

CONSECUENCIAS DE LA MONEDA ÚNICA PARA LAS ENTIDADES Y LOS MERCADOS FINANCIEROS

Raimundo Ortega Fernández

I. PRESENTACIÓN

La introducción de la moneda única en 1999, acompañada de la realización de una política monetaria europea, tendrá consecuencias muy relevantes en la estructura y el funcionamiento de las entidades y los mercados financieros, culminando de esta forma un largo proceso de integración potenciado tanto por factores tecnológicos como por los propios impulsos de las economías de los países miembros de la Unión Europea.

Sin embargo, el primer punto que merece destacarse es la gran incertidumbre que rodea algunos de los primeros pasos de este proyecto. ¿Se iniciará el 1 de enero de 1999 la unión monetaria? ¿Qué tipo de relaciones se establecerán entre ese grupo de países y los que inicialmente queden fuera de la unión? Estos interrogantes y otros de menor calibre constituyen hoy día obstáculos de primera magnitud para estudiar los posibles efectos de la moneda única en la actividad futura de las entidades y en el funcionamiento de los mercados financieros.

Las entidades financieras —en este caso, los bancos y cajas de ahorros españoles— tendrán que enfrentarse no sólo a considerables problemas técnicos y organizativos que elevarán sus costes, sino también a tendencias que, por la vía de la reducción de ingresos derivados de sus actividades al por mayor y por la convergencia de márgenes hacia los más bajos y habituales en los sistemas bancarios de los países más integrados, afectarán al actual equilibrio de sus balances. Todo ello sin contar la propensión al reforzamiento de la posición dominante de algunas grandes instituciones europeas y la pérdida relativa de aquellas entidades bancarias hoy día líderes en los países medianos y pequeños.

Por su parte, es muy posible que los mercados financieros vean alterados sus perfiles institucionales y operativos, de forma más acusada en los monetarios, de divisas y de deuda y acaso derivados, en los cuales la aparición del euro y su utilización por el futuro Banco Central Europeo supondrá, por un lado, la eliminación de riesgos tales como el de tipo

de cambio, y por otro, un reforzamiento de la competencia. Los mercados bursátiles de renta variable son, según se intentará demostrar en este trabajo, los que menos cambios experimenten inicialmente, habida cuenta de las profundas transformaciones que han tenido en el curso de los últimos años y de las que aún les quedan por introducir sin necesidad del impulso proveniente de la moneda única.

En todo caso, y al igual que sucederá con nuestros bancos y cajas de ahorros, las posibilidades de competir de los mercados dependerán, primero, de si España está en la unión monetaria europea (UME) desde sus inicios, pero también de su capacidad para seguir introduciendo las mejoras estructurales que les permitan incrementar su competitividad.

De acuerdo con esta línea argumental, el trabajo está dividido en dos partes centrales. En la primera de ellas, se intenta examinar las principales consecuencias de la UME sobre las grandes instituciones de crédito —a saber, bancos y cajas de ahorros— renunciando de antemano a indagar sus posibles efectos en otras de considerable relevancia, como pueden ser, por ejemplo, las instituciones de inversión colectiva. A continuación, y también en forma un tanto sumaria, se comentarán los cambios más significativos que ese hecho supondrá sobre los cinco grandes mercados: monetarios, de divisas, renta fija, renta variable y productos derivados. Unas breves líneas de conclusiones cerrarán este atrevido intento de adivinar qué futuro les espera a las instituciones y los mercados financieros españoles con el advenimiento de la unión monetaria.

