proceso ha sido un importante incremento en el número de bancos extranjeros o bajo control extranjero: éstos alcanzaban la cifra de 50 en 1986 y 67 en 1991. Ello se ha traducido en una cierta ampliación del volumen relativo de actividad de estas instituciones. Así, su participación en el negocio de activo ha pasado del 14 por 100 en 1986 al 19 por 100 en 1991. Su participación en la financiación de clientes ha as-

cendido, en el mismo período, del 6 a algo más del 10 por 100.

Esta mayor presencia extranjera en el sector bancario no ha modificado hasta ahora, de manera sustancial, el tipo de actividad desarrollado por la banca extranjera en España. En parte, ello ha estado determinado por las limitaciones en cuanto a sus operaciones de pasivo y al establecimiento de agencias, parcialmente en vigor hasta finales de este año. Así, las cuotas de participación de la banca extranjera en el mercado de depósitos de clientes continúan siendo muy reducidas —entre el 7 y el 8 por 100— y, por consiguiente, el recurso al mercado interbancario como vía de obtención de recursos continúa siendo predominante: algo más del 50 por 100 de los pasivos totales.

Este importante proceso inversor por parte de no residentes podría, en buena parte, explicarse por la elevada rentabilidad reciente del sector bancario. Las entidades extranjeras podrían haber intentado aprovechar la fase de beneficios inusualmente altos de un proceso de liberalización que ha tenido muy en cuenta, en su desarrollo, el fortalecimiento de las entidades. De esta forma, el tránsito desde un sistema protegido y de elevados márgenes hacia uno más competitivo podría dar lugar, durante la fase de descenso de los precios de los servicios financieros, a la realización de ganancias extraordinarias.

Sin embargo, la rentabilidad obtenida por las filiales y las sucursales de bancos extranjeros en España ha sido, por término medio, considerablemente inferior a la obtenida por bancos españoles. Ello muestra que el acceso a niveles de rentabilidad similares a los de la banca española ha tenido, salvo casos contados, enormes dificultades que, probablemente, derivan de la especialización de la banca extranjera en el negocio de la banca al por mayor, segmento considerablemente más competitivo que el de la banca al por menor.

La pregunta clave es, entonces, por qué los bancos extranjeros —muchas de cuyas matrices son, en sus países de origen, grandes bancos comerciales o universales— no se han introducido en los segmentos más rentables del mercado bancario.

Buena parte de los bancos extranjeros, que han entrado en España a través del establecimiento de filiales y sucursales, se han visto sujetos a restricciones regulatorias que los han obligado a orientarse a la banca al por mayor. En estas operaciones, la banca extranjera consiguió ocupar un lugar importante, aprovechando su mayor flexibilidad y capacidad de innovación. Sin embargo, la reacción de la banca nacional, apoyada en el rentable negocio al por menor, ha tenido cierto éxito: algunos

datos disponibles muestran que, en 1986, un 19 por 100 de las empresas españolas mantenían su relación bancaria más importante con un banco extranjero y un 39 por 100 mantenía una relación importante o no marginal. En 1990, estas cifras se habían reducido al 14 y al 34 por 100, respectivamente.

Otros bancos extranjeros se han establecido en España a través de la compra de bancos españoles, mayoritariamente bancos en crisis adquiridos al Fondo de Garantía de Depósitos. Estos bancos, lejos de tener legalmente limitada su capacidad operativa, tenían redes comerciales de alguna extensión y ciertas ventajas comparativas: exención de coeficientes, préstamos del Banco de España, etcétera. Sin embargo, en muchos de estos casos, en los que la dedicación natural de estos bancos era la banca al por menor, los bancos extranjeros han conseguido niveles medios de rentabilidad similares a los de la banca nacional.

De hecho, la banca al por menor ha resultado, hasta el presente, bastante impermeable a la penetración extranjera, a pesar del esfuerzo competitivo que estos bancos han hecho y que, a la postre, se ha traducido en un volumen menor de beneficios.

