

# PERSPECTIVAS DE LOS MERCADOS FINANCIEROS ANTE LA UNIÓN MONETARIA

Raimundo Ortega Fernández

## I. INTRODUCCIÓN

Este trabajo versa sobre las «perspectivas de los mercados financieros en España y en Europa ante la unión monetaria europea». Un acontecimiento de esta magnitud tiene, por fuerza, que originar consecuencias trascendentales en la configuración y el funcionamiento futuros de los mercados financieros de los cuales los nuestros son una parte no precisamente desdeñable. La tarea de análisis se ve, sin embargo, necesariamente dificultada por las incertidumbres que rodean el inicio de ese intento. En efecto, nadie puede asegurar que el 1 de enero de 1999 comenzará la unión monetaria europea (UME), y mucho menos qué países formarán parte de la misma y si el nuestro será uno de ellos. Estas interrogantes van a desempeñar un papel crucial en el comportamiento de los distintos mercados y en las incidencias que ese comportamiento tendrá durante los próximos meses sobre todos los que, de una u otra forma, estamos en estrecho contacto con ellos. Por tanto, resulta imprescindible comenzar intentando sentar unas hipótesis medianamente razonables sobre ese dilema.

Tal empeño constituirá la parte inicial de mi intervención, que irá seguida por una breve exposición relativa a los tres grandes condicionantes de esos mercados: la propia UME, la continua innovación tecnológica y, en menor medida, la implantación de la Directiva Europea de Servicios de Inversión y sus dos consecuencias más generales para los mercados. A continuación, intentaré hacer un análisis por mercados de los efectos derivados de la implantación de la UME, para seguir con unos pronósticos, más pegados al día a día, de cuáles podrían ser los resultados concretos para nuestros mercados de la entrada, o no, de España en la UME. En una última parte, dedicada a conclusiones, me atreveré a resumir los rasgos básicos de mi análisis. Y, sin más preámbulos, paso a comentar el primero de los apartados enunciados.

## II. LAS INCERTIDUMBRES QUE RODEAN A LA UME

Lo primero que conviene tener muy presente en

un examen de las repercusiones de la UME sobre los mercados financieros es que no puede asegurarse que haya, a primeros de 1999, tal Unión. Aun cuando cada día que pasa parecen confirmarse las posibilidades de que así será, no cabe descartar, al menos en un plano teórico, la hipótesis contraria.

En efecto, la combinación de una nueva fase de estancamiento económico, de políticas macroeconómicas equivocadas y de oposición política puede dar al traste con el inicio de la UME en la fecha inicialmente prevista. Ello supondría un aplazamiento mínimo de dos años y un abanico de consecuencias adversas, de las cuales las más trascendentes me parece que serían las cuatro siguientes:

- Un claro debilitamiento del proyecto político de integración europea.
- Se pondría en duda la consecución del mercado único europeo.
- Es muy posible que el alejamiento del horizonte de entrada en vigor de la UME lleve a algunos países a relajar sus actuales políticas de estabilidad económica y rigor presupuestario.
- Se originarían fuertes tensiones en los mercados financieros.

Esperemos, sin embargo, que esa combinación de circunstancias no se produzca y la UME pueda comenzar, como está previsto, a principios de 1999. Para ello, se requiere, en mi opinión, el cumplimiento de dos condiciones: la consolidación de la fase de recuperación económica que parece haberse iniciado en Europa y la continuidad de las políticas de control del déficit presupuestario y del crecimiento de la deuda pública en circulación, por un lado; y por otro, la cristalización de acuerdos, tanto políticos como económicos, razonables entre Alemania y Francia como eje indiscutible del proyecto en sí. Ahora bien, la UME puede iniciar su andadura en tres situaciones muy diferentes; dicho de otra forma: puede estar constituida inicialmente por un núcleo muy reducido de países, por un grupo muy amplio o por el número que los mercados juzguen probablemente adecuado. Tal y como se ha intentado resumir en el cuadro número 1, las consecuencias serán muy diversas.

CUADRO NÚM. 1  
LA UME COMIENZA EN 1999

**1) Con muy pocos países, por aplicación estricta de los criterios de convergencia**

*Consecuencias:*

- Reforzamiento de las tesis en favor del retraso.
- Aumentan las posibilidades de que la UME no entre en vigor nunca.