II. LAS INSTITUCIONES BANCARIAS Y LA UME

Lo que se ha dado en llamar «el impacto» de la UME sobre la industria bancaria debería tomar como punto de partida el alto grado de incertidumbre y la imprecisión que todavía hoy —comienzos de 1997— rodean a detalles esenciales que cualquier programación de cambio en un grupo de instituciones tan importantes como las de depósito debería

**CUADRO NÚM. 1
IMPACTO DE LA UNIÓN MONETARIA SOBRE LA BANCA**

<i>Hipótesis</i>	<i>Consecuencias generales</i>
1. Concentración creciente del ahorro y la liquidez en la inversión institucional.	— Problemas técnicos, especialmente relevantes en los departamentos más dinámicos y rentables (tesorería, mercados de capitales, valores). — Necesidad de cuantiosas inversiones en tecnología.
2. Mayor concentración de las grandes empresas europeas.	— Exigencia de unidades especializadas en responder a una mayor petición de información.
3. Disminución paulatina de la demanda pública de fondos prestables.	— Fuerte demanda por la clientela de productos denominados en euros.
4. Mayor estabilidad financiera y descenso de tipos de interés.	— Convergencia de márgenes.

**CUADRO NÚM. 2
EFECTOS PARA LA BANCA: ANÁLISIS DETALLADO**

<i>Resultado</i>	<i>Consecuencia de</i>
1. Mayores ingresos por servicios de pago	— Creciente integración de los mercados de bienes y servicios europeos. — Libertad de movimiento de capitales e intensificación de las transacciones financieras. — Importancia de los futuros sistemas de pagos «al por menor», pero especialmente de transferencias interbancarias y de deuda pública, y eventualmente privada, en euros. — El acceso al sistema TARGET.
2. Menores beneficios por actividades al por mayor y al por menor.	— Desaparición de los ingresos ligados a la toma de posiciones y a la negociación en las divisas europeas. — Reducción en los márgenes por operaciones con otras divisas (dólar, yen, FS). — Menores ingresos por aseguramiento y negociación de deuda pública. — Distribución desigual de la reducción de beneficios entre las entidades bancarias y erosión de la posición de las grandes entidades en aquellos mercados que queden como marginales.
3. Convergencia de los márgenes.	— La experiencia avala que la integración origina una reducción tanto de los márgenes de intermediación como de los operativos de la banca. — Ello se deberá a varios factores: a) Menores posibilidades de jugar con los diferenciales entre los tipos de activo y los costes de financiación. b) La armonización de los coeficientes legales eliminará una causa de distorsión de la competencia. c) La moneda única introducirá mayor transparencia en las condiciones negociadas en los diferentes mercados nacionales, reduciendo la segmentación geográfica del mercado europeo.
4. Pervivencia de un cierto grado de segmentación en la banca al por menor.	— Las redes de oficinas extensas seguirán facilitando ventajas en las relaciones con la clientela, lo cual mantendrá un cierto grado de segmentación en el negocio bancario.

ya conocer. Quiero decir con esto que todavía no sabemos ni el número de países que configurará la UME en su inicio ni las relaciones entre ella y los que queden temporalmente fuera; también desconocemos multitud de detalles técnicos del cambio a la moneda única y, por ende, sólo podemos aventurar algunas ideas provisionales respecto a los esfuerzos que el período de transición impondrá a los ciudadanos, las empresas, las instituciones bancarias e incluso los propios gobiernos.

Por tanto, se impone comenzar dando algunas ideas sobre los problemas que el período de transición —es decir, los tres años que separan 1999 del 2002— implicará para las entidades bancarias. Está claro, al menos en mi opinión, que esos esfuerzos no estarán igualmente repartidos entre los actuales departamentos bancarios. Así, los departamentos de tesorería y valores deberán hacer frente a cambios radicales derivados, en el caso de los primeros, de la instrumentación de la política monetaria por parte del Banco Central Europeo (SCBE), lo que les impondrá la necesidad de adaptarse a nuevos procedimientos y a utilizar nuevos instrumentos en mercados que, poco a poco, irán pareciéndose menos a los actuales. En el caso de los departamentos bancarios de valores, la conversión de las actuales emisiones vivas en euros y la aparición de otras emitidas ya en la nueva moneda europea originarán problemas de gran calado; las posibles modificaciones en los sistemas de cotización son algunos de los retos con los que deberán enfrentarse.

Y si los departamentos de cambios pueden ver simplificadas sus tareas con la aparición del euro, los de operaciones, administración, contabilidad, auditoría e informática tendrán que hacer frente a un abanico amplísimo de problemas ligados a la convivencia de monedas nacionales y del euro con los consiguientes inconvenientes y costes. No en balde la Federación Europea de Bancos ha estimado que los costes operativos de los bancos aumentarán, en promedio, entre un 5 y un 6 por 100 durante este período de transición.

Pero no estamos hablando tan sólo sobre problemas técnicos y sobre su posible impacto en la estructura de costes de bancos y cajas de ahorros; además, debemos analizar, primero, el impacto que tendrá la UME sobre la organización bancaria, y segundo, detallar algo más su influencia sobre sus beneficios.

A este efecto, he intentado resumir los rasgos básicos de ambas cuestiones en dos cuadros que paso a comentar rápidamente.

El cuadro núm. 1 recoge las consecuencias más generales que sobre el negocio bancario puede tener la UME; el cuadro núm. 2 pasa revista, con una óptica más minuciosa, a los efectos que sobre la cuenta de resultados de esas instituciones bancarias tendrán, probablemente, una serie de fenómenos originados por la UME.

No debe ocultarse que nuestro país es uno de los que, acaso, pudiera quedarse fuera el 1 de enero de 1999, y ello a pesar de los grandes esfuerzos recientemente puestos en marcha —y de los consiguientes sacrificios aceptados por la mayoría de los españoles— para cumplir con los requisitos de convergencia nominal establecidos en Maastricht y poder estar, en consecuencia, entre los socios fundadores de la UME. Esa situación, no deseada por una mayoría de estudiosos del proceso, provocará también consecuencias gravosas sobre la banca de los países que queden fuera de la UME.

Y es que, por desgracia, quedarse fuera no supondrá alivio alguno para tales entidades por multitud de razones, de las cuales voy a escoger a continuación las seis que considero más relevantes:

1) Será necesario, con todo, soportar los altos costes derivados de la inversión en tecnología, formación de personal y otros.

2) Las entidades habrán de convivir con las complicaciones que en sus sistemas de pagos provocarán las operaciones tanto en moneda nacional como en euros.

3) Se verán obligadas a mantener una doble cuenta de tesorería en su banco central nacional.

4) Soportarán, muy probablemente, las restricciones derivadas de una participación limitada y más costosa en las operaciones de mercado abierto del SEBC y del sistema de pagos TARGET.

5) Experimentarán reducciones significativas en sus márgenes.

6) Habrán de sufrir las pérdidas derivadas de la no participación plena en las ventajas inherentes a la integración de los mercados financieros europeos.

CUADRO NÚM. 3 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 al mismo 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.
-

III. LOS MERCADOS Y LA UME

Como es de sobra conocido, el propósito que subyace detrás de la UME es la cristalización de un auténtico mercado único de servicios financieros. Al servicio de ese objetivo estarán la implantación del euro, la instrumentación de una política monetaria única, la entrada en funcionamiento de un sistema de pagos mayoristas 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 productos derivados. Estas modificaciones van a encontrar el terreno abonado por la implantación de la Directiva de Servicios de Inversión (DSI) y los resultados de la innovación tecnológica. La primera supone la libertad de establecimiento y prestación de servicios dentro de la UE, así como un empuje a una deslocalización creciente de la actividad; la innovación tecnológica, por su parte, potenciará una mayor competencia entre mercados, tanto por las facilidades de acceso remoto a éstos y la erosión de las actuales barreras geográficas como por las posibilidades de mejora en los sistemas de registro de valores y de compensación y liquidación de los mismos. El resultado final, del que nadie debería dudar, será una fortísima intensificación de la competencia entre el conjunto de mercados y entidades europeos, pero también entre los mercados dentro de cada país miembro, de tal forma que los más eficientes y competitivos incrementarán su cuota de mercado a costa de los menos eficientes.

Demos un paso más en el análisis antes de descender al examen detallado por mercados. Como es sabido, las divisas que se integren en el euro desaparecerán y, por ende, los mercados cuya existencia se basa en ellas cambiarán radicalmente o, en el caso más extremo, acaso dejen de existir. Ello parece claro en el caso de instrumentos ligados a los tipos de interés o a divisas —los de renta fija o productos derivados—, que se verán afectados por la instauración de la moneda única. Por otro lado, los diferenciales de interés entre los países fundadores de la UME y el futuro de los propios mercados de renta fija se basarán esencialmente en la calidad del crédito de los emisores, en las políticas presupuestarias de los estados miembros 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, parece más que evidente que esos diferenciales, y muy especialmente entre sus activos de deuda pública, tenderán a ser muy reducidos.

Otra cuestión del mayor interés es la de si esos mercados —vuelvo a insistir en que primordialmente se trata de los de renta fija y productos derivados— sufrirán el riesgo de desaparición, entendiéndose por tal su persistencia como mercados

CUADRO NÚM. 4 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 la 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 previsiones 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 iría 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 en los criterios de la 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.

nacionales o la emergencia de un mercado europeo centralizado. Pues bien, en la medida en que persistan emisores nacionales; diferencias, aun cuando mínimas, en su solvencia, y estructuras tanto de negociación como de liquidación propias, parece evidente que, al menos a corto plazo, la actual localización de los mismos no se verá influida por el proceso de unificación monetaria. Ahora bien, ello no supone desconocer que desde hace tiempo se ha iniciado un proceso de armonización de las prin-

CUADRO NÚM. 5 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 transacciones, las economías a escala acabarán con las barreras que favorecerían la fragmentación de la contratación en mercados nacionales.
 - B) Se reforzarán las tendencias en favor de la concentración de la negociación.
 - C) Algunas bolsas desaparecerán, otras tendrán que fusionarse, mientras que las más poderosas potenciarán aún más sus actuales posiciones.

principales piezas de los mercados financieros europeos y que paulatinamente se desvanecerán barreras institucionales, de modo que los mercados se verán forzados a reorganizarse para sobrevivir. Ese objetivo únicamente lo conseguirán aquellos que ofrezcan los menores costes, la organización más eficiente y los servicios más variados y baratos.

Al igual que antes, al hablar de las instituciones de depósito, se puso en guardia sobre las consecuencias que sobre ellas originará el período de incertidumbre en que vamos a estar inmersos hasta la

CUADRO NÚM. 6 MERCADOS DE PRODUCTOS DERIVADOS

- I. *Supuestos básicos*
- Aparición del euro y eliminación del riesgo de cambio.
 - Convergencia 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 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.

primavera de 1998; en el caso de los mercados, los efectos de esas incertidumbres serán, sin duda, más acusados.

No se olvide que las expectativas serán muy diferentes según la UME comience con muy pocos, con muchos o con el número adecuado de países. En la primera de las tres hipótesis mencionadas, se reforzarían las tesis de los partidarios de un retraso y aumentarían las posibilidades de que la UME no entrase nunca en vigor. Por el contrario, una interpretación laxa de los criterios establecidos en Maastricht pondría en cuestión la capacidad de la unión como marco de estabilidad económica, produciría perturbaciones fuertes en los mercados de cambios y originaría una subida generalizada de los tipos de interés. Por último, si los programas de es-

tabilidad económica puestos en marcha por la mayoría de los países de la Unión Europea tuviesen éxito en 1997, y el núcleo inicial de la UME decidido en 1998 fuese el adecuado en opinión de los mercados, los logros serían muy notables. Así, no sólo se eliminarían los riesgos de cambio y se reducirían los costes de transacción, sino, lo que es más importante, se reforzaría la estabilidad económica en toda la zona, se reduciría la inflación y los tipos de interés, se potenciaría el papel de Europa en el sistema monetario internacional y se favorecería, en último lugar, el objetivo de la unión política.

Pero, expuestas estas consideraciones generales, es preciso descender a un análisis más detallado por mercados, que es lo que pretenden hacer los cuadros núms. 3 a 6, en los cuales se ha intentado sintetizar las consecuencias más destacadas que la UME tendrá sobre los cinco grandes mercados financieros y de valores: los monetarios, los de divisas y renta fija, los bursátiles de renta variable y, para finalizar, los de productos derivados. Creo, sinceramente, que los rasgos señalados no precisan de muchos comentarios adicionales, pero intentan servir de base a una discusión.

IV. CONCLUSIONES

Se ha pretendido analizar hasta aquí, y no sé si con poco éxito, las principales consecuencias que el establecimiento de la UME tendrá para las entidades de depósito y los principales mercados financieros y de valores de los quince países miembros. Ahora sólo queda exponer unas conclusiones que quizá sirvan para resumir las tesis básicas en las cuales este trabajo se apoya.

1. A comienzos de 1997, si bien cabe decir que, salvo acontecimientos catastróficos, a principios de 1999 habrá UME, resulta casi imposible precisar qué países la formarán y cuáles serán las relaciones de la unión con los que temporalmente queden fuera. Tampoco se sabe cuándo se decidirá el tipo de conversión de las monedas integrantes con el euro, y quedan pendientes de definir multitud de detalles técnicos de suma importancia tanto para instituciones bancarias como para mercados financieros.

2. Esas incertidumbres añaden riesgos innecesarios a un período —el que va desde ahora mismo a la primavera de 1998— de por sí sometido a tensiones que se traducirán en fluctuaciones de los tipos de cambio y de interés en toda Europa.

3. En cuanto a las instituciones bancarias, se verán sometidas a esfuerzos específicos en el período de transición que va desde 1999 al año 2002. Esos esfuerzos, que se repartirán desigualmente entre sus distintos departamentos, originarán cos-

tes notables y exigirán cambios organizativos de gran calado.

4. Las instituciones de los países integrados en la UME deberán contar, como base de partida, con fenómenos tales como la concentración creciente del ahorro en favor de la inversión institucional, la disminución paulatina de la demanda pública de fondos prestables, una mayor concentración de las grandes empresas europeas y una mayor estabilidad financiera.

5. En el plano de un examen más detallado, parece relativamente claro que los mayores ingresos que esas entidades obtendrán por la prestación de servicios de pagos se verán más que compensados por los menores allegados a través de las tradicionales actividades al por menor y al por mayor. A ello se sumará, muy probablemente, la reducción de los márgenes de intermediación y operativos resultantes de la mayor integración. Y aun cuando pervivirá un cierto grado de segmentación en la banca al por menor, las grandes instituciones bancarias de los países que no accedan a la UME en un primer momento y que tengan dificultades en contener o reducir sus costes se verán en situaciones difíciles.

6. Respecto a los mercados financieros y de valores, lo primero que cabe señalar es que la situación de incertidumbre antes mencionada provocará episodios de volatilidad poco deseables.

7. Los cambios que la UME origine se verán reforzados, en el caso de los mercados, por los efectos ya inducidos por la DSI y por la innovación tecnológica.

8. Como parece lógico, la desaparición de las monedas integradas en el euro acarrearán que los mercados cuya razón de ser esté basada en ellas se transformen radicalmente o dejen de existir pasado un cierto tiempo. Tal sería el caso de ciertos mercados de renta fija o de productos derivados.

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

10. Para concluir, nuestras entidades de depósito y nuestros mercados tienen un tamaño medio, unas estructuras eficientes y unos costes que, si habrán de afinarse aún más, son competitivos. Ello no basta para reconocer que deberemos hacer muchos esfuerzos adicionales para consolidar las actuales ventajas y reforzar nuestras posiciones al objeto de seguir compitiendo en el nuevo marco que se creará en 1999 con el establecimiento de la unión monetaria europea.