En resumen, la primera fase del largo proceso de liberalización se ha saldado de forma favorable para los grupos financieros nacionales. Estos mantienen márgenes de rentabilidad elevados, no han visto su posición significativamente erosionada por la banca extranjera, ocupan una posición dominante en la distribución y negociación de valores —públicos y privados—, así como en el campo de las financieras especializadas, y, en términos generales, tienen una posición mucho más sólida, en cuanto a solvencia. Ello se ha debido a la forma en la que la liberalización se ha producido, a la favorable coyuntura económica a partir de 1986 y a una estrategia de las entidades que les ha permitido ampliar el ámbito de su negocio y diversificar su oferta de productos pasivos, limitando el fenómeno de «contagio». Con todo, este proceso se ha hecho notar en forma de un incremento considerable de la competencia —con un aumento sensible del coste medio del pasivo y una tendencia reciente hacia la disminución de los márgenes— y de una aproximación de las características fundamentales del sistema financiero español a las de otros países.

A partir de 1993 se va a dar un nuevo paso importante en el proceso de integración europea de las entidades bancarias. De acuerdo con la Segunda Directiva Bancaria y la Directiva de Servicios de Inversión, existirá libertad completa de establecimiento y de oferta de servicios financieros en todo

el ámbito comunitario, en lo que ha dado en llamarse el mercado único de servicios financieros. Esto significa, principalmente, que las entidades bancarias europeas —y, por tanto, las españolas— van a enfrentarse a un enorme engrandecimiento de su mercado potencial, derivado de la posibilidad de competir con libertad en los hasta ahora más o menos cerrados mercados domésticos. Esta expansión del mercado será efectiva solamente para los bancos mayores, pero los pequeños también pueden verse afectados por la entrada de nuevos concurrentes en su área de actividad y, también, por la posibilidad de que la introducción en los mercados nacionales de bancos extranjeros se produzca a través de la adquisición de bancos menores.

En el futuro próximo, por tanto, puede producirse un aumento de la penetración de nuestro mercado bancario por parte de entidades de capital extranjero establecidas en España, que ya no tendrán ninguna limitación operativa, o también a través de la oferta de servicios financieros desde fuera de nuestras fronteras.

En los últimos años, con el proceso de apertura al exterior de la economía española, ya se ha producido un importante aumento de la oferta transnacional de servicios financieros. Según datos del Eurostat, las exportaciones e importaciones españolas de servicios financieros —medidas como comisiones más plusvalías— crecieron entre 1984-1988 a una tasa anual acumulativa del 22 por 100, aunque manteniendo todavía un nivel absoluto modesto. Este crecimiento, al igual que la actividad bancaria en el mercado doméstico de los bancos extranjeros, se ha centrado en operaciones de *corporate finance*, valores y grandes préstamos, y créditos a empresas. En contrapartida, los intentos que se han realizado, por parte de intermediarios financieros no establecidos en España, de ofrecer servicios a particulares —principalmente préstamos hipotecarios y algunos tipos de seguros— no han tenido, hasta el momento, un éxito significativo.

La configuración que tome el mercado único de servicios financieros será, sin duda, una mezcla entre un proceso de inversión, de cara al establecimiento en los mercados nacionales, y un aumento de la oferta de servicios financieros desde fuera de las fronteras nacionales. La aproximación progresiva del tipo de servicios e instrumentos ofrecidos y de las reglamentaciones correspondientes, en un contexto de plena movilidad de capitales, puede aumentar la importancia relativa de este tipo de transacciones. Sin embargo, particularmente en el segmento de banca al por menor, es de esperar que durante bastante tiempo se mantengan mu-

chas de las características específicas de los mercados nacionales y la necesidad de mantener cierta diferenciación de los servicios ofrecidos, lo que requiere la proximidad entre la producción y el consumo de éstos. De esta forma, y durante los próximos años, la presencia activa de los mercados nacionales será básica para mantener una cuota de mercado de cierta significación; ello tiende a avalar que, al menos por lo que se refiere a la banca minorista, la pervivencia de los intermediarios nacionales o establecidos en el propio mercado esté asegurada.