**2) Con muchos países, por interpretación laxa de los criterios de convergencia**

*Consecuencias:*

- Se cuestiona la UME como marco de estabilidad económica.
- Inestabilidad cambiaria y movimientos de capitales.
- Subida de los tipos de interés.

**3) Con el número adecuado de países, por tener éxito los programas de estabilidad emprendidos**

*Consecuencias:*

- La UME favorece la unión política.
- Se potencia el papel de Europa en el sistema monetario internacional.
- Se eliminan riesgos de cambio y se reducen costes de transacción.
- Se refuerza la estabilidad económica y se reducen la inflación y los tipos de interés.

---

**III. CONDICIONANTES E IMPLICACIONES GENERALES DE LA UME SOBRE LOS MERCADOS FINANCIEROS Y BURSÁTILES**

---

El proyecto de unión monetaria europea supone, entre otras cosas, la eliminación del riesgo de cambio entre las monedas que entren a formar parte del euro, la implantación e instrumentación de una política monetaria única, la entrada en funcionamiento de un sistema de pagos basado en la liquidación por brutos en tiempo real, la aparición de un tipo de interés único a corto plazo, la paulatina pérdida de importancia de los mercados de deuda pública y la transformación de otros como los de renta fija privada o productos derivados; en resumen, la cristalización de un auténtico mercado único de servicios financieros. Ese mercado único supondrá una mayor competencia financiera y bursátil, lo cual originará también, quieranlo o no los respectivos gobiernos, una imparable tendencia a la baja en la fiscalidad que grava tanto las rentas de capital como la tributación directa e indirecta de las operaciones financieras.

Esas modificaciones se producirán sobre el terreno abonado por la implantación, en cada uno de los quince países miembros de la Unión Europea, de la Directiva de Servicios de Inversión. Esta norma, cuya transposición a la legislación doméstica española está todavía pendiente, implica, como es bien sabido, básicamente, cuatro consecuencias: que las

empresas de inversión estarán, al igual que las entidades bancarias, regidas por el «pasaporte europeo»; que existirá libertad de establecimiento y de prestación de servicios en todo el territorio de la Unión Europea; que se abrirá el hasta ahora estrechamente regulado acceso directo a los mercados bursátiles, y, por último, que aun cuando se mantendrá el principio de concentración de la negociación en los mercados de valores oficiales domésticos, dicho principio tendrá importantes excepciones que, sin duda, originarán una deslocalización creciente de la actividad.

Pero por si ello fuera poco, no es posible olvidar que la innovación tecnológica continuará ahondando dos fenómenos ya en marcha: por un lado, una mayor competencia entre mercados gracias a las facilidades de acceso remoto a los mismos y de erosión de las actuales barreras geográficas; por otro, una mejora en los sistemas de registro de valores, así como en los de compensación y liquidación de éstos, lo cual facilitará el que se atraiga negocio de valores de otros mercados a aquellos que resulten más eficientes.

Moneda única, armonización legal y continua innovación tecnológica serán, pues, las tres fuerzas motrices de las mutaciones que los mercados financieros europeos experimentarán durante el cambio de milenio. Ahora bien, antes de intentar adivinar cuáles pueden ser esos cambios, resulta útil hacer unas reflexiones de carácter general aplicables, si no a todos, al menos a varios de los mercados que

a continuación se analizarán. La primera de esas consideraciones generales parte de un hecho muy simple: como las divisas de aquellos países que se integren en el euro desaparecerán, los mercados cuya existencia se basa en ellas cambiarán radicalmente o, simplemente, dejarán de existir. Ello es especialmente claro en el caso de instrumentos ligados a los tipos de interés —los de renta fija y los de productos derivados—, que serán los primeros en verse afectados por la instauración de la moneda única. Los diferenciales de interés entre los países fundadores de la UME se basarán en el futuro, esencialmente, en la calidad del crédito de los emisores, en las políticas presupuestarias de los Estados y en sus sistemas fiscales, así como en la liquidez proporcionada por cada mercado. Habida cuenta de los procesos de convergencia que la UME implica, es claro que los diferenciales de tipos de interés entre esos países, y especialmente entre sus instrumentos de deuda pública, tenderán, por tanto, a ser muy reducidos.

