

IMPLICACIONES ESTRUCTURALES PARA LOS MERCADOS E INSTITUCIONES FINANCIERAS TRAS LOS ACUERDOS DE MAASTRICHT^(*)

José Pérez

Los acuerdos de Maastricht significan el final de un largo proceso de liberalización e integración de los mercados nacionales en un espacio financiero europeo único. En este sentido, tienen efectos muy importantes, en la medida que refuerzan el impacto de la liberación de los movimientos de capital y de la creación de un mercado único de servicios financieros. Ello es así porque introducen mayor certidumbre en este proceso, tienden a hacerlo irreversible y eliminan a la larga una imperfección que dificultaba la competencia en los mercados europeos, al establecer finalmente la moneda europea y una sola política monetaria.

La sustitución de once monedas y las correspondientes políticas monetarias por una moneda europea única y una sola política monetaria, significarán la desaparición de los riesgos de cambio entre los países de la CEE y el establecimiento de un solo tipo de interés para activos de igual riesgo y liquidez. La reducción de incertidumbres que ello entrañará disminuirá las primas de riesgo incorporadas en los tipos de interés. Por otra parte, la naturaleza de la deuda pública de los Estados nacionales europeos -ya sean gobiernos centrales, regionales, locales u otros entes públicos- cambiará, de modo que dejarán de ser un activo sin riesgo, ya que los Estados nacionales perderán su capacidad de financiar sus déficit recurriendo a la emisión de dinero y la Comunidad o los restantes Estados miembros no responderán de sus deudas. Estas consecuencias de los acuerdos de Maastricht alcanzarán toda su virtualidad en una fecha situada entre 1997 y 1999. En la etapa de transición, y a medida que se progrese en el cumplimiento de los requisitos de paso a la Unión Monetaria, se producirá una convergencia de los tipos de interés, de modo que éstos se acercarán a los de los países con inflación más baja y estable. La igualación de tipos de interés para activos de igual riesgo y liquidez se producirá, aún con anterioridad a la fecha de paso a la Unión Monetaria, para aquellos países en que haya certidumbre de que van a participar en ella. Esto implica que los tipos de interés reales caerán en los países de inflación más elevada tan pronto rebasen -con visos de permanencia- los umbrales de las diferencias de inflación y las cifras de déficit y endