

Principales cambios en la estructura financiera de la Eurozona desde la introducción del euro^(*)

I. INTRODUCCIÓN

Ha pasado ya año y medio desde la introducción del euro. Hasta ahora, los cambios principales se han producido en los mercados financieros. Entre ellos figura, de manera notable, una rápida integración de los mercados monetarios nacionales en un único mercado, la eurozona, y un rápido crecimiento del mercado de bonos privados en euros. Este último hecho ha ampliado las diversas opciones disponibles para la financiación de empresas dentro de la eurozona. Tal y como se expone en el presente artículo, la estructura financiera de la zona euro está dando señales de una lenta pero robusta evolución hacia un mayor predominio de la financiación directa. En dicho proceso, el euro seguirá actuando como catalizador de una mayor integración y desarrollo de los mercados financieros nacionales de la zona euro hacia una amplia y genuina estructura financiera de dicha zona. Por último, todo esto podría producir un efecto indirecto de incremento de la inversión real y la habilitación del mercado para el control empresarial en la zona euro.

La estructura del presente artículo es la siguiente. El apartado II sitúa la estructura financiera de la zona en perspectiva frente a las estructuras financieras de Estados Unidos y Japón. El apartado III se centra en el proceso de integración que se ha producido en el mercado monetario. El apartado IV se ocupa de los acontecimientos que han tenido lugar en los mercados de deuda de la zona euro a lo largo de 1999, prestando especial atención a lo sucedido en los mercados de bonos privados. El apartado V analiza el desarrollo de los mercados de renta variable en la zona, centrándose de forma especial en la aparición de nuevos mercados para empresas en crecimiento, lo que ha facilitado la financiación de nuevas iniciativas empresariales privadas en la zona euro. El apartado VI trata de la aparición de nuevos instrumentos financieros y de otras iniciativas en los mercados de capi-

tales de la eurozona. El apartado VII atiende a los cambios estructurales en los mercados de divisas, en tanto que el apartado VIII recoge las conclusiones.

II. LA ESTRUCTURA FINANCIERA DE LA ZONA EURO DENTRO DE UNA PERSPECTIVA GLOBAL

La estructura financiera de la zona euro incluye al conjunto de los mercados, instituciones e instrumentos financieros en los once países que adoptaron el euro el 1 de enero de 1999. Los cambios en esta estructura tendrán consecuencias directas e indirectas sobre la economía de la eurozona, ya que los mercados e instituciones financieros son el conducto a través del cual se provee financiación para el crecimiento económico y mediante el que se facilitan las decisiones de inversión de las empresas privadas y las decisiones de consumo de los agentes privados. Además, la introducción de nuevos instrumentos financieros o de innovaciones financieras amplía la gama de posibilidades de financiación empresarial, brinda oportunidades de cobertura contra diversos riesgos financieros y facilita la gestión de las carteras de inversiones.

Existen en la práctica distintas clases de estructuras financieras. En las estructuras de orientación bancaria, la intermediación bancaria o la financiación indirecta son el canal principal para cubrir las necesidades de financiación externa del sector privado no financiero. Por contra, en las estructuras conocidas como "titulizadas", la fuente principal de financiación son los mercados financieros. En este tipo de estructura, las empresas privadas no financieras recurren principalmente a instrumentos financieros a corto plazo (papel comercial) y a largo plazo (obligaciones empresariales) para obtener los fondos necesarios para obtener capital y realizar sus inversiones. Una característica adicional de dicha estructura financiera es la amplia disponibilidad de sofisticados instrumentos financieros tales como los

derivados, mientras que la administración del ahorro privado se institucionaliza de forma creciente hacia las compañías de seguros, los fondos de pensiones y los fondos de inversión y de cobertura. En este tipo de estructuras financieras, la "titulización" (entendida como el proceso por el que los intermediarios financieros reúnen y hacen paquetes con los flujos de caja procedentes de préstamos tales como las hipotecas y los venden como valores) desempeña también un papel importante.

Si bien se están produciendo algunos cambios en la estructura financiera de la zona euro con respecto a Estados Unidos y Japón, aún se puede considerar que se aproxima más a una estructura financiera de orientación bancaria. Una señal de ello es que en 1999, entre las diversas fuentes de financiación de la economía, la parte mayor procedía de préstamos bancarios. En especial, el porcentaje de préstamos de bancos nacionales en circulación (104,2 por 100 del PIB a finales de año) era mayor que el de la financiación mediante emisiones de títulos de deuda nacionales, que se mantenía en un 89,8 por 100, o que el de la financiación bursátil, en donde la capitalización del mercado se situaba en un 90,2 por 100. Hay que tener presente, además, que los títulos de deuda nacionales los emite mayoritariamente el sector público (cuadro núm. 1). Por contra, se puede considerar que la estructura financiera de Estados Unidos presenta más rasgos propios de una estructura "titulizada". En especial, la financiación a través de créditos bancarios

como porcentaje del PIB (47,5 por 100 a finales de año) era muy inferior a la financiación mediante títulos de deuda, que se situaba en un 161 por 100 del PIB, o que la financiación bursátil, en la que la capitalización del mercado se situaba en un 188,9 por 100 del PIB. La estructura financiera de Japón parece menos "titulizada" que la de Estados Unidos, pero más que la de la zona euro. Esta situación refleja en parte el porcentaje relativamente alto de títulos de deuda emitidos por el sector público en el total de títulos de deuda que circulan en Japón.

Continúa la consolidación del sector de servicios financieros

En 1999 continuó la consolidación del sector de servicios financieros en la zona euro. Desde diciembre de 1998 hasta enero de 2000, el número de instituciones financieras monetarias (IFM) (1) de la zona se redujo en casi un 5 por 100, pasando de 9.856 a 9.397. El número del mayor grupo de IFM (las instituciones de crédito) se redujo también en cerca de un 5 por 100, pasando de 8.320 a finales de 1998 a 7.867 en diciembre de 1999.

La reducción del número de instituciones de crédito en la zona euro ha sido una tendencia continuada durante más de diez años. La tendencia a la consolidación del sector bancario refleja la respuesta de los bancos a los cambios en las condiciones del mercado

CUADRO NÚM. 1
ESTRUCTURA FINANCIERA DE LA ZONA EURO, DE LOS ESTADOS UNIDOS Y DE JAPÓN
(PERÍODO: DICIEMBRE DE 1999)

| | ZONA EURO | | ESTADOS UNIDOS | | JAPÓN | |
|---|----------------------------|--------------------|----------------------------|--------------------|----------------------------|--------------------|
| | Miles de millones de euros | Porcentaje del PIB | Miles de millones de euros | Porcentaje del PIB | Miles de millones de euros | Porcentaje del PIB |
| Depósitos bancarios (1) | 4.894,5 | 80,1 | 5.124,4 | 54,2 | 5.482,0 | 113,7 |
| Préstamos bancarios (2) | 6.365,0 | 104,2 | 4.491,9 | 47,5 | 5.223,1 | 92,3 |
| Valores nacionales de deuda en circulación . . | 5.486,1 | 89,8 | 15.308,3 | 161,0 | 6.294,2 | 130,6 |
| – Emitidos por empresas | 214,0 | 3,5 | 2.674,4 | 28,1 | 739,2 | 15,3 |
| – Emitidos por instituciones financieras . . | 1.938,3 | 31,7 | 4.312,7 | 45,4 | 897,6 | 18,6 |
| – Emitidos por el sector público | 3.334,1 | 54,6 | 8.321,0 | 87,5 | 4.657,3 | 96,6 |
| Capitalización del mercado de valores (3) . . . | 5.512,5 | 90,2 | 16.464,1 | 188,9 | 7.294,9 | 166,7 |

(1) Para la zona euro, los datos incluyen los depósitos a la vista, los depósitos con vencimiento pactado y los depósitos reintegrables sobre aviso de IFM distintas de los bancos nacionales o el BCE. Para Estados Unidos, los datos incluyen los depósitos a la vista y a plazo, y los depósitos de ahorro de todas las instituciones bancarias, mientras que en el caso de Japón los datos están referidos a depósitos a la vista y a plazo de los bancos con dinero bancario en cuenta. No se incluyen otras instituciones bancarias que ofrecen sustitutos de depósitos análogos a los citados.