La siguiente cuestión se refiere a la posible desaparición de esos mercados de renta fija y productos derivados, entendiendo por desaparición la posibilidad de que persistan mercados nacionales o, por el contrario, de que aparezca un mercado europeo centralizado. Por un lado, en la medida que sigan existiendo emisores nacionales y diferencias, aunque mínimas, en su solvencia y en las estructuras tanto de negociación como de liquidación propias, mi opinión es que, a corto plazo, la actual localización de esos mercados no se verá afectada por el proceso de unificación monetaria. Pero ello no debe hacer olvidar que está en marcha desde hace tiempo un proceso de armonización de las principales piezas de los mercados financieros europeos y que, poco a poco, van desapareciendo barreras institucionales, de tal forma que los mercados se verán forzados a reorganizarse de manera que sobrevivirán tan sólo aquellos que ofrezcan los menores costes, la organización más eficiente y los servicios más amplios y rápidos.

#### IV. ANÁLISIS DETALLADO POR MERCADOS

Una vez expuestas, siquiera brevemente, las consideraciones generales antes descritas, es el momento de pasar a analizar, mercado a mercado, los efectos previsibles de esos tres fenómenos, distinguiendo, en la medida de lo posible, las consecuencias que se producirán antes y después del comienzo de la UME. Pero, en todo caso, conviene tener muy presente que la resultante final será, inexorablemente, una fortísima intensificación de la competencia tanto en el conjunto de las plazas y entidades europeas como entre los mercados financieros y bursátiles dentro de cada país, de tal forma que los más eficientes y competitivos incrementarán su cuota de mercado a costa de los menos eficientes. ¿Qué se quiere decir con esto? Pues, sencillamente, que la capacidad de los mercados para abaratar sus costes, para mejorar la calidad de su organización y la de los servicios ofrecidos tanto por ellos como por sus miembros, será fundamental en ese proceso de reasignación de la actividad entre los mercados europeos.

En los cuadros núms. 2 a 5, se han resumido las consecuencias más notables que la implantación de la UME tendrá sobre los cinco grandes mercados financieros y de valores, a saber: los monetarios, de divisas y renta fija, los bursátiles de renta variable y, por último, los de productos derivados. Parece evidente que los rasgos en ellos señalados se comentan por sí solos, y no precisan aclaración adicional alguna.

#### V. LOS CRITERIOS NOMINALES DE CONVERGENCIA Y LOS MERCADOS ESPAÑOLES

A comienzos de noviembre de 1996, y en plena discusión parlamentaria del proyecto de Ley de Presupuestos Generales del Estado para 1997, la gran

#### CUADRO NÚM. 2 MERCADOS MONETARIOS

1. A partir de 1999, la política monetaria de los países de la UME será responsabilidad del SEBC, y se ejecutará en euros.
2. Inicialmente, será descentralizada, evolucionando hacia una mayor centralización.
3. Convergencia de los tipos de interés a corto hacia los existentes en Alemania.
4. Especial relevancia del sistema *Target* y dudas sobre las condiciones de acceso a éste de las entidades bancarias de los países «fuera».
5. Necesidad de que la ejecución de la política monetaria del SEBC sea neutral.
6. *Target* acelerará la interconexión y favorecerá la integración de los mercados monetarios en euros.
7. Habrá una mayor competencia entre mercados y una redistribución de actividades en favor de los mercados de los grandes países miembros.

CUADRO NÚM. 3  
MERCADOS DE DIVISAS Y RENTA FIJA

**I. Período anterior al comienzo de la UME**

A) *Divisas:*

- Aumento de la volatilidad como consecuencia del intento de aprovechar diferenciales existentes.
- Posibles movimientos de capitales por preferencias en favor de otras monedas.
- Fuertes presiones sobre los países «fuera».

B) *Renta fija:*

- Mayor volatilidad y, quizá, elevación de tipos de interés.
- Movimientos de capitales en favor de mercados con rentabilidades más altas.
- Elevación de tipos de interés en países «fuera», y pérdida de importancia de sus mercados.

**II. La UME comienza a funcionar**

A) *Divisas:*

- El euro se convierte en moneda de reserva, alternativa al dólar, y podría «sufrir» una fuerte apreciación.
- Sin riesgo de cambio, los mercados serán más eficientes y líquidos.
- Las presiones sobre las monedas de los países «fuera» provocarán su marginación en los mercados de divisas.

