

Luis de Guindos Jurado

Director General de Política Económica
y Defensa de la Competencia

1. La posibilidad de que se ponga en marcha la tercera fase de la UME en las fechas previstas es muy elevada, y además crece a medida que el tiempo avanza. Los países que adoptarán el euro vendrán determinados por el grado de cumplimiento de los criterios de convergencia, y en este sentido la principal incógnita, como se ha puesto de manifiesto en las Proyecciones de Primavera de la Comisión, es la capacidad de Italia para alcanzar el 3 por 100 de déficit público en 1997. Además, otros potenciales candidatos como el Reino Unido, Dinamarca y Suecia tienen abierto un proceso interno de decisión sobre su posible incorporación que tendrán que dilucidar antes del examen de la primavera de 1998.

2. La perdurabilidad del proceso de convergencia fiscal a partir de 1999 está garantizada por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento suscrito en Dublín a finales del año pasado, que establece la obligación de que los países integrados monetariamente tengan una situación de equilibrio presupuestario a lo largo del ciclo económico, y fija sanciones para aquellos que excedan el umbral del 3 por 100 de déficit. Por otro lado, la existencia del Banco Central Europeo como responsable del manejo de la política monetaria en la zona del euro llevará, necesariamente, a la convergencia de los niveles de inflación y de tipos de interés. Además, hay que destacar que la mera existencia de la moneda única reduce considerablemente la aparición de perturbaciones asimétricas nacionales, lo que favorecerá la estabilidad del conjunto de la zona.

Sin duda, el principal riesgo para la nueva área monetaria provendrá de la existencia de un elevado nivel de desempleo, lo que exigirá profundizar en el proceso de reforma de los mercados de productos y factores.

3. En primer lugar, hay que destacar que el euro será la segunda moneda de reserva más importante en el mundo, y con el tiempo se acabará convirtiendo en un serio rival del dólar, tanto en las transacciones financieras como comerciales. No obstante, su éxito como moneda de reserva vendrá determinado por la política monetaria que lleve a cabo el BCE y por la estabilidad presupuestaria en Europa.

Además, lo que parece claro es que la eliminación del riesgo de tipo de cambio incrementará el

atractivo de Europa como mercado financiero integrado, incluso más allá que lo que sería el mero sumatorio de los actuales mercados financieros domésticos, puesto que existen importantes economías de escala en este ámbito que se pondrán de manifiesto como consecuencia de la introducción de la moneda única.

4. Independientemente de los costes de adaptación al euro en que las entidades financieras tendrán que incurrir y de la pérdida de ingresos de operaciones en divisas, la culminación del proceso de integración monetaria plantea retos, pero también nuevas posibilidades de actuación para las entidades financieras españolas.

En primer lugar, la desaparición de la moneda propia será el último paso de cara a tener una situación de absoluta competencia entre entidades financieras nacionales y extranjeras, incrementando la transparencia y posibilidades de elección de los clientes, respecto de los intermediarios financieros. No obstante, no pienso que ello suponga una modificación sustancial del entorno en el que se mueven las entidades financieras españolas que ya están sujetas a un elevado grado de rivalidad y concurrencia.

Tal vez más significativo será el nuevo contexto de tipos de interés reducidos en los que se va a mover la economía española como consecuencia de la desaparición de la prima de riesgo que afectaba a los tipos de los activos en pesetas. En este entorno de menor coste de la financiación, los márgenes de intermediación de las entidades financieras se irán necesariamente estrechando hacia los niveles usuales en Europa, lo que hará aún más evidente la necesidad de una escala adecuada en la actuación de las entidades financieras.

5. Aquí es donde parece más evidente la pérdida de protección derivada de la moneda propia. La existencia de una única curva de rentabilidades en euros, con pequeños diferenciales en función únicamente de la calidad crediticia de los emisores, eliminará la segmentación por países que hoy día todavía subsiste en los mercados monetarios y de renta fija, con lo que el contar con una presencia global será más valioso.

Algo parecido ocurrirá con los mercados de renta variable. La ausencia de riesgo de tipo de cambio llevará a que los intermediarios deban contar con una capacidad de análisis del conjunto de las empresas europeas cotizadas y de operativa en los distintos mercados nacionales y no limitada únicamente al mercado propio.