En los primeros años del mercado único tenderán a disminuir las barreras institucionales y las establecidas por las diferencias de hábitos, pero se debe tener en cuenta que persistirán segmentaciones muy importantes, derivadas de la presencia de cierto grado de riesgo cambiario y de la posibilidad de aplicar políticas monetarias hasta cierto punto diferenciadas en los distintos países europeos.

La existencia de estas segmentaciones explica que el paso a la unión monetaria pueda representar un gran impulso en el proceso de integración de los mercados financieros nacionales, que reforzará el impacto sobre éstos de la liberalización de los movimientos de capital y del mercado único de servicios financieros. La unión monetaria haría, en la práctica, irreversible la culminación del proceso indicado y, en consecuencia, introduce un grado mucho mayor de certidumbre. Por otra parte, la sustitución de las monedas existentes por una moneda europea, y la correspondiente sustitución de las políticas monetarias nacionales por una sola, representa la desaparición del riesgo de cambio en las transacciones entre los países comunitarios y el establecimiento —salvo las rigideces que persistan en los mercados— de un precio único para los activos de igual riesgo y liquidez.

La mayor competencia en el ámbito europeo tenderá a homogeneizar las estructuras de los sistemas financieros; de entre los dos modelos principales existentes —el modelo continental tradicional, con un predominio de la banca universal, y el modelo anglosajón, caracterizado por una mayor importancia de los mercados de valores y de los intermediarios que en ellos operan— no puede afirmarse el predominio futuro de ninguno de ellos. En los países continentales, tenderá a incrementarse la importancia de los mercados de valores, pero en los países con un modelo de tipo anglosajón tenderá a producirse la tendencia contraria, dado que la competencia obligará a un aprovechamiento máximo de las ventajas que ofrecen ambos modelos.

Al propio tiempo, los distintos tipos de activida-

des financieras —banca, seguros, valores, financiaciones especializadas— tenderán a una interconexión mucho mayor. Ello puede ocurrir bien por la expansión del ámbito de la actividad de las entidades bancarias, o bien por la formación de conglomerados financieros que, a través de diferentes subsidiarias, estén presentes en todos los segmentos del negocio financiero. Estos grupos diversificados coexistirán, sin duda, con entidades especializadas que ofrezcan un servicio altamente cualificado a un mercado local o a una actividad determinada.

Por lo que se refiere a los mercados de valores, el establecimiento de una moneda única tiene una enorme importancia para las decisiones de cartera dentro de Europa. Por un lado, para los mercados de deuda, tendrá una consideración mucho mayor el riesgo de crédito, especialmente en los casos de riesgo soberano. La ausencia de una política monetaria autónoma, así como el cumplimiento de la cláusula de *no-bail-out*, suponen que existirá la posibilidad de que un país europeo deje de hacer frente a sus compromisos como deudor. En cuanto a los valores privados, en las decisiones de inversión no serán relevantes la moneda o las políticas macroeconómicas del país en que se invierta, sino, únicamente, la solvencia y el beneficio esperado de las empresas.

En la unión monetaria, se reducirá la inversión que se realiza en los distintos mercados europeos por razón de la diversificación del riesgo cambiario entre ellos. Ello no significa, sin embargo, que el volumen de recursos canalizados hacia los mercados europeos sea, en conjunto, menor. Por el contrario, tenderá a aumentar el atractivo de la inversión en Europa, considerando la mayor integración de los mercados y las mejoras que ello introduce en cuanto a flexibilidad, disponibilidad de la información y eficacia operativa.

Una cuestión que ha suscitado fuerte polémica es si la unión monetaria conducirá o no a la centralización de los mercados financieros (bancarios, monetarios y de valores). En un caso extremo, se podría llegar a la práctica desaparición de la industria financiera en los países menores de la comunidad.

Existen tanto factores «centrífugos», que tienden a favorecer una descentralización de la actividad financiera, como factores que tienden a concentrar ésta en un único centro, o en un número reducido de centros financieros.

Entre estos últimos figuran las enormes economías de escala que pueden obtenerse en los mercados monetarios y de valores, y las ventajas asociadas al aumento de liquidez y la profundidad de

estos mercados que derivan de un mayor volumen de operaciones. Ventajas parecidas, aunque quizá de menor entidad, se pueden obtener en los mercados de la banca al por mayor, donde pequeñas diferencias, en términos de márgenes o flexibilidad de las operaciones, pueden inducir grandes desplazamientos de demandantes de servicios financieros.

En la banca al por menor, esta tendencia es menos clara en la medida en que la proximidad al cliente y otros aspectos relacionados con la calidad del servicio pueden importar más que diferencias relativamente reducidas de precios. No obstante, la progresiva aproximación de hábitos y el aumento del nivel de exigencia de la clientela pueden inducir un desplazamiento de la actividad financiera basada en la oferta transfronteriza de servicios. En este sentido —favorable a la centralización— juegan las argumentaciones en favor de una competencia ilimitada entre los centros financieros nacionales —en términos de regulación, fiscalidad, etc.— frente a los planteamientos favorables a un cierto grado de armonización.

En contrapartida, existen ventajas que juegan decididamente en favor de la descentralización. Aparte de las antes referidas de la proximidad al cliente para un mejor servicio, deben contarse las relativas a la evaluación de los riesgos, que constituye la principal razón de ser de la banca y, en última instancia, el que la propia competencia entre centros financieros acabe llevando a una armonización «a la baja» de las restricciones regulatorias y de los condicionantes fiscales.

En esta encrucijada entre centralización y descentralización, tres son los factores que se pueden apuntar como decisivos para evitar que países como el nuestro experimenten una fuerte caída en el volumen de negocio financiero, o, lo que es lo mismo, de las entidades, empleados y riqueza generada por el sector: el primero es que las entidades bancarias (y otros intermediarios financieros) de los centros regionales menos importantes adopten las estrategias correctas para defender su negocio (y su propia pervivencia). Otros factores son exógenos a las propias instituciones, y pueden resumirse en dos: las políticas adoptadas por las autoridades nacionales en lo que se refiere a la regulación y a la fiscalidad de las operaciones financieras, y la forma en la que finalmente se instrumente y ejecute la política monetaria en el ámbito europeo.

Es cierto que en el futuro más próximo no cabe esperar transformaciones radicales e inmediatas del panorama europeo actual de distribución de servicios financieros. Las relaciones de clientela y los patrones establecidos durante muchos años

son difíciles de cambiar. Sin embargo, sí es claro que es importante una acción pronta y acertada, porque el negocio que se pierde y se localiza en otras plazas financieras es muy difícil de recuperar, y los puntos de partida en el proceso pueden condicionar el resultado final.

Por lo que se refiere a las entidades bancarias, en el futuro próximo continuará el proceso de aumento gradual de la competencia y de reducción de los márgenes. Entre los factores que llevan a ello, no serán los menos importantes el aumento de los fondos canalizados por los mercados de valores y el desarrollo de la inversión colectiva. Esta evolución tendrá implicaciones aún más importantes si, como es probable, se da en un entorno de desregulación financiera y de mayor interrelación entre los distintos mercados nacionales y entre las distintas actividades financieras hasta ahora fuertemente segmentadas.

Un factor adicional de refuerzo de la competencia se derivará de la desaparición de los monopolios nacionales de emisión de moneda y de la interconexión de los mercados interbancarios. En todos los países europeos, existe un grupo reducido de grandes entidades bancarias de ámbito nacional que dominan los mercados locales. Estas entidades componen lo que se llama el *core banking system* de cada país, cuya solvencia es decisiva para la estabilidad del conjunto del sistema financiero nacional. Con el paso a la unión monetaria, estos grupos tenderán a convertirse en competidores en un mercado europeo más integrado. La intensificación de la competencia entre las entidades para formar parte del núcleo del sistema bancario europeo debe inducir un cierto debilitamiento de su carácter nacional y, probablemente, una reducción de su número (por absorción o fusión). Las transformaciones que experimente este conjunto de bancos —ya sea en su comportamiento, en su estrategia, o en su número— afectarán de forma muy importante al resto de los bancos nacionales.

No se debe entender, sin embargo, que la tendencia hacia la universalización y la globalización será la vía adecuada para todos los bancos (incluso para los mayores bancos nacionales). Cada uno, de acuerdo con sus condiciones, debe buscar el ámbito donde se encuentran sus ventajas relativas.

En todo caso, y sea cual sea la estrategia elegida —expansión general, expansión mediante la adquisición de bancos regionales eficientes, o bien búsqueda de la diferenciación y de la calidad de servicio a la clientela desde una oferta geográficamente más limitada—, la reducción de los costes es fundamental para la supervivencia.

Esta contención de los costes habrá de venir, básicamente, de la búsqueda de la estructura de

personal y de agencias más adecuada a los propósitos que se pretende alcanzar. Con frecuencia, se ha argumentado que la banca española tiene, en términos generales, costes operativos más elevados que sus competidores europeos, y es, en este sentido, más ineficiente. Buena parte de estas afirmaciones son susceptibles de matizaciones importantes, y entre ellas habría que considerar las siguientes características de la banca española: la dedicación preferente a la banca al por menor, el escaso volumen de recursos captado en los mercados interbancarios y, también, un mayor volumen relativo de recursos propios. Todos estos factores inducen un sesgo hacia el mantenimiento de márgenes más elevados que se justifica no por una menor eficiencia, sino por las propias estructuras de negocio y por la necesidad de mantener una remuneración adecuada sobre el capital.

En todo caso, la banca española sí parece tener demasiadas oficinas, atendidas por un reducido número de empleados. Esta organización es progresivamente más inadecuada para atender la demanda de una clientela cada vez más exigente, y gestionar una oferta de productos y servicios cada vez más diversificada.

Lo dicho para las entidades bancarias es, si cabe, más cierto para los mercados de valores: la mejora de la eficiencia y la seguridad de las operaciones, y la reducción de costes de compensación y liquidación, así como una diversificación de la oferta, mejorando el mercado de renta fija privada y desarrollando un mercado hipotecario eficiente, son claves para que los mercados de valores españoles no vean la actividad desplazada a otros centros, fenómeno que se podría producir con bastante rapidez.

Otro factor que será decisivo para la localización de la actividad financiera es la política que apliquen los gobiernos nacionales —y los acuerdos a los que se llegue de orden supranacional— en cuanto a la regulación financiera y la fiscalidad de los activos financieros. En cuanto a la regulación financiera, existen una serie de acuerdos que tienden, principalmente, a asegurar unos mínimos de liquidez y solvencia de las instituciones financieras y no interfieren en la elección de actividades o el alcance de las entidades financieras. En esta línea se orientarán también las regulaciones prudenciales en el futuro: no interfiriendo en la elección del área de negocio o la estrategia de las entidades y centrando su atención en las exigencias de capital y su adecuación a los riesgos.

No está claro que en el futuro vaya a existir una institución responsable de la supervisión bancaria en el ámbito comunitario, aunque es posible que así sea. En caso contrario, podría darse un peligro

so proceso de armonización por la vía competitiva, imponiendo un mínimo de regulación, e incluso relajando los requerimientos prudenciales con el fin de atraer un mayor volumen de negocio.