(2) Para la zona euro, los datos incluyen los préstamos a residentes de la zona euro, extraídos del balance consolidado de las IFM. Por cuanto respecta a los Estados Unidos, los datos se refieren a la totalidad de los préstamos de bancos comerciales, cajas de ahorros y sindicatos de crédito (extraídos de las cuentas de flujos de fondos de los Estados Unidos, Reserva Federal), en tanto que en el caso de Japón los datos incluyen la totalidad de los préstamos de las entidades de depósito, tomados del sistema monetario del Banco de Japón.

(3) Como consecuencia del uso de diferentes normas informativas y de distintos métodos de cálculo, los datos no son totalmente equiparables.

Fuente: RIS (deuda nacional), BCE (depósitos bancarios y préstamos de IFM en la zona euro), FMI (depósitos bancarios y cifras del PIB de Japón y Estados Unidos), EUROSTAT (previsión del PIB de la zona euro, capitalización de la zona euro), RESERVA FEDERAL (préstamos bancarios en los Estados Unidos), BANCO DE JAPÓN (préstamos bancarios en Japón).

en Europa, que están impulsados por una serie de factores. Entre estos factores, los que se citan con mayor frecuencia son las novedades tecnológicas, la desregulación, la liberalización y la globalización. La introducción del euro se percibe como fortalecedora de esas fuerzas impulsoras. Es importante destacar que los cambios en las condiciones del mercado varían considerablemente entre las diferentes áreas de la actividad bancaria. Los cambios más notables se han producido en la banca mayorista, con la creación de un gran mercado interbancario integrado en la eurozona. Los cambios en las actividades de la banca minorista se perciben como algo mucho más gradual. La aparición de participantes nacionales mucho más grandes ha sido uno de los acontecimientos principales que han tenido lugar en este campo en 1999.

III. DESARROLLO ESTRUCTURAL EN EL MERCADO MONETARIO DE LA ZONA EURO

Como respuesta a la introducción del euro y al nuevo marco de la política monetaria, el mercado monetario de la eurozona sufrió un proceso de profunda integración y normalización en 1999. No obstante, el grado de integración logrado hasta la fecha difiere entre los distintos segmentos del mercado. Los más integrados son el mercado de depósitos sin garantía y los mercados de derivados. Entre los segmentos relativamente menos integrados del mercado figuran el mercado de *repos* y el mercado de valores a corto plazo –por ejemplo, letras del Tesoro, papel comercial (CP) y certificados de depósito (CDs).

La necesidad de redistribuir la liquidez entre los once países de la zona euro, incluyendo la que aporta el Eurosistema en sus operaciones de refinanciación, ha mejorado el desarrollo de operaciones transfronterizas en el mercado monetario. Dichas operaciones representan actualmente más del 50 por 100 de la actividad conjunta en todos los segmentos del mercado. Esta situación se ha visto impulsada por el buen funcionamiento del sistema TARGET para la transferencia de fondos de gran valor a través de la zona euro y de los demás países de la Unión Europea. TARGET ha desempeñado un papel fundamental facilitando la redistribución de liquidez dentro de la zona euro, así como en la actividad de arbitraje, que ayuda a nivelar los precios vigentes en los distintos segmentos del mercado monetario de la zona. El aumento de la actividad transfronteriza es especialmente notable en los segmentos no garantizados y de *swaps*, y contribuye a explicar su homogeneidad y alto nivel de liquidez. Dicha homogeneidad resulta evidente en los ven-

mientos a un día, como muestran las escasas diferencias existentes en los tipos a un día vigentes en los distintos países de la eurozona. Esto se refleja en los tipos que aportan los bancos más activos de los diversos países de esta zona, que constituyen el panel que se emplea para calcular la referencia básica del precio del mercado a un día: el EONIA (índice promedio a un día en euros).

Además del incremento de la actividad transfronteriza, otros cambios estructurales que se observan en el mercado monetario de la eurozona son la creciente concentración, por los participantes en el mercado, de sus actividades de gestión de efectivo en euros respecto a la situación que predominaba en los mercados monetarios antiguamente fragmentados; la mayor competitividad, el mayor número de contrapartes de que disponen los bancos y el aumento de la liquidez del mercado secundario.

a) El mercado de depósitos sin garantía presenta un alto grado de integración

De los diversos segmentos del mercado monetario del euro, el mercado de depósitos sin garantía es el más integrado. No obstante, vale la pena destacar que en este mercado la liquidez se concentra mayoritariamente en los vencimientos a corto plazo, y en especial en las operaciones a un día. Esta concentración aumentó de forma significativa desde principios del año 1999, con un incremento de un 40 por 100 de los vencimientos a un día entre finales de 1998 y el primer semestre de 1999. Por otra parte, la circulación de vencimientos a mayor plazo, desde una semana hasta un año, se redujo de forma considerable, en consonancia con la preferencia por las operaciones *repo* para vencimientos a mayor plazo y con el gran uso de *swaps* como cobertura en la toma de posiciones respecto al riesgo de los tipos de interés. La inmediata y plena aceptación por todos los participantes en el mercado de EONIA y EURIBOR (tipo de interés interbancario en euros, referencia fundamental para los vencimientos de hasta un año del mercado monetario en euros) ha desempeñado un papel fundamental a la hora de aportar al mercado una referencia uniforme de precios, contribuyendo de ese modo a su plena integración. Todo ello se refleja en los tipos casi idénticos de interés a corto plazo ajustados por riesgo que se aplican a los participantes de los distintos países de la zona euro.

Respecto a los participantes en el mercado monetario, hay que destacar que algunos de los principales, que se centraban previamente en sus mer-

cados nacionales o en los mercados europeos más activos, han ampliado de manera natural el alcance de sus actividades a toda la zona euro. Al mismo tiempo, la aceleración en el ritmo del proceso de consolidación y de fusiones ha promovido la concentración de las actividades de gestión de efectivo y del mercado monetario. Los grandes protagonistas parecen haber reforzado su cuota de mercado, beneficiándose de un mercado mayor y más líquido y de los esfuerzos de reorganización interna, que han mejorado sus posiciones competitivas. Parece que va desarrollándose una pauta de especialización de acuerdo con el tamaño, según la cual los grandes bancos suelen intervenir en el mercado monetario de la zona en operaciones transfronterizas, mejorando de ese modo la integración del mercado y garantizando unas condiciones homogéneas de financiación para los bancos de menor tamaño. Este tipo de segmentación ya existía, en cierto modo, antes de la introducción del euro, y no parece haber producido un deterioro de las condiciones de financiación para los bancos de menor tamaño.

b) Los mercados de repos aún no están plenamente integrados

Si se comparan con el mercado sin garantía, los mercados de *repos* aún no están totalmente integrados en la zona euro, como indica la diversidad de precios existente en el mercado "general colateral", o la parte del mercado en la que los valores canjeados por efectivo son ampliamente aceptados debido a sus características relativamente homogéneas. Entre las principales razones de tal situación figuran las siguientes:

- la divergencia de precios de las obligaciones subyacentes y sus diferentes grados de liquidez;
- la falta de armonización de la documentación legal que se emplea en los contratos de *repos*;
- las dificultades prácticas en la gestión transfronteriza y en la liquidación del colateral,
- el diferente tratamiento fiscal de las obligaciones, y
- una desigual disponibilidad del colateral en la zona euro.

Las operaciones *repo* con mayor plazo de vencimiento parecen resultar más atractivas por ofrecer

mayor seguridad. La expansión del mercado *repo* parece que no sólo está relacionada con la introducción del euro, sino también con la necesidad de limitar el riesgo del crédito y reducir las necesidades de capital. Los *repos* en circulación para vencimientos a más de un día aumentaron significativamente tras la introducción del euro. Esta situación era especialmente visible en los vencimientos a uno y tres meses, aunque la contratación diaria siguió siendo modesta respecto a la de vencimientos a menor plazo. La magnitud de las operaciones estándar también aumentó, convirtiéndose en práctica normal la suscripción de contratos de entre 50 y 100 millones de euros.

c) Cambios en los mercados de valores a corto plazo

En 1999 se produjo un cambio sustancial en la tendencia de los mercados de valores a corto plazo cuando los valores emitidos privadamente sobrepasaron al mercado de títulos públicos a corto plazo (gráfico 1). En comparación con 1998, en 1999 los mercados de valores a corto plazo (letras del Tesoro, CD y CP, principalmente) de los países de la zona euro experimentaron un aumento del importe global en circulación a consecuencia de una sustancial emisión neta realizada por el sector privado. Si bien la emisión y el importe de letras del Tesoro en circulación se redujo (en torno a un 18 por 100 en términos del importe en circulación); dicha reducción se vio compensada sobradamente por el aumento de CD, CP y otros valores emitidos por residentes de la zona euro del sector privado. Más concretamente, el importe de CD y otro papel a corto plazo emitidos por IFM creció en un 51 por 100, mientras que el de los valores emitidos por sociedades no financieras (CP fundamentalmente) aumentó en un 43 por 100. A finales del año 1999, las letras del Tesoro seguían siendo el segmento más importante del mercado de valores a corto plazo de la zona euro. No obstante, a consecuencia de los acontecimientos citados, la magnitud total del mercado de valores de la zona euro emitidos por instituciones financieras (CD fundamentalmente) era casi igual al de las letras del Tesoro, y el conjunto del mercado de papel privado a corto plazo pasó a ser un 23 por 100 mayor que el de las letras del Tesoro. La reducción de la emisión bruta de valores a corto plazo por parte de los distintos tesoros nacionales de la zona euro con respecto a la emisión bruta de instrumentos tales como CD y CP, se debió a los cambios en las pautas de emisión de los sectores público y privado. En el sector público, estas pautas se vieron influidas por la mejora de la posición fiscal de los gobiernos nacionales de la zona euro, así como por un cambio de la composición

del vencimiento de la deuda pública a favor de vencimientos a mayor plazo. En el sector privado, el fortalecimiento de la actividad económica y la tendencia a la desintermediación financiera han fomentado también el aumento de las emisiones de valores privados a corto plazo.

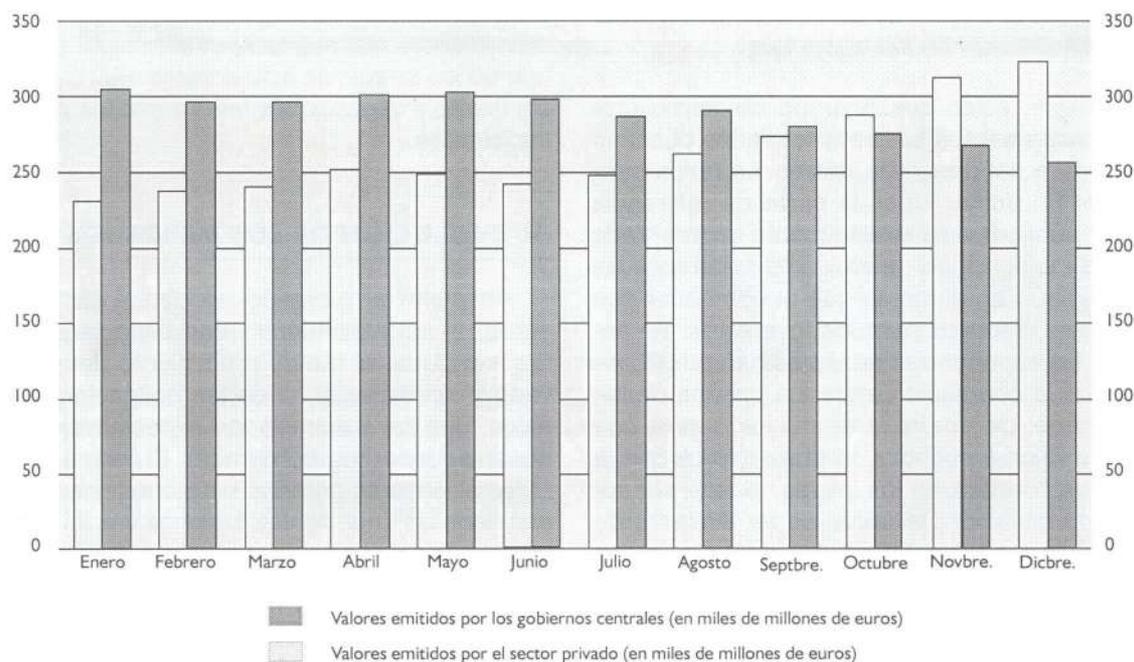
Aunque sólo disponemos de pruebas limitadas, las anteriores observaciones indican que, al revés de lo que ocurre en el mercado de los depósitos sin garantía y, en menor medida, en el mercado de la deuda, los mercados de valores a corto plazo de la zona euro siguen estando bastante fragmentados. Esta situación puede explicarse teniendo en cuenta la naturaleza diversa de dichos mercados y, en gran medida, también por el hecho de que el punto de partida de los mercados de valores a corto plazo en enero de 1999 era muy diferente del existente en el mercado de los depósitos sin garantía, que desde el inicio de la fase tres de la Unión Económica y Monetaria (UEM) gozaba de gran liquidez y estaba muy integrado. Por el contrario, los mercados primario y secundario de los valores a corto plazo estaban escasamente desarrollados, e incluso no existían en la mayoría de los países de la zona euro, y las opera-

ciones transfronterizas desempeñaban un papel muy limitado.

Dos explicaciones adicionales de la limitada integración actual de los mercados de valores a corto plazo son el significativo sesgo interno de los inversores institucionales y ciertos factores técnicos que también son importantes para el mercado *repo*, como la falta de procedimientos adecuados de liquidación para las operaciones transfronterizas, unida a una armonización insuficiente de los procedimientos de liquidación que se emplean en las operaciones nacionales, así como de los marcos legales pertinentes.

No obstante, desde el inicio de la fase tres de la UEM se ha observado un aumento significativo de la actividad y cierta integración en el segmento del papel privado del mercado. Asimismo, pudo observarse una tendencia a una mayor diversificación internacional de las inversiones en los mercados de letras del Tesoro. Se están discutiendo posibles soluciones para consolidar la actual infraestructura de los valores. Todo esto sugiere que puede esperarse un mayor grado de integración y desarrollo de los mercados de valores a

GRÁFICO I
ACTIVOS TOTALES DE VALORES A CORTO PLAZO DENOMINADOS EN EUROS EN 1999 (*)
 (Activos totales en miles de millones de euros)



(*) Los valores se refieren a títulos denominados en euros y emitidos por residentes en la eurozona.
 Fuente: BCE.

corto plazo a medida que vayan superándose gradualmente los obstáculos citados.

d) Desarrollos en el mercado de derivados a corto plazo

Desde el inicio de la fase tres, la integración, la normalización y la profundidad del mercado de derivados a corto plazo han aumentado de forma considerable. El mercado de *swaps* de tipo de interés del euro (en el que los instrumentos de tipo de interés fijo se canjean por instrumentos de tipo de interés variable) mostró un importante aumento en el promedio de operaciones diarias. Su profundidad y su liquidez aumentaron de forma notable a medida que se iba unificando, como confirma la existencia de una sola curva de rendimiento de los *swaps* para toda la zona euro. La mayoría de las operaciones pasaron a ser transfronterizas. El aumento de liquidez se reflejó en los indicadores habituales, como la evolución de los diferenciales de oferta y demanda, que se estrecharon respecto a los vigentes en los mercados de antes de la fase tres de la UEM, y que ahora se sitúan entre uno y dos puntos básicos. Además, la magnitud de la operación tipo aumentó hasta situarse en una media de 50 millones de euros, no siendo inusuales algunas sumas muy grandes (como, por ejemplo, 5.000 millones de euros).