Braulio Medel Cámara

Presidente de la Confederación Española de Cajas de Ahorros y de Unicaja

1. En mi opinión, existe un alto grado de probabilidad de que el proyecto de la unión monetaria europea (UME) se materialice en la fecha prevista del 1 de enero de 1999, si bien no hay que descartar la necesidad de realizar esfuerzos adicionales por parte de algunos países para cumplir los criterios de convergencia. De acuerdo con las previsiones económicas más recientes, trece de los quince países integrantes de la Unión Europea, entre ellos España, están en condiciones de incorporarse a la UME desde su inicio si se hace abstracción del criterio relativo al nivel de la deuda pública en sentido estricto.

Así, en el caso de la inflación, hay que destacar que tal como ha evolucionado este indicador es probable que la media anual del índice de precios al consumo en España sea inferior al 2,4 ó 2,3 por 100, por lo que son muy altas las probabilidades de cumplir con este requisito, máxime cuando en los meses transcurridos del año la media de inflación se ha situado en el 2,3 por 100.

En cuanto a los tipos de interés y habida cuenta de que hasta el próximo año no se conocerá la media registrada por los países europeos, es posible afirmar, a la vista de lo ocurrido durante estos primeros meses del año, que ajustarse a este criterio no será difícil. Algo similar ocurre en cuanto al déficit público. Si el PIB crece en torno al 3 por 100 durante este año, no tendremos dificultad para cumplir con este requisito.

Respecto a la deuda pública, la previsión hay que centrarla en el hecho de que si se cumple el criterio del déficit público, la deuda emitida en porcentaje del PIB bajará, y si, además, consideramos que la media europea supera el 70 por 100, incluso en algunos países este porcentaje alcanza un 127 por 100, hay que pensar que España, con una deuda emitida del 69 por 100 del PIB, cumple este criterio.

El aplazamiento de la entrada en vigor de la UME, después de haber apurado el calendario previsto en el Tratado de Maastricht, podría llegar a tener un coste muy elevado e incluso a sembrar dudas sobre su realización definitiva.

Respecto a la evaluación del cumplimiento de los criterios de convergencia, hay que partir de la base de que la UME tiene un importante componente político, por lo que las decisiones sobre su implantación, aunque basadas en fundamentos técnicos,

van a estar impregnadas de consideraciones políticas, lo que en modo alguno puede ni debe interpretarse como aval para posibles tratamientos discriminatorios.

La configuración de los países participantes desde su inicio en la UME debe sustentarse en bases sólidas y firmes para que la convergencia se mantenga más allá del examen de ingreso. De ahí la importancia de la aplicación de los criterios de convergencia, que debe ir encaminada a verificar un adecuado grado de estabilidad económica que sea sostenible. Considero, por tanto, que la interpretación de tales criterios debe estar presidida por esa orientación fundamental, sin perjuicio de la aplicación de la flexibilidad que el propio Tratado de Maastricht recoge. Dicha flexibilidad queda especialmente patente en relación con los criterios fiscales, en la medida en que el artículo 104c del Tratado prevé posibles desviaciones siempre que prevalezca una tendencia sostenida hacia los valores de referencia.

2. Actualmente, en la Unión Europea se dan las condiciones para un período de crecimiento estable que propicia la sostenibilidad de la convergencia a partir de 1999. Carecería, por otro lado, de sentido emprender un proyecto de tal envergadura como la UME si no se tuviera una perspectiva de continuidad en el tiempo. De no poder mantenerse con carácter permanente, los costes para países concretos y para el conjunto de la Unión Europea serían muy elevados.

A este respecto, los criterios de Maastricht deben considerarse ante todo como criterios de racionalidad económica, por lo que, de forma más o menos explícita, van a seguir teniendo vigencia en el futuro, sobre todo para establecer las condiciones que permitan crear empleo, que constituye un desequilibrio preocupante.

Por lo que concierne a la disciplina presupuestaria, el mantenimiento de posiciones saneadas durante la unión monetaria, según lo acordado en el Consejo Europeo celebrado en Dublín en diciembre de 1996, tendrá lugar en el contexto del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, lo que viene a implicar un refuerzo de la disciplina fiscal respecto a la exigida para el acceso a la UME.