B) *Renta fija:*

- La estructura de la curva de rentabilidades mostrará un pequeño diferencial (unos 15 p.b. en el año) respecto a la actual del DM, que se irá reduciendo hasta desaparecer en el largo plazo (diez años o más).
- Paulatina pérdida de importancia de los mercados de deuda pública, compatible con un aumento de su liquidez.
- Disminución de las posibilidades de especulación y diversificación de riesgos.
- Cambios de los criterios de composición de la cartera de inversores institucionales:
  - Drástica reducción de los criterios de diversificación por monedas.
  - Mayor importancia de los activos en eurobonos.
  - Realce de la renta variable como grupo de activos.
- Refuerzo de la importancia de la inversión institucional.

incógnita es si España estará presente en los inicios de la UME. Y aun cuando no es éste el propósito de este artículo, se me permitirá expresar en él algunas opiniones al respecto.

Creo que será difícil terminar 1997 con un déficit conjunto de las administraciones públicas equivalente al 3 por 100 del PIB de ese año, y tampoco es seguro que nuestra deuda pública en circulación haya disminuido, siquiera mínimamente, respecto al porcentaje del PIB alcanzado a finales del presente ejercicio, que supera ya el nivel fijado en los criterios de convergencia de Maastricht. Mayores posibilidades hay que cumplir con el criterio de inflación, si bien deberán realizarse grandes esfuerzos para alcanzar una media anual inferior al 2,5 por 100, pues resulta seguro que los tres países más estables no superarán el 1 por 100. La situación de nuestra divisa es tranquilizadora; no en balde desde marzo de 1995 se ha mantenido dentro de una banda de fluctuación respecto al DM inferior al 6 por 100. Ello ha sido posible gracias a su fortaleza básica, a una política monetaria creíble y a unas intervenciones del Banco de España en el mercado de cambios discretas y eficaces.

Teniendo presente estas consideraciones, el siguiente paso consiste en analizar qué nivel de rentabilidades podríamos esperar tanto en el caso que España ingresara en la UME en enero de 1999 como en la hipótesis de quedar fuera de ella. Comencemos por la primera posibilidad.

Un dato de partida esencial es a qué tipo de cambio se efectuará la conversión de la peseta con el euro. Como es bien sabido, ésta es una cuestión teñida de importantes consideraciones políticas y comerciales, y que suele dar lugar a duras negociaciones multilaterales entre las partes interesadas. Normalmente, el tipo fijado suele estar en torno al promedio del tipo registrado en los mercados de cambio durante el período precedente acordado. Suponiendo que la política de estabilidad defendida por el gobierno en sus presupuestos y por el Banco de España en su política monetaria se mantiene a lo largo del año próximo, no deben esperarse fluctuaciones muy señaladas del tipo de cambio peseta/marco, salvo que acontecimientos internacionales afectasen a la estabilidad del dólar. En tal caso, creo que un pronóstico razonable es que no cabe hacerse ilusiones respecto a un tipo de cambio muy diferente de 86/86,5 ptas/DM. Con ese tipo de cam-

**CUADRO NÚM. 4**  
**MERCADOS BURSÁTILES**

**I. Cuatro rasgos de la futura evolución de las bolsas en todo el mundo**

- A) La inversión institucional continuará concentrando la mayor parte de la negociación bursátil.
- B) Seguirán aumentando los volúmenes negociados.
- C) Continuará la expansión de los mercados de productos derivados.
- D) La evolución futura de las bolsas dependerá de la tecnología utilizada y de cómo se satisfagan las demandas de sus usuarios.

**II. Las piezas básicas del futuro mercado europeo**

- A) *Negociación*: Resolver las tensiones entre la concentración —que favorece la transparencia, los mejores precios para el inversor al por menor, y generalmente la liquidez— y la fragmentación —apoyada por la DSI y por los grandes inversores y posibilitada por las mejoras tecnológicas—, que en ciertos casos facilita la contratación y reduce costes.
- B) *Acceso remoto*: Iniciado ya en algunas bolsas, cuenta con el respaldo legal de la DSI. Facilitará la reducción de costes y el aumento de los flujos de información.
- C) *Sistemas de cotización*: Cuestión íntimamente ligada a la forma de negociar. Necesidad de respetar las variedades existentes sin imponer ninguna de ellas. Conveniencia de que las bolsas oficiales mejoren sus infraestructuras y costes para competir con las empresas que ofrecen directamente servicios a los inversores.
- D) *Desintermediación*: En los próximos años será creciente, e impulsada por los inversores institucionales, buscando reducir sus costes.