Entre los factores que explican el éxito del mercado de los *swaps*, figuran los siguientes:

1) Los *swaps*, están sustituyendo de forma creciente a los instrumentos basados en títulos públicos para la cobertura del riesgo de interés. La razón para ello es doble. En primer lugar, la curva de referencia de los títulos públicos está relativamente fragmentada a causa de la multiplicidad de emisores soberanos de papel denominado en euros, lo que puede hacer que resulten menos atractivos para los inversores. En segundo lugar, las experiencias recientes han puesto de manifiesto que la correlación entre los precios de los *swaps* y el papel de empresa es mayor que la que existe con los valores públicos, lo que significa que la capacidad de cobertura de los *swaps* puede ser superior. En esta situación, la curva de rendimiento de los *swaps* pasa a ser también fundamental para los instrumentos del mercado monetario.

2) Con la llegada del euro, el arbitraje se realiza hoy más ampliamente mediante *swaps* en toda la zona euro. Esta situación se debe a que los diferenciales de los *swaps* se han reducido a consecuencia de la ampliación del mercado monetario, haciendo

menos costoso el uso activo de *swaps* a efectos de arbitraje.

3) Aunque esta tendencia no esté ligada a la llegada del euro, los participantes en el mercado muestran un creciente interés por los productos extracontables como herramienta eficaz para controlar su riesgo en tipos de interés. Les permite también alcanzar una mejor gestión de sus recursos de capital, al reducir las cantidades necesarias para cumplir los requisitos de capital impuestos por los pertinentes organismos reguladores.

El segmento más activo del mercado de los *swaps* lo constituye el mercado de "los *swaps* indexados a un día", en los que el componente de tipo fijo de la operación se cambia por un componente de tipo variable a un día (el tipo EONIA). El amplio uso de los *swaps* EONIA en la totalidad de la zona euro puede explicarse por el hecho de que están vinculados a un índice negociado en efectivo y por la oportunidad que ofrecen de reducir a un día todos los riesgos de tipo de interés a corto plazo.

Respecto a los demás productos derivados, han aumentado la actividad y la liquidez de los contratos de futuros del mercado monetario. A medida que el EURIBOR se ha ido convirtiendo en el tipo único de referencia, los contratos de futuros EURIBOR han ido sustituyendo a todos los contratos anteriores. Debido al éxito de los futuros negociados en Bolsa, el uso de instrumentos del mercado extrabursátil (OTC), exceptuando los *swaps*, es actualmente muy limitado, y está confinado a operaciones tales como los productos estructurados.

IV. EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS DE DEUDA

Respecto al mercado de deuda denominada en euros, el acontecimiento más espectacular de 1999 fue, sin duda, el rápido crecimiento del mercado privado y, en especial, el de las obligaciones empresariales, que ha superado las expectativas de muchos observadores (cuadro núm. 2). El mercado cobró impulso al lanzarse grandes emisiones relacionadas con una serie de importantes fusiones y adquisiciones. La forma fluida y rápida en que el mercado de las obligaciones empresariales denominadas en euros demostró poder absorber dichas emisiones se consideró, en general, como una señal importante del aumento de su profundidad. No obstante, aún hay margen para una mayor integración de los mercados de deuda en la zona euro (para una exposición más detallada, véase recuadro 1).

Aunque relativamente pequeño en cuanto a volumen –en especial si se le compara con el crédito interior en euros en la eurozona y/o con la magnitud del mercado de deuda privada (incluyendo tanto a las empresas no financieras como a las instituciones financieras) de los Estados Unidos, que es, aproximadamente, tres veces mayor que el mercado de deuda privada denominada en euros–, la tasa de crecimiento anual de la emisión bruta de deuda privada denominada en euros ha sido significativa. Según fuentes de datos comerciales, esta situación ha sido especialmente significativa en el caso de las empresas privadas no financieras y de las empresas privadas de servicios públicos. En general, tal y como se ve en el cuadro núm. 2, en 1999 la emisión bruta de deuda por parte de empresas privadas no financieras aumentó en un 285 por 100 respecto al mismo período de 1998, mientras que la emisión bruta por parte de las empresas privadas de servicios públicos aumentó en un 196 por 100 en el mismo período. No obstante, según datos del BCE, dado que gran parte de dichas emisiones vencía a corto plazo, en diciembre de 1999 el importe de los valores en circulación emitidos por empresas no financieras sólo aumentó un 15 por 100 respecto a finales de diciembre de 1998. En cuanto a la importancia relativa de la actividad de emisión, los mayores emisores privados de 1999 fueron los bancos, con casi tres cuartos del volumen total emitido, seguidos por las empresas no financieras, otras sociedades de financiación y las compañías de servicios públicos. A finales de 1999, según datos del BCE, el importe en circulación de los valores de deuda emitidos por el sector IFM había aumentado en un 12,7 por 100 respecto a finales de 1998. Al mismo tiempo, la importancia relativa del sector público en los mercados de títulos de deuda de la eurozona descendió, por cuanto el importe de los valores en circulación emitidos por el conjunto del sector público aumentó un 4 por 100 a finales de 1999 respecto al mismo período de 1998. El creciente recurso de las empresas privadas al mercado de deuda también resultó visible en el descenso de la impor-

tancia relativa de los préstamos de las IFM a las empresas no financieras en 1999.

Además de la influencia catalizadora de la introducción del euro, el fuerte crecimiento del mercado de deuda privada denominada en euros se ha visto impulsado por una serie de factores que han dado lugar a que el mercado sea mayor y tenga más liquidez, lo que atrae a un grupo mayor de inversores. Uno de los factores más importantes ha sido el progresivo proceso de reestructuración empresarial en Europa, que se ha traducido en una fuerte demanda de fondos por parte del sector empresarial privado. Dado que la introducción del euro ha estimulado la integración de los mercados de capital de la eurozona, las empresas de esta área que intervienen en actividades de fusiones y adquisiciones (M&A) y en operaciones tales como OPA apalancadas (LBO) –en las que la adquisición de una sociedad se financia mediante la emisión de deuda de alta rentabilidad– han financiado tales operaciones en gran medida con importantes emisiones de títulos de deuda denominados en euros, que a menudo sirvieron para pagar “créditos puente” (préstamos sindicados, fundamentalmente). Todo ello dio lugar a emisiones muy grandes, sin precedentes en la historia de los mercados de capitales europeos. En general, la actividad de fusiones y adquisiciones de las empresas de la zona euro aumentó fuertemente en 1999, tanto en el sector bancario como en el no bancario (cuadro núm. 3).