3. Si atendemos a la importancia económica de los países integrantes de la Unión Europea, con un PIB equiparable al de Estados Unidos, y una cuota del 20 por 100 en el comercio mundial, cabe prever que, de forma progresiva, el euro se convierta en la segunda divisa más importante del mundo en las transacciones internacionales e incluso pueda llegar a superar al dólar como divisa de reserva internacional.

De hecho, la zona del euro tendrá el mismo peso económico y comercial que los Estados Unidos y

mayor peso que la economía japonesa. En 1996, la Unión Europea contabilizó el 38,3 por 100 del PIB de los países de la OCDE frente al 32,5 por 100 de Estados Unidos y el 20,5 por 100 de Japón. El comercio externo de la Unión Europea representó el 20,9 por 100 del comercio mundial, comparado con el 19,6 por 100 de Estados Unidos y el 10,5 por 100 de Japón.

La posición del euro estará condicionada, en cualquier caso, por el mantenimiento de los equilibrios económicos básicos y por la autonomía de la actuación del Banco Central Europeo.

4. La introducción del euro, que representa el cambio más espectacular de la historia moderna del sistema financiero en Europa y en España, y que incluso puede considerarse como un proyecto financiero sin precedentes, va a tener importantes repercusiones sobre las instituciones financieras. De entrada, tales entidades se verán obligadas a realizar una serie de ajustes técnicos para hacer frente al impacto sobre los procedimientos operativos (modificaciones de programas informáticos, adaptación de equipos, formación del personal, sustitución de impresos y documentos, sustitución de billetes y monedas, doble información en extractos de cuenta, adaptación de contratos...).

Al margen de las implicaciones en el plano operativo, la UME tendrá claras repercusiones en el marco de actuación, con una integración definitiva y plena de los mercados financieros, al desaparecer la barrera del riesgo de cambio. Todo ello no hará sino intensificar la competencia. En un escenario de mayor dimensión del mercado y con una tendencia a la reducción de márgenes, el control y la reducción de los costes se sitúa en un primer plano, así como la capacidad de ofrecer servicios en el espacio europeo, en el que los medios de pago adquirirán un papel de primer orden.

Otro efecto importante para el negocio de las entidades financieras es el desplazamiento de la banca especializada en el negocio al por mayor hacia el segmento de las pymes y las familias, donde las cajas de ahorros tienen mayor cuota de mercado, por lo que cabe esperar, para un futuro, que se intensifique la fuerte competencia en precios existente en la actualidad. Este proceso ocurrirá porque, con la desaparición del riesgo de cambio, se produce una tendencia a la concentración de las cuentas de tesorería de las empresas en entidades financieras que operan sobre el nuevo mercado único europeo, y en el caso de España, la dimensión de las entidades financieras es inferior a la registrada por las principales entidades de los otros países de la Unión Europea.

5. Por lo que concierne a los mercados monetarios, éstos tenderán a concentrarse, de forma que el volumen optimice la gestión de la negociación de todas las entidades y el control de la autoridad mo-

netaria. Con carácter general, los mercados financieros se verán afectados por una tendencia a la igualación de los tipos de interés para activos de igual riesgo, al desaparecer el riesgo de cambio, y por una ampliación del ámbito de negociación, al unificarse la denominación de los activos. Es previsible que esa ampliación de mercados dé lugar a un proceso de concentración y especialización de los mismos en torno a plazas financieras determinadas. Este proceso de tendencia a la igualdad de los tipos de interés significa, en el caso de España, que los tipos de rentabilidad de algunos activos van a caer. No se trata solamente de que los tipos de interés bajen, sino de la velocidad con que se produzca este descenso. Por ello, es previsible que los activos cuya rentabilidad esté ligada a los mercados monetarios serán los que con mayor rapidez recogerán esta reducción.