**III. Moneda única y concentración de la negociación**

- A) Al desaparecer los riesgos de cambio y los costes de transacción, las economías de escala acabarán con las barreras que favorecían la fragmentación de la contratación en distintos mercados nacionales.
- B) Se reforzarán las tendencias en favor de la concentración de la negociación en los grandes mercados, capaces de ofrecer más liquidez.
- C) Algunas bolsas desaparecerán, otras tendrán que fusionarse, mientras que las más poderosas potenciarán aún más sus actuales posiciones.

bio, y España en la UME, lo cual implica convergencia en los tipos de interés y estabilidad en nuestra divisa, el impacto en los mercados sería muy apreciable, y el único factor diferencial sería el puro riesgo país. Aceptando que Alemania mantiene su actual calificación de triple A, no es descabellado apostar que España sería un doble A. En tal caso, el diferencial entre un euro-Bund y un euro-Bono, actualmente cifrado en torno a 160 p.b., podría reducirse quizá a 20 o, como mucho, 15 p.b. En términos de precio, ello podría equivaler a una ganancia en torno a los 12 a 14 p.b.

En esa situación, podría plantearse un dilema curioso, a saber: la posibilidad de que España estuviese desde el principio en la UME y de que la peseta experimentase una depreciación mínima respecto a los niveles promedios durante los dos últimos años, por ejemplo, propiciaría, sin duda, una presión compradora de nuestras emisiones, habida cuenta de su alta rentabilidad en comparación con las de otros candidatos a la UME. Ello provocaría, a su vez, una presión revaloratoria sobre nuestra divisa que, creo, no nos favorecería nada. Episodios como éste se han vivido en los mercados de deuda hace poco tiempo.

Pero ¿qué sucedería en el caso de que España no entrase en la UME en sus inicios? Es indudable que, para empezar, ese fracaso tendría repercusiones sobre la peseta y sobre el mercado de deuda; el problema, no obstante, es cuantificar la importancia de esas repercusiones, que no serían las mismas si la magnitud de la desviación del objetivo del déficit presupuestario respecto al 3 por 100 es reducida y si la inflación está prácticamente controlada, lo cual equivaldría a confiar en que nuestro país ingresara en la UME en el año 2001. Existe otro factor de máxima trascendencia, a saber: las reglas de funcionamiento del mecanismo de cambios que ligaría a las divisas de los países «fuera» con el euro. Pero suponiendo que todo ello no dé lugar a grandes volatilidades en los mercados de cambios, los diferenciales de la peseta y la deuda española no serían excesivamente amplios (por ejemplo, alrededor de un punto respecto al Bund a diez años). Ahora bien, en caso de que nuestro fracaso en incorporarnos a la UME se debiese a la existencia de fuertes desviaciones en la convergencia presupuestaria o a la incapacidad de reducir la deuda en circulación o contener la inflación, no debería haber la menor duda de que los diferenciales se irían por encima de

CUADRO NÚM. 5  
MERCADOS DE PRODUCTOS DERIVADOS

**I. Supuestos básicos**

- Aparición del euro y eliminación del riesgo de cambio.
- Convergencia de las primas de riesgo.
- Reducción de las fluctuaciones en los tipos de interés.
- Aparición de una curva de tipos de interés única.
- Incertidumbre respecto a monedas de los países «fuera».
- Mejores perspectivas para los mercados más «internacionales».

**II. Contratos negociados**

A) *Tipos de interés:*

- Paulatina implantación de dos tipos de contratos: uno para el euromercado monetario y otro para el eurobono a largo plazo.
- El problema de los contratos en mercados de países «fuera».

B) *Divisas:*

- Simplificación del actual abanico e impulso a los contratos basados en la relación del euro con el dólar, el yen y el FS.
- De nuevo el problema de los países «fuera».