Según los proveedores de datos privados, no sólo aumentó el número de fusiones y adquisiciones en los sectores bancario y no bancario de la zona euro, sino que también lo hizo la magnitud media de dichas operaciones. En el caso de las fusiones y adquisiciones del sector no bancario, el número de operaciones en que intervinieron sociedades radicadas en países de la zona euro, como adquirente o como empresa objetivo de la fusión, aumentó en un 42 por 100 en 1999 respecto a 1998. Además, la magnitud media de las operaciones aumentó en más de un 100 por 100 en

CUADRO NÚM. 2
VOLUMEN DE EMISIÓN BRUTA DE DEUDA PRIVADA
DENOMINADA EN EUROS, POR TIPO DE EMISOR (*)

| | Banca privada | Empresas | Compañías financieras privadas | Empresas privadas de servicios públicos | Total |
|------------------------|---------------|----------|--------------------------------|---|-------|
| Primer trimestre . . . | 50,3 | 229,5 | 22,4 | 116,4 | 63,2 |
| Segundo trimestre . . | 51,6 | 259,3 | 24,6 | 2.541,7 | 78,3 |
| Tercer trimestre . . . | 51,5 | 474,0 | 175,3 | 7,0 | 97,6 |
| Cuatro trimestre . . . | 10,1 | 223,3 | 92,8 | 269,2 | 43,8 |
| Enero-diciembre . . . | 43,0 | 284,6 | 58,1 | 195,8 | 70,9 |

(*) Las emisiones se calculan por su importe nominal.

Fuente: CAPITAL DATA BONDWARE.

CUADRO NÚM. 3
ACTIVIDAD DE FUSIONES Y ADQUISICIONES EN LA ZONA EURO, EN ESTADOS UNIDOS Y EN JAPÓN
(Miles de millones de euros, número de operaciones y crecimiento porcentual con respecto al año anterior)

| | ZONA EURO | | ESTADOS UNIDOS | | JAPÓN | |
|---|---------------------|--------------------|---------------------|--------------------|---------------------|--------------------|
| | Sector bancario (*) | Sector no bancario | Sector bancario (*) | Sector no bancario | Sector bancario (*) | Sector no bancario |
| <i>Valor de las operaciones en miles de millones de euros</i> | | | | | | |
| 1997..... | 41,1 | 174,3 | 86,0 | 857,9 | 1,9 | 15,2 |
| 1998..... | 110,2 | 335,3 | 271,7 | 1.309,5 | 1,5 | 17,1 |
| 1999..... | 174,5 | 1.012,6 | 91,6 | 1.813,8 | 77,1 | 75,1 |
| <i>Cambio porcentual anual del valor de las operaciones</i> | | | | | | |
| 1998..... | 168,0 | 92,3 | 215,9 | 52,7 | -22,0 | 12,1 |
| 1999..... | 58,4 | 202,0 | -66,3 | 38,5 | 5.202,7 | 340,0 |
| <i>Número de operaciones</i> | | | | | | |
| 1997..... | 199 | 4.323 | 596 | 12.325 | 26 | 497 |
| 1998..... | 245 | 5.167 | 651 | 13.757 | 19 | 564 |
| 1999..... | 278 | 7.315 | 535 | 12.402 | 82 | 1.387 |
| <i>Cambio porcentual anual del número de operaciones</i> | | | | | | |
| 1998..... | 23,1 | 19,5 | 9,2 | 11,6 | -26,9 | 13,5 |
| 1999..... | 13,5 | 41,6 | -17,8 | -9,8 | 331,6 | 145,9 |

(*) La definición de IFM según el BCE y la definición de bancos según Securities Data Company no son equivalentes.

Fuente: SECURITIES DATA COMPANY.

1999, situándose en 138,4 millones de euros. Dado que el número de operaciones se incrementó en un 14 por 100, el valor total de las fusiones y adquisiciones del sector no bancario se triplicó en 1999. Respecto al sector bancario, la magnitud media de las operaciones aumentó cerca de un 40 por 100, pasando de 450 millones de euros en 1998 a 628 millones de euros en 1999. A consecuencia de ello, el valor total de las fusiones y adquisiciones del sector bancario de la zona euro aumento casi un 60 por 100 en 1999. El auge de las fusiones y adquisiciones relativas a bancos de la zona euro condujo a una situación en la que el tamaño medio de las operaciones superó en casi cuatro veces al de Estados Unidos, situación muy distinta de la de 1998, en la que la media de fusiones y adquisiciones fue muy similar en tamaño. Por ello, en 1999, el valor total de las operaciones del sector bancario casi llegó a doblar al estadounidense. En el sector no bancario, aunque la magnitud media de las operaciones fue muy similar en la zona euro y en Estados Unidos, el mayor número de fusiones y adquisiciones en Estados Unidos supuso que el valor total de las operaciones se duplicara aproximadamente respecto al de la zona euro.

En Japón, la ralentización del ritmo de la actividad económica parece haber dado lugar en 1999 a un aumento de la reestructuración empresarial. En cuanto a

fusiones y adquisiciones, tanto el número de operaciones como su volumen medio aumentaron de forma significativa en 1999 en los sectores bancario y no bancario. A consecuencia de ello, el valor total de las operaciones aumentó en un 5.203 por 100 en el sector bancario, y en torno a un 340 por 100 en el sector no bancario. Sin embargo, debido fundamentalmente a que la frecuencia de las fusiones y las adquisiciones era menor en Japón, el valor total de las operaciones fue muy inferior tanto al de la zona euro como al de Estados Unidos. No obstante, la magnitud media de las operaciones en el sector bancario japonés fue considerablemente mayor que en la zona euro y Estados Unidos.

Además del aumento de la actividad de fusiones y adquisiciones en la eurozona, el comportamiento del inversor contribuyó también al crecimiento del mercado de deuda privada denominada en euros. Los inversores institucionales comenzaron a invertir crecientemente en obligaciones de mayor rentabilidad, ya que se redujeron las posibilidades de diversificar riesgos entre los mercados de deuda de la zona euro, y debido a la desaparición de las oportunidades de diversificación en distintas divisas a fin de lograr una mayor rentabilidad para un determinado nivel de riesgo de la cartera. Además, la demanda de obligaciones privadas por parte de los fondos de pensiones

Recuadro 1 LA INTEGRACIÓN DE LOS MERCADOS DE DEUDA EN LA EUROZONA

La introducción del euro ha producido cambios significativos en los mercados de deuda europeos. Los antiguos mercados nacionales, en especial en el sector público, se han integrado en mayor medida, habiendo aumentado la actividad tanto del mercado primario como del secundario. Al mismo tiempo, diversos segmentos del mercado continúan con un bajo nivel de desarrollo en cuanto a profundidad, eficiencia e integración. Pese a que se han dado pasos importantes, hará falta tiempo para completar los profundos cambios que se están produciendo y para que la plena integración de los mercados de deuda pueda considerarse como un proceso a medio plazo, y no objetivo inmediato.

La desaparición del riesgo de cambio dentro de la zona euro, uno de los factores clave que limita habitualmente las inversiones transfronterizas, ha permitido que los inversores incrementen de forma sustancial la diversificación de sus carteras de deuda en dicha zona, que anteriormente tenía una significativa orientación nacional. No obstante, aunque muchos inversores europeos han cambiado sus parámetros de referencia (por ejemplo, los índices compuestos por distintos activos en los que basan la diversificación de su cartera) por índices de toda la zona, pueden observarse diferencias en el ritmo de diversificación según el lugar de residencia y el tipo de inversor. Los inversores de los países más pequeños parecen haber procedido a la diversificación con mayor rapidez que los de los países más grandes. Sin embargo, pese a la tendencia general a diversificar en toda la zona euro, ciertos segmentos del mercado de deuda, en especial los menos líquidos, se han mantenido en gran parte dentro del ámbito nacional y no han sufrido muchos cambios.

Con respecto a los precios de las obligaciones, se ha producido un cambio en la importancia relativa de los factores que determinan las diferencias entre los diversos emisores soberanos. Antes de la fase tres de la Unión Económica y Monetaria, la inflación del crédito y las correspondientes diferencias en el riesgo del tipo de cambio eran los principales factores que explicaban los diferenciales de rentabilidad, en tanto que en la Unión Monetaria, además de los aspectos de riesgo de crédito, la liquidez se ha llegado a convertir en un factor básico a la hora de definir las preferencias de los inversores por los diversos bonos del estado en euros. La mejoría experimentada en la consolidación presupuestaria nacional observada a lo largo de los últimos años; el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, y la continua integración del mercado han contribuido a una acentuada reducción de los diferenciales de rendimiento entre los distintos bonos nacionales, cuyo valor rara vez superó los 30 puntos básicos en 1999. En el futuro, la única forma de garantizar una reducción sostenida en los diferenciales de las primas del riesgo de crédito será por medio de una plena convergencia hacia una fuerte financiación pública nacional.