José Luis Leal Maldonado

Presidente de la Asociación Española de Banca Privada

1. La UME será una realidad en las fechas previstas por el Tratado de Maastricht y España estará, sin lugar a dudas, en el núcleo inicial de la misma. Es de esperar que, desde el inicio, forme parte de la Unión el mayor número posible de países. En cuanto a los criterios, lo deseable es que se apliquen los previstos en el Tratado, que, en algunos aspectos, contemplan la posibilidad, si bien limitada, de interpretación.

2. En el caso de España no me cabe la menor duda. El esfuerzo fiscal que se está realizando es muy riguroso y permite pensar que el déficit público continuará reduciéndose en los años venideros. Se trata de algo deseable en sí mismo, independientemente de lo firmado en el Tratado. En cuanto a la inflación, dependerá fundamentalmente de la moderación salarial en los sectores que no están sujetos a la competencia internacional; en el resto, la apertura de la economía es la mejor garantía de estabilidad.

3. La importancia comercial de los países que formarán parte de la unión monetaria permite pensar que el euro será una moneda de reserva, lo que brindará nuevas oportunidades a los bancos de la zona. Por otra parte, los mercados financieros en Europa tenderán a unificarse y a ganar en profundidad, lo que redundará en beneficio de los ahorradores europeos. Los beneficios para las empresas y particulares que utilizan el crédito bancario se están notando ya en el actual proceso de convergencia.

4. La desaparición del riesgo de cambio en la zona euro introducirá aún más competencia en un sistema que de por sí es ya muy competitivo, al menos en España. La movilización del ahorro y la inversión se llevará a cabo de manera más eficiente, mejorándose la asignación de recursos. Los bancos deberán diseñar sus estrategias desde la perspectiva global del mercado europeo y el resultado final dependerá de la especialización, de las bazas y de las opciones básicas que cada uno establezca. Lo decisivo, en todo caso, serán los equipos humanos encargados de llevar a cabo las estrategias que se diseñen. El Gobernador del Banco de España acaba de recordar que nadie puede dormirse en la batalla por adaptarse a la moneda única.

5. Los tipos de interés del mercado interbancario van a converger con los que prevalecen actual-

mente en los dos principales mercados, es decir, Francia y Alemania. Lo mismo sucederá con los tipos a largo plazo. Por su parte, la redenominación de la deuda pública, y de una parte sustancial de la privada, llevará, finalmente, a un mercado unificado de títulos en toda Europa. Las carteras de los ahorradores, tanto en España como en el resto de los países de la Unión, tenderán a adecuarse a esta nueva realidad que, por otra parte, extenderá su influencia bastante más allá de las fronteras de la Unión. Al final del proceso, coexistirán en el mundo tres grandes zonas monetarias: la del euro, la del dólar y la del yen, lo que permite pensar en una mayor facilidad para coordinar las políticas económicas, lo que, a su vez, será un factor importante de estabilidad.

Manuel Pizarro

Presidente de Ibercaja

1. Pese a que los criterios de Maastricht se acordaron en una situación de claro crecimiento de las economías europeas, que fue seguida de una recesión posterior contra pronóstico, considero que se están arraigando sólidamente las posibilidades de lograr la moneda única para Europa en enero de 1999. Los mercados financieros, ya sean de activos públicos o de acciones, están cotizando en los últimos meses la más que razonable esperanza de una moneda única en los plazos y en las condiciones previstas. Los dos análisis últimos de la comisión de Bruselas han dado «aprobado» prácticamente general. El esfuerzo realizado por los respectivos bancos centrales y unas políticas económicas orientadas a la consecución de estos objetivos ya están dando sus frutos. La inflación en Europa se encuentra bajo control y la convergencia de tipos de interés, tanto reales como nominales, es una realidad palpable que, *de facto*, ya está unificando las distintas economías.

Los mayores escollos pueden aparecer en el control de las finanzas públicas, aunque el objetivo de un déficit público del 3 por 100 sobre el producto interior bruto (PIB) para el cierre de este año está cada vez más cercano. De un lado, este año las economías europeas parece que van a crecer a mayor ritmo del previsto facilitando, por el mero mayor crecimiento, la disminución del peso relativo de los déficit. De otro, existe una voluntad política clara de reducción del gasto que se ha apoyado en procesos de mejora de la gestión y de privatización donde, en la mayor parte de los casos, los recursos obtenidos se han destinado en parte a la reducción del déficit y a la amortización de deuda pública.