En todo caso, corresponde a las autoridades nacionales cuidar que exista un equilibrio entre las garantías necesarias de solvencia y liquidez de los intermediarios financieros y el que las cargas que ello comporta no supongan una desventaja competitiva para las instituciones y mercados operantes en un país determinado. La necesidad de salvaguardar la solidez del sistema financiero impone que las acciones se concentren en aquellas regulaciones que no tienen un efecto determinante de reforzamiento de aquélla. Entre éstas debe incluirse el coeficiente de caja, cuyo nivel incorpora, en algunos países, un importante componente de carga parafiscal. Asimismo, y junto a la supresión de las trabas competitivas, es necesaria una política institucional que fomente la eficacia y la seguridad de las transacciones financieras. Reducir los costes de los servicios de compensación y liquidación, favorecer un mercado hipotecario y de renta fija privada eficiente y mejorar la infraestructura de telecomunicaciones, así como flexibilizar el mercado laboral, son las políticas adecuadas para el fomento de la industria financiera en los países periféricos de la Comunidad.

Otro factor importante para la localización de la actividad financiera es la fiscalidad sobre los rendimientos de los activos financieros. Durante la fase de transición a la unión monetaria, y una vez que ésta sea alcanzada, la soberanía en política fiscal será absolutamente de las autoridades nacionales. Esto significa que podrían persistir importantes diferencias en el tratamiento fiscal de los activos financieros en distintos países. Estas diferencias, en un entorno de libertad de movimientos de capitales, pueden originar flujos importantes de capitales que favorezcan a los mercados y entidades radicados en países con tratamiento fiscal más favorable.

Las diferencias en el tratamiento fiscal, y especialmente la existencia o no de retenciones sobre los rendimientos de los activos financieros, explican buena parte de los desplazamientos de fondos entre los distintos países europeos y, en el caso español, son una de las causas más importantes del aumento de los depósitos de residentes en el exterior.

Es evidente que en este nuevo entorno no son sostenibles tales diferencias y debe producirse un acercamiento entre los diferentes países. Aparentemente, será muy difícil un acuerdo para imponer retenciones de un determinado importe en todos los países comunitarios; por tanto, la armonización será a la baja; los países que no sigan esta corrien-

te pagarán un precio en términos de salida de recursos a otros mercados financieros y disminución de la actividad de los intermediarios establecidos en su país.

Por último, en la configuración del futuro mercado europeo de recursos financieros tendrá gran importancia la forma en la que se diseñe y se instrumente la política monetaria europea. En las primeras etapas de la unión monetaria, los mercados monetarios y los sistemas bancarios nacionales muestran importantes divergencias, que llevan a la conveniencia de que esta política monetaria se instrumente de forma descentralizada; es decir, a través de los distintos bancos centrales nacionales. Mientras ello sea así, existirán mercados interbancarios descentralizados —aunque estrechamente interconectados—, y ello potenciará los centros financieros regionales.

Por tanto, y en contra de bastantes argumentos al uso, la unión monetaria no favorecerá necesariamente la centralización de los mercados monetarios y de valores en una sola plaza. Es más proba-

ble que los mercados europeos se estructuren en dos niveles: grandes plazas y centros financieros regionales. La existencia de mercados interbancarios nacionales, de políticas fiscales independientes y de mercados primarios nacionales de deuda favorecerá la existencia de mercados secundarios de deuda descentralizados. Asimismo, las ventajas para el análisis y evaluación de riesgos, así como las sinergias con los mercados de deuda, favorecerán el mantenimiento de los mercados nacionales de valores privados.

Sin embargo, el grado de importancia que estos mercados alcancen —y, por tanto, la localización de una actividad financiera que vaya más allá de la más estricta banca al por menor— dependerá, en gran medida, de su organización, de su flexibilidad, de su liquidez, de la eficiencia de sus intermediarios y de una conexión adecuada con otros mercados. Solamente una política adecuada por parte de las autoridades y un gran esfuerzo de los intermediarios por mejorar su eficiencia y disminuir sus costes permitirá la existencia de centros financieros regionales de una cierta importancia.