Más allá de la integración de los mercados nacionales, se ha registrado un significativo incremento de la competencia entre los emisores del sector oficial. A consecuencia de ello, los emisores nacionales (y supranacionales) han reconsiderado sus políticas de emisión, así como ciertos aspectos organizativos que afectan al funcionamiento de sus mercados secundarios. Se ha observado una tendencia convergente en las técnicas de emisión hacia prácticas que sean lo más eficientes posible. Las reformas realizadas se han dirigido, en general, a la mejora de la liquidez de la deuda emitida por medio del aumento de la magnitud de las emisiones y, a menudo, han mejorado las condiciones de acceso al mercado de los inversores no residentes.

Sigue habiendo, sin embargo, algunas barreras que se oponen a una mayor integración de los mercados de renta fija de la Unión Europea. Son necesarias una reglamentación suficientemente armonizada de los derechos de propiedad (de especial importancia en el segmento de la deuda peor calificada), una armonización de las normas contables y de los sistemas de gestión de las sociedades mercantiles, una adecuada regulación de los problemas de depósitos y liquidación, y una adecuada armonización de la reglamentación y la documentación legal del mercado *repo*. Además, al contrario de lo que ocurre con la reglamentación bancaria, en la que existe un grupo de normas bastante normalizado, la reglamentación de los valores dista mucho de constituir un marco competitivo común. La necesidad de alcanzar una mayor integración de los mercados de capitales en la zona euro se destaca en el Plan de Acción de la Comisión Europea sobre implantación del marco de los mercados financieros, que se publicó el año pasado. El citado plan fomenta la creación de un solo mercado financiero al por mayor, la apertura de servicios financieros internacionales al por menor y el fortalecimiento de una reglamentación basada en la prudencia. Dentro de su ámbito de competencia, el Eurosistema está realizando también estudios dirigidos a la identificación de campos en los que deban abordarse nuevas iniciativas destinadas a mejorar la integración.

se ha visto apoyada por el sólido crecimiento del mercado de pensiones y de fondos de inversión europeos, así como por la alta tasa de ahorro en Europa. Asimismo, la demanda de oportunidades de inversión en obligaciones privadas por parte de las compañías de seguros, que habían invertido tradicionalmente una parte significativa de sus fondos en préstamos a empresas y en títulos de deuda no cotizados (reflejando en parte el escaso desarrollo de un mercado de deuda empresarial paneuropeo), puede haber prestado un apoyo adicional al desarrollo de este mercado.

Se ha señalado, de hecho, que las consideraciones de liquidez han conducido crecientemente a los inversores minoristas a adquirir obligaciones empresariales a través de los fondos de inversión, lo que ha institucionalizado aún más la estructura financiera y facilitado la absorción de grandes emisiones por los mercados de capital. Todo ello puede atribuirse no sólo a los efectos de la Unión Monetaria, sino también al desarrollo tecnológico que permite la existencia de un mercado de deuda empresarial más profundo y eficiente. En épocas pasadas fue más difícil desarrollar este mercado desde un punto de vista técnico a causa de la heterogeneidad de emisores y mercados.

Por último, respecto a la elección de financiación directa o indirecta, la emisión de obligaciones privadas denominadas en euros puede estar relacionada con la propia estructura financiera. De forma especial, la percepción por los mercados financieros de los riesgos en que incurren los intermediarios puede haberse incrementado por efecto de un aumento de la competencia y de la desregulación del sector de servicios financieros, así como por la mayor exposición de los bancos a los mercados emergentes durante la pasada década. En este entorno, muchos prestatarios han visto que sus calificaciones se situaban por encima de las de los intermediarios financieros y, en consecuencia, han podido financiarse de forma más barata acudiendo directamente al mercado.

V. EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS DE ACCIONES

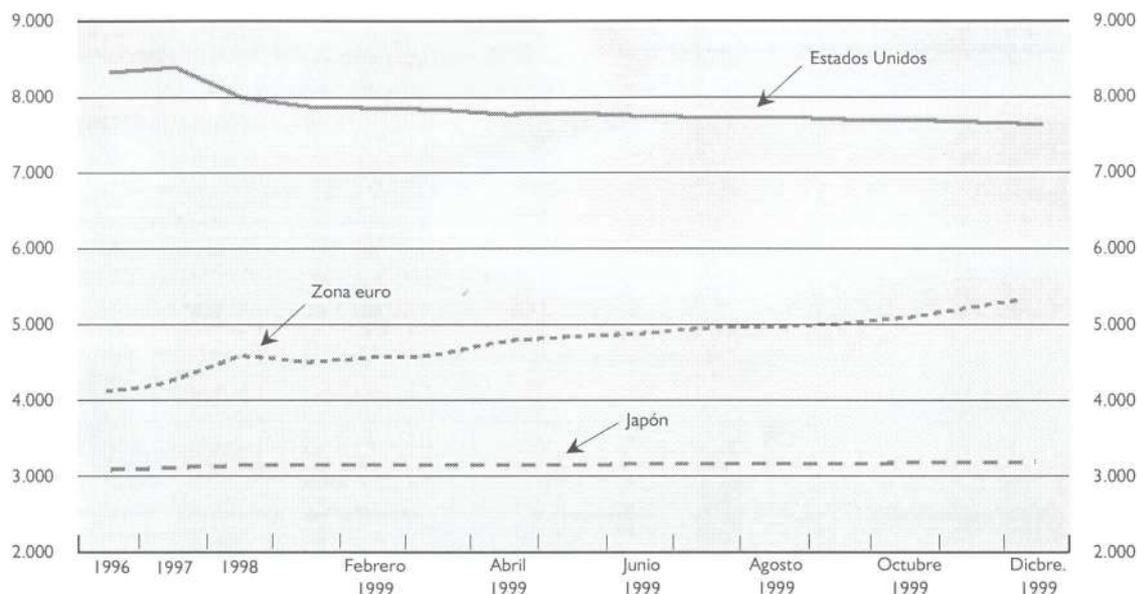
La capitalización total de los mercados de acciones de la zona euro se situó en 5.512.000 millones de euros a finales de diciembre de 1999, lo que suponía un 90 por 100 del PIB. Esto contrasta con la cifra de 3.624.000 millones de euros de finales de diciembre de 1998. Esta situación, además de reflejar un aumento de los precios de las acciones durante

dicho período, en especial en los últimos meses de 1999, indica también un fuerte aumento del número total de empresas que cotizaban en las bolsas de valores de los países de la zona euro a lo largo de 1999 (gráfico 2), que creció en casi un 20 por 100, pasando de 4.519 a finales de enero a 5.386 a finales de diciembre. Contrasta esto con el descenso de casi un 3 por 100 en el número de cotizaciones en Estados Unidos (que pasó de 7.885 a finales de enero de 1999 a 7.657 a finales de diciembre de 1999) y con el leve aumento de un 1,5 por 100 en Japón (de 3.166 a 3.213). Todo ello indica la creciente importancia de la financiación directa en la zona euro y confirma la impresión de que el sistema financiero de la eurozona está cada vez más "titulizado".