También me gustaría resaltar que el mayor equilibrio entre los ingresos y los gastos públicos se está realizando con un respeto exquisito al modelo de Europa social, sin menoscabo de los sectores sociales menos favorecidos.

Mi convencimiento y deseo es que los criterios para lograr el euro se sustentarán en los objetivos económicos básicos previstos, con las mínimas interferencias políticas. Únicamente cabría esperar, y los distintos agentes económicos así lo aceptan, una relajación del criterio de deuda pública con el límite establecido de que ésta no supere el 60 por 100 del PIB. Esta relajación debería ir acompañada de un compromiso en firme para alcanzar ese nivel en un breve plazo de tiempo. Pero si primasen cri-

terios políticos en el resto de requisitos o en la incorporación de países al euro, la moneda resultante nacería ya lastrada. En su competencia con las otras dos grandes monedas del mundo (dólar y yen), el euro no gozaría de la credibilidad ni de la fortaleza que se buscan con la unificación de monedas europeas. En este sentido, sólo concibo un euro respaldado por economías sanas, equilibradas y competitivas.

En este momento, sólo los criterios de déficit tanto corriente como deuda acumulada pueden ser objeto de reconsideración, pero por razones políticas de otorgar mayor solidez al euro y no de política con minúscula.

2. Este proceso de unificación de monedas es, sin lugar a dudas, novedoso. Por ello, los modelos comparativos no pueden ser del todo extrapolables. Ahora bien, en una Europa económicamente integrada se pueden encontrar paralelismos con los Estados Unidos. El modelo norteamericano funciona con las peculiaridades económicas de cada Estado de la Unión sin plantear dificultades insalvables, aunque la situación actual ha exigido múltiples enmiendas a la Constitución federal primitiva, como exigirá también modificación en el *statu quo* de las relaciones paneuropeas.

En este sentido, creo que Europa podrá operar con una moneda única siempre que los esfuerzos de los distintos países se realicen en la misma dirección. En este proceso se exigirá una mayor armonización en las políticas económicas, con la evidente pérdida de autonomía en cada país en beneficio de una mayor soberanía común. La moneda única, el euro, será también un acicate para que esta armonización se lleve a buen fin.

En junio de este mismo año, el Consejo Europeo que se celebrará en Amsterdam aprobará el Pacto de Estabilidad, que busca asegurar el futuro de la unión económica y monetaria. El mismo contempla la aplicación de medidas de control de déficit público posteriormente a 1999, con sanciones entre el 0,2 y el 0,5 por 100 del PIB si el déficit supera el 3 por 100 sobre esta magnitud. Estas sanciones, según lo acordado en el Consejo Europeo del 14 de diciembre de 1996, serán propuestas por Ecofin. No obstante, faltan todavía por definir muchos supuestos en una lógica prudencia de no colocar el carro antes que los bueyes. Los beneficios que la moneda única traerá con un mercado de 371 millones de personas serán el mejor argumento para que los distintos países vigilen sus grandes cifras económicas.

Además de este Pacto de Estabilidad, el gobierno español ha presentado un plan de convergencia para el período 1997-2000 que ya ha recibido de los ministros europeos calificativos de «equilibrado, creíble y realista». El esfuerzo de España en el último año por alcanzar la convergencia con Europa

muestra resultados extraordinarios. Pero este esfuerzo deberá continuar e incluso profundizarse después de 1999, bien lejos de la llamada euroeuforia, asumiendo desde ahora todos los socios y todos los ciudadanos que será largo el camino e intenso el esfuerzo sin que a ninguno nos sea permitido el conformismo ni la relajación.

3. El euro, tanto en el mercado de acciones como en el de deuda, colocará a los mercados europeos en segunda posición por volúmenes después de Estados Unidos. El euro, por la simple suma aritmética de la capitalización de las bolsas europeas y de la deuda pública, se colocará como segunda moneda de referencia dentro de los mercados financieros internacionales. Actualmente, la deuda en Estados Unidos, según un reciente estudio, alcanza los 8,87 billones de dólares, mientras que la europea llega a los 6,76 billones y la japonesa se sitúa en 3,80 billones de pesetas. Tomando la capitalización de las bolsas, las europeas son algo más de la mitad de los 7 billones de dólares de capitalización del mercado norteamericano, ligeramente por encima del mercado japonés.

Estas cifras sirven para situar la importancia del euro en los mercados internacionales, pero no indican el potencial futuro de la moneda europea. El yen pasará muy probablemente a ser la tercera moneda de referencia en el mundo, siendo el dólar el claro competidor del euro. Sin embargo, los mercados financieros, más desarrollados en Estados Unidos, no reflejan con exactitud el tamaño de las economías. El PIB de Europa en 1995 suma 6.452 millones de ecus frente a los 5.391 millones de ecus de Estados Unidos y los 3.818 de la economía japonesa.

Este desajuste entre el PIB y la importancia de los mercados hace albergar posibilidades sobre un gran crecimiento de los mercados europeos favorecidos por una única moneda, ya sin riesgos de tipo entre cada país. La liquidez de una moneda única con una zona europea que muestra el mayor PIB me lleva a estimar un auge en los mercados que ahora se hace difícil de calcular. En un horizonte de diez o quince años pueden estar, a mi entender, salvadas las diferencias actuales y, superado este período, probablemente sea Europa el primer mercado mundial en la negociación y emisión de activos financieros.

Por tanto, en 1999 el euro será con bastante probabilidad la segunda moneda más importante en las finanzas internacionales y, más adelante, las posibilidades de alcanzar o superar al dólar parecen razonables debido al tamaño de esta nueva economía europea. El equilibrio entre las dos monedas será uno de los factores a tener especialmente en cuenta y nos hace pensar en la posibilidad de un nuevo período de paridades fijas entre ellas. En todo caso, cabe anticipar que estas relaciones serán un puntal de los mercados financieros del futuro.

4. Las entidades financieras son pieza fundamental en el proceso de creación del euro; ellas soportarán, en efecto, los mayores costes de la nueva moneda. Bancos y cajas de ahorros ya han realizado este esfuerzo y ello permite pensar que el 1 de enero de 1999 se puede hacer la transformación de pesetas a euros sin mayores demoras. Asimismo, los ingresos derivados tanto de la operativa por cuenta propia como sobre la realizada para terceros con divisas europeas se perderán con la moneda única. Estos son los aspectos negativos de la llegada del euro, pero también a las entidades les nace un nuevo mercado del euro, tanto en sus operaciones tradicionales de activo y pasivo como en el aseguramiento, colocación e intermediación en los mercados financieros.

Por el lado de la competencia, las entidades españolas han mostrado ya su eficiencia sin que el peso de estas entidades extranjeras en el entramado financiero nacional haya sido muy significativo. La proximidad con el cliente continúa siendo una ventaja para este negocio basado en la confianza. Además, el euro alimentará las operaciones dentro de la propia Unión Europea, lo que supondrá un negocio añadido donde emisores e inversores quedarán deslocalizados y operarán sin ningún riesgo de tipo de cambio en las distintas economías que conformen el euro.

El desarrollo tecnológico de las entidades españolas y el conocimiento actual de otros mercados europeos, por la vía de las alianzas o los intercambios accionariales, son elementos suficientes para que las entidades financieras españolas puedan participar e incluso liderar los nuevos negocios que se generarán con el euro.

La presencia en entidades financieras iberoamericanas da a las españolas una ventaja competitiva respecto a otras entidades europeas. En este sentido, ofrecen un valor añadido en procesos de alianzas estratégicas que, sin lugar a dudas, se van a producir con la implantación del euro. La canalización de ahorro europeo hacia estas áreas geográficas con economías tan prometedoras o la atracción de capitales de estos países cuentan en España con las entidades que mejor conocen este mercado y por el que están apostando durante los últimos años. Conviene recordar que el euro será una moneda de referencia para el resto de economías mundiales y atraerá capitales de todos los países.

Así, la competencia no tendrá unas consecuencias negativas en las entidades que buscarán acuerdos duraderos con otras entidades europeas para acceder con un mayor tamaño a las oportunidades que ofrece una moneda única para cerca de 400 millones de personas y unos 10.000 emisores.

5. El Banco Central Europeo y el Sistema Europeo de Bancos Centrales que se crearán en 1998 cuando se conozcan los países miembros de la unión económica y monetaria serán los responsa-

bles de la política monetaria: mantenimiento de la estabilidad de los precios y seguimiento de la masa monetaria. Los distintos bancos centrales perderán su autonomía en favor de estos organismos, pero ello no afectará a los mercados monetarios donde, eso sí, la estrategia será común. Cada banco central llevará a su propio mercado monetario las directrices del BCE con unos tipos de interés uniformes.

En los mercados de deuda existirán pequeños diferenciales entre unos y otros países de acuerdo con la solvencia de cada economía. Lógicamente, los diferenciales actuales que valoran, primordialmente, el riesgo de tipo de cambio no existirán. Eso sí, la existencia de diferenciales por solvencia hará que cada mercado sobreviva sin mayores problemas con un aumento de la presencia tanto europea como internacional en los distintos mercados de deuda. La renta fija vivirá un gran auge por el aumento de emisores con diferenciales ya más significativos por los distintos grados de solvencia y por el aumento de inversores potenciales.

En cuanto a la Bolsa, la convergencia la va a favorecer considerablemente; de hecho ya lo está haciendo, debido al escenario económico de bajos tipos de interés y de estabilidad. En mi opinión, sin embargo, parece descartada la opción de una gran Bolsa europea, aunque sólo fuera para los valores de mayor liquidez y capitalización debido a la facilidad operativa y a la concentración de información que existe sobre cada valor en su plaza de origen. Eso sí, con el euro se salva una gran incertidumbre en la inversión intraeuropea como es el tipo de cambio y las operaciones se multiplicarán en la búsqueda de las mejores oportunidades de inversión.

La creciente liquidez del mercado español, las mejoras en liquidación y contratación que nos sitúan en los primeros puestos de Europa y la información que genera el propio emisor en el país de origen son argumentos para esperar la continuidad e incluso potenciación de la Bolsa española en su configuración actual.

En los derivados financieros (futuros y opciones), aquellos que toman como subyacente la renta variable continuarán en su funcionamiento actual apoyados por un mayor número de inversores. Los ligados a tipos de interés y a la deuda pública sí pueden sufrir una concentración.

La previsible evolución de la deuda tanto en sus movimientos de alza o baja de las rentabilidades será idéntica en cada país, manteniendo esos mínimos diferenciales antes apuntados. Por ello, en las estrategias de cobertura o en la especulación con estos instrumentos se podrá tomar como referencia un solo bono europeo con el que se abarcarán los movimientos de todas las deudas. Estos mercados sí corren un riesgo en favor de un gran mercado europeo que gozará de una altísima liquidez y que permitirá a todos los inversores especular o cubrir sus posiciones en deuda.

Matías Rodríguez Inciarte

Vicepresidente del Banco Santander

1. Me parece más que probable el mantenimiento del calendario previsto para la UEM. A estas alturas sería un retroceso de proporciones históricas incumplir los compromisos establecidos en el Tratado de la Unión. Cosa distinta es los países que formarán parte de la UEM desde un primer momento. No creo que los criterios para la selección de países tengan un fundamento *exclusivamente* técnico, lo que no quiere decir que haya un predominio de factores políticos a la hora de tomar la decisión final. El Tratado permite una cierta flexibilidad y margen de interpretación que puede dar acomodo a países que no cumplan estrictamente los criterios, pero que es obvio que no pueden estar ausentes de la UEM.

2. Dependerá, en buena medida, de la evolución económica mundial. Si se mantiene el actual ciclo benigno de inflaciones bajas y crecimiento moderado, el mantenimiento de la convergencia será mucho más fácil. Pienso que hay razones para ser optimista a este respecto y no cabe duda que lo avanzado en los últimos años puede dar estabilidad al proceso. Con todo, hay a mi juicio una constante en todos los procesos de integración europeos: su éxito está en gran medida vinculado a la existencia de condiciones macroeconómicas favorables. Sucedió en la década de los sesenta, tras la creación del mercado común y lo mismo tras la incorporación de España y Portugal en la tercera ampliación comunitaria.