C) *Índices y valores bursátiles:*

- Continuarán los contratos basados en índices y valores bursátiles concretos, cotizados en las grandes bolsas nacionales.
- Aparecerán contratos sobre nuevos índices y sobre nuevos mercados o sectores de éstos.

**III. Mercados**

- Fuerte competencia por la liquidez.
- Probable concentración en unos escasos mercados.
- Necesidad para los de tamaño mediano de reforzar su especialización y mantener conexión con los grandes, llegando a acuerdos que propicien la especialización de productos.

los dos puntos y medio, y que factores como el riesgo-país y los diferentes plazos en la curva de rentabilidades acentuarían su importancia combinada.

**VI. CONCLUSIONES**

El establecimiento de una unión monetaria entre un grupo más o menos reducido de países europeos es un acontecimiento de consecuencias trascendentales para los mercados financieros y de valores de esos países, pero también para los de aquellos que no accedan inicialmente a la unión y, por descontento, para los de los que no formarán parte de ella, como pueden ser Suiza y, en menor medida, Estados Unidos y Japón.

Los efectos de contar con una moneda única, con un banco central europeo, con una política monetaria coordinada, con un sistema de pagos en tiempo real y por importes brutos, entre otros cambios, modificarán radicalmente las estructuras y las normas de funcionamiento de los mercados. Además, esos efectos se magnificarán por cuanto se apoyan en

bases ya existentes, como pueden ser la Directiva de Servicios de Inversión y los resultados de la aplicación de una tecnología constantemente renovada.

Pero antes de que la UME comience su andadura, los mercados experimentarán una fase de incertidumbre ligada no sólo a la constitución en sí de la unión, sino también al número de países que la formarán y al complejo de reglas que ligarán las monedas de los países que queden fuera con el euro, y al calendario establecido para futuras incorporaciones.

Una primera conclusión es que, con la desaparición de las monedas integradas en el euro, los mercados cuya existencia esté basada en ellas cambiarán radicalmente o, a largo plazo, reducirán espectacularmente su actividad. Éste es el caso de los instrumentos ligados a los tipos de interés, ya sean renta fija o productos derivados. Como los diferenciales entre tipos de interés entre los países de la UME se basarán, sobre todo, en la calidad del crédito de los emisores, en la liquidez de sus mercados y en los regímenes fiscales, se producirá un

proceso de convergencia, especialmente evidente en los mercados de deuda.

Los mercados monetarios, por un lado, y los bursátiles de renta variable, por otro, serán ejemplos claros de la doble tendencia a la deslocalización y a la concentración en grandes centros de negociación que, asegurando una fuerte liquidez, proporcionen costes muy reducidos y servicios eficientes, tanto por parte del propio mercado como de sus intermediarios, a los inversores.

Sobre este telón de fondo, era obligado pronunciarse respecto a la situación de nuestros mercados en el contexto de las actuales políticas de estabilidad en los campos fiscal y monetario. Es posible mantener una actitud optimista sobre las posibilidades que España tiene de acceder a la UME a comienzos de 1999, pero tampoco cabe negar los sacrificios que ello implica ni, mucho menos, rechazar la hipótesis según la cual nuestro país habrá de esperar a un segundo turno para entrar. Es claro que en este último supuesto la peseta sufrirá presiones,

y que los diferenciales de la deuda pública respecto a los tipos de la deuda alemana en euros se ampliarán. Con todo, la amplitud de ese margen dependerá, en gran medida, de las expectativas que los mercados se forjen sobre si España estará lista para ingresar en el año 2001, y en las reglas establecidas para mantener la relación entre el euro y las divisas de esos países.

Nuestros mercados financieros y de valores tienen un tamaño medio, unas estructuras generalmente eficientes y unos costes que, aun cuando podrían afinarse más, les hacen resultar competitivos. Ello no es óbice para reconocer que deben emprenderse nuevos esfuerzos para simplificar esas estructuras, para aliviar un cierto lastre burocrático, para deshacernos de algunas exigencias inexistentes en otros mercados. En una palabra, estamos obligados a consolidar nuestras ventajas y reforzar nuestra eficiencia para poder seguir compitiendo en un marco constituido por mercados e instituciones extraordinariamente competitivos.