La introducción del euro parece haber sido un catalizador para la reestructuración del sector empresarial, la aparición de las denominadas empresas de alto crecimiento y la creciente cooperación entre las bolsas nacionales (como refleja la creación de alianzas entre bolsas de valores). Esto ayuda a las empresas que tenían problemas para lograr financiación bancaria en épocas pasadas a obtener recursos mediante la emisión de acciones, algo que puede resultar más acorde con la naturaleza de su colateral y los perfiles de riesgo de sus beneficios. En esta situación, se produjo en 1999 un aumento significativo del mercado EURO.NM, que es un grupo paneuropeo de bolsas reguladas que trata de lograr que en él coticen sociedades de alto crecimiento. A finales de diciembre de 1999, dicha alianza, (que se estableció a finales de 1997) incluía cinco mercados europeos de acciones de sociedades de alto crecimiento: Le Nouveau Marché (París), Neuer Markt (Francfort), NMAX (Amsterdam), EURO.NM Bélgica (Bruselas) y Nuovo Mercato (Milán). Otras bolsas europeas han mostrado interés por unirse a ella. Respecto a finales de diciembre de 1998, el número total de sociedades que cotizan en EURO.NM aumentó en un 108 por 100 hasta diciembre de 1999 (de 165 a 344). En el mismo período, la capitalización total del mercado pasó de 32.000 millones a 135.000 millones de euros, lo que supone un aumento del 322 por 100 (gráfico 3).

Otras iniciativas en el mercado de acciones son el anuncio de una *joint-venture* entre Nasdaq-Europe e iX para desarrollar un mercado vinculado global para valores paneuropeos de alto crecimiento, que está previsto que empiece a operar en el año 2000 (2), y el EASDAQ, una Bolsa internacional establecida en Bruselas que se centra en atraer cotizaciones de sociedades intermediarias de alto crecimiento con una orientación europea o internacional. En general, la aparición de tales nuevas iniciativas en los últimos

GRÁFICO 2
**NÚMERO DE EMPRESAS QUE COTIZAN EN LAS BOLSAS DE LA ZONA EURO (*),
 DE ESTADOS UNIDOS Y DE JAPÓN**



(*) Los datos referidos a Alemania sólo incluyen a las sociedades nacionales.
 Fuente: FIBV.

años es señal de que el movimiento hacia, y el posterior inicio de, la fase tres de la UEM han ofrecido incentivos a las empresas privadas en Europa, y que más empresas se están posicionando para gozar de los beneficios de la Unión Económica y Monetaria.

VI. APARICIÓN DE NUEVOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS Y OTRAS INICIATIVAS DE LOS MERCADOS DE CAPITALES DE LA ZONA EURO

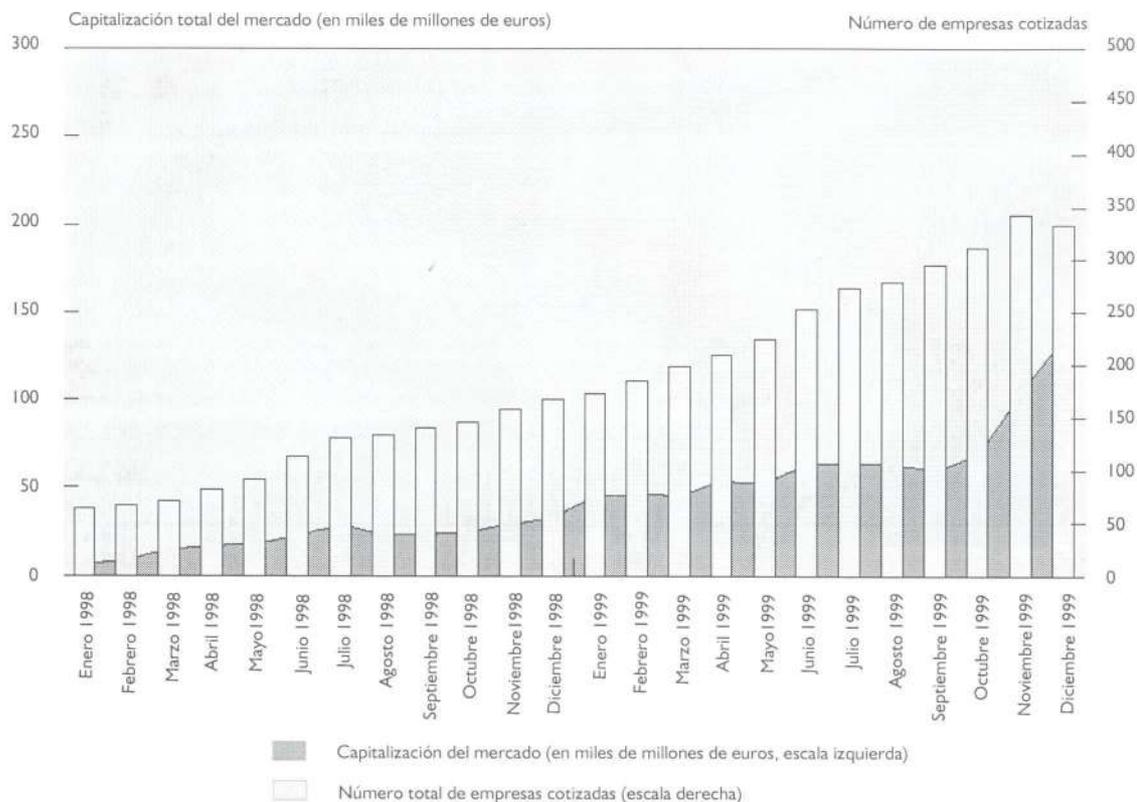
Paralelamente al crecimiento del mercado de deuda privada denominada en euros, la estructura de la financiación empresarial se diversificó más en 1999, al desarrollarse en mayor medida los diversos segmentos de los mercados de capitales de la zona. En este sentido, hay que citar el incipiente crecimiento de un mercado de obligaciones de alta rentabilidad (obligaciones emitidas por instituciones de baja calificación). El mercado de alta rentabilidad ha sido promovido por el aumento de la emisión privada relacionado con fusiones, adquisiciones y OPA, así como por la fuerte demanda de obligaciones de alta rentabilidad por parte de los inversores institucionales. En este aspecto, hay que señalar que la UEM ha dado lugar a una convergencia significativa de la rentabilidad de

las obligaciones del Estado al haber reducido las oportunidades de diversificación.

En general, un número creciente de empresas relativamente pequeñas y con una calificación baja han dado el paso de integrarse en el mercado de deuda privada denominada en euros, y han emitido obligaciones que ofrecen una rentabilidad relativamente alta. El crecimiento del mercado de alta rentabilidad fue sólido en 1999 (cuadro núm. 4). El volumen acumulado de emisiones brutas de obligaciones privadas con una calificación de BAA o inferior (según las calificaciones de la agencia Moody's) aumentó en un 362 por 100 en 1999 respecto a 1998. No obstante, la importancia relativa de las emisiones de sociedades con calificaciones tan bajas como las citadas sigue siendo muy inferior a la de los mercados estadounidenses.

El auge de la actividad de fusiones y adquisiciones que se produjo en la zona euro en 1999 revitalizó el mercado de los préstamos sindicados, en el que los préstamos los realiza un grupo o un sindicato de bancos. Las ventajas de los préstamos sindicados son que pueden gestionarse con mayor rapidez que las emisiones de títulos de deuda, y que prevén que los compromisos de préstamos puedan cancelarse en

GRÁFICO 3
EURO. NM: CAPITALIZACIÓN DEL MERCADO Y NÚMERO DE SOCIEDADES (*)
 Final del periodo



(*) EURO.NM es la Alianza Europea de Bolsas de sociedades de alto crecimiento. Los miembros de EURO.NM y sus mercados respectivos incluyen actualmente a la Bolsa de París (Le Nouveau Marché), la Deutsche Borse (Neuer Markt), las bolsas de Amsterdam (NMAX), las bolsas de Bruselas (EURO.NM Bélgica) y la Bolsa italiana (Nuovo Mecato)
 Fuente: EURO.NM.

que caso de que no se materialice la fusión o la adquisición previstas.