A la vista de los datos hoy disponibles, soy optimista sobre el mantenimiento de la convergencia a partir de 1999.

3. El euro puede y deberá tener un peso mucho mayor que el que hoy representan el marco o la libra esterlina dentro de los mercados financieros internacionales. La fortaleza del euro estará vinculada al sostenimiento del pacto de estabilidad y las decisiones monetarias del Banco Central Europeo serán también clave para su credibilidad como moneda de referencia. A medio plazo, el euro debería tener, en relación con el dólar y con el yen, el peso dentro de los mercados que corresponda al tamaño e importancia de las economías de los países que formen parte de la UEM.

4. La incorporación de España a la UEM y el euro va a suponer cambios significativos para las entidades financieras.

Estos cambios van a estar gobernados por un conjunto de impactos, entre los que pueden destacarse los siguientes:

— Mantenimiento de un entorno de tipos de interés nominales bajos y estables.

— Fuerte desplazamiento del ahorro desde los depósitos tradicionales hacia fondos de inversión, fondos de pensiones y seguros.

— Pérdida de importancia relativa en las actividades de *trading* en cambios y en bonos estatales de países OCDE.

— Incremento inicial de costes como consecuencia de los cambios necesarios para adaptar los sistemas informáticos.

De estas tendencias, las dos primeras están presentes ya hoy de forma clara en nuestro sistema financiero, que se ha ido adaptando de forma progresiva a ellas, y en cuanto al incremento de costes, al ser por una vez, no tendrá repercusiones permanentes significativas.

Si tuviera que resumir en una frase lo que puede significar el impacto global, diría que las entidades financieras bien gestionadas no tienen que hacer nada sustancialmente distinto de lo que han venido haciendo en los últimos años. Eso sí, será necesario apostar más claramente por la diversificación geográfica, por los canales alternativos de distribución; en resumen, por todo aquello que haga más estables y diversificados los ingresos y aumente la eficiencia en costes.

5. La unión económica y monetaria es el acontecimiento monetario más importante que se va a producir en los países desarrollados desde que en 1973 quebró el sistema de cambio fijos de Bretton-Woods. De hecho, el euro es una nueva Constitución Monetaria que cambia las reglas de juego, las conductas de los ahorradores e inversores y, por tanto, la estructura competitiva de los sistemas financieros europeos.

Uno de los elementos esenciales de la introducción del euro es la desaparición del riesgo cambiario de las inversiones de cartera realizadas en los restantes países participantes en el área monetaria común.

Ello tendrá como consecuencia un más favorable *trade-off* de riesgo y rentabilidades e influirá en la composición de la demanda de activos financieros que va a verse sometida a un fuerte cambio.

En primer lugar, porque se van a producir cambios regulatorios que van a liberalizar la política de inversiones tan importantes como las compañías de seguros y los fondos de pensiones, los cuales van a poder invertir hasta un 100 por 100 de su patrimonio en activos del área del euro. En segundo lugar, porque la menor volatilidad de los tipos de interés y del tipo de cambio van a fomentar la demanda de

activos de renta fija y renta variable en detrimento de la demanda de activos monetarios. Es decir, porque el euro va a convertirse en la palanca del desarrollo de un mercado de capitales a nivel europeo. Y en tercer lugar, porque el escenario de moderado crecimiento y baja inflación, unido a la dinámica demográfica que lleva al envejecimiento de la población europea y a las presiones sobre los sistemas de protección del Estado del Bienestar, van a suponer un aumento de la propensión media al ahorro a largo plazo de las familias europeas.

Evidentemente, el sector financiero europeo necesita ajustarse a este cambio en la demanda de servicios financieros, iniciando una transformación que debe llevarle a desarrollar algunas de las características del modelo bancario propio de los países anglosajones. Es decir, más especialización, mayor énfasis en los mercados de capitales y mayor preocupación por la eficiencia y la creación de valor para el accionista. Un cambio muy significativo que sólo podrán afrontar las instituciones con el tamaño y los recursos humanos, patrimoniales y gerenciales adecuados.