Los mercados de productos derivados de deuda, que se emplean tanto para cobertura como para tomar posiciones, se han estado concentrando en un solo contrato (el contrato *Bund*, que se negocia en Eurex), debido fundamentalmente a razones de liquidez. Además, los *swaps* de tipos de interés se han venido usando cada vez más a efectos de cobertura y valor relativo. También se han introducido los futuros de acciones basados en índices bursátiles paneuropeos. De todos ellos, el de mayor cifra de negocio ha sido el contrato basado en el Índice EURO STOXX del Dow Jones.

Se han creado nuevos sistemas de negociación electrónica como parte de las innovaciones financieras

de los mercados de capital de la zona euro. Con estos sistemas nuevos, se podrán mejorar la eficiencia y la transparencia del mercado. La integración de sistemas de liquidación es aún limitada en la zona euro, lo que se considera que obstaculiza los *repos* transfronterizos, como se exponía anteriormente respecto al mercado monetario.

VII. EVOLUCIÓN DE LA ESTRUCTURA DE LOS MERCADOS DE DIVISAS

La infraestructura para la negociación en euros en el mercado de divisas se desarrolló rápidamente en 1999. La introducción de la nueva moneda coincidió con cambios significativos en la estructura general del mercado de divisas en cuanto a liquidez, volúmenes y participación. Aunque esta evolución estuvo

CUADRO NÚM. 4
VOLUMEN DE EMISIÓN BRUTA DE DEUDA PRIVADA
DENOMINADA EN EUROS, POR CALIFICACIÓN DEL EMISOR (*)
(Porcentajes de aumento anual)

| | AAA | AA | A | BAA e inferior |
|------------------------|-------|------|-------|----------------|
| Primer trimestre..... | 202,1 | 46,7 | 83,5 | 414,6 |
| Segundo trimestre..... | 113,4 | 63,0 | 75,3 | 269,6 |
| Tercer trimestre..... | 76,3 | 35,3 | 100,3 | 100,2 |
| Cuatro trimestre..... | -49,5 | 6,2 | 47,5 | 1.353,5 |
| Enero-diciembre..... | 63,8 | 40,2 | 77,4 | 362,1 |

(*) Las emisiones se calculan por su importe nominal.

Fuente: CAPITAL DATA BONDWARE.

impulsada fundamentalmente por factores globales (tales como fusiones bancarias, una reducción en las preferencias por el riesgo y el creciente uso de sistemas de corretaje electrónico), la transición a la UEM ha sido también uno de los principales catalizadores que desencadenaron este proceso de racionalización. Entre los principales cambios observados figuran los siguientes:

- Se ha adoptado ampliamente el convenio de cotización recomendada del euro, "cierto por incierto" frente a todas las demás monedas (por ejemplo: 1 euro = X unidades de la moneda Y). La cotización de las monedas nacionales de curso legal cesó en gran medida en el mercado interbancario y para los grandes clientes empresariales. No obstante, los bancos siguen encontrándose con demandas de cotización de las monedas nacionales por parte de minoristas y pequeños clientes empresariales, lo que se espera que continúe hasta que los sistemas contables se hayan ajustado plenamente al euro.

- El número de participantes en el mercado se ha reducido a consecuencia de las fusiones bancarias y de la centralización de las operaciones en euros por los bancos e instituciones centrales.

- Se ha producido también un declive en la tradicional función de creación del mercado de divisas y en la disposición de los bancos a cotizar precios recíprocos. Dicho de otro modo, se ha reducido el número de intermediarios dedicados a cotizar en cualquier momento precios recíprocos a sus contrapartes (esto es, dispuestos a comprar o vender en cualquier momento una moneda a instancias de su contraparte). La principal fuente de liquidez al contado en las principales monedas, incluyendo el euro, se halla ahora en los sistemas de negociación electrónica, en los que los intermediarios pueden realizar operaciones sin tener que ofrecer precios recíprocos a sus contrapartes.

- El volumen de negocio en el mercado de divisas se ha reducido globalmente por algunas de las razones antes expuestas. No obstante, las reducciones han sido más acentuadas en algunos centros financieros en euros, cayendo en algunos casos las ventas en más de un 30 por 100. Una parte significativa de esta más que notable contracción puede atribuirse al efecto mecánico de la introducción del euro, por la que desapareció la negociación transfronteriza entre monedas de la eurozona. Puede reflejar también el hecho de que muchas operaciones cruzadas se realizaban vía dólar estadounidense.

- En su mayoría, los márgenes de operaciones en que intervenía el euro se redujeron rápidamente tan pronto el mercado se acostumbró a negociar y contabilizar en la nueva moneda. Los márgenes (esto es, los diferenciales habituales entre los precios de oferta y demanda) de las operaciones estándar en euros contra el dólar estadounidense, la libra esterlina y otras monedas no participantes fueron pronto muy similares en términos porcentuales a los vigentes antes de la UEM para operaciones similares contra el marco alemán. La principal excepción han sido las operaciones entre el euro y el yen japonés, en las que los márgenes han continuado siendo más amplios y variables que los de las operaciones entre el marco y el yen.

VIII. CONCLUSIONES

La introducción del euro a principios de enero de 1999 produjo un cambio significativo en el entorno económico y financiero. Los cambios más notables que tuvieron lugar en 1999 ocurrieron en la estructura financiera de la zona euro, con ciertas señales de que los mercados de valores de la zona se están haciendo más importantes. La integración de los mercados monetarios nacionales en un único mercado de la eurozona para liquidez a corto plazo progresó pausadamente. Además, el rápido crecimiento del mercado

privado de deuda denominada en euros y el correspondiente progreso de instrumentos financieros tales como las obligaciones de alta rentabilidad han aumentado el número de opciones disponibles para la financiación de las empresas de la zona euro. Todos estos acontecimientos podrían modificar de una manera más fundamental la estructura de la zona euro en los próximos años. Una mayor integración mejoraría la eficiencia de los mercados financieros de esta zona, lo que beneficiaría tanto a prestatarios como a inversores.

NOTAS

Nota del editor. Título original: "Main Changes in the Financial Structure of the Euro-Zone since the Introduction of the Euro", en OCDE, *Financial Market Trends*, nº 76, junio de 2000, págs. 109-127. Traducción de DÍORKEI, revisada por el Departamento de Sistema Financiero de la Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas para la Investigación Económica y Social (FUNCAS).

(*) Preparado por Javier Santillán, de la Dirección General de

Operaciones del Banco Central Europeo, y por Adrian van Rixtel y David Marques, de la Dirección de Política Monetaria, Dirección de Economía General, del Banco Central Europeo. Se agradecen los comentarios de Francesco Papadia, Hans-Joachim Klöckers, John Fell y Denis Blenck. El presente trabajo se basa en gran parte en el artículo "La zona euro un año después de la introducción del euro: características y cambios básicos en la estructura financiera", publicado en el *Boletín Mensual del BCE* de enero de 2000, páginas 35 a 49. Parte de la información de dicho artículo se basa en estudios de mercado realizados por el ESCB en el segundo y tercer trimestres de 1999.

(1) Las instituciones financieras monetarias (IFM) son instituciones financieras que constituyen el sector de emisión de dinero de la zona euro. Incluyen el Eurosistema, las instituciones de crédito residentes, tal y como dicho término se define en la legislación comunitaria, y otras instituciones financieras residentes cuya actividad consiste en recibir depósitos y/o activos similares de entidades distintas de las IFM, y en otorgar créditos por cuenta propia (al menos en términos económicos) y/o invertir en valores. El último grupo lo forman fundamentalmente los fondos del mercado monetario.

(2) El 3 de mayo de 2000, Nasdaq Europe Ltd e iX-International Exchanges plc (formada por la Bolsa de Londres y la Deutsche Börse) constituyeron una *joint-venture* para desarrollar un mercado para acciones paneuropeas de alto crecimiento. Se espera que la fusión se consuma en el otoño de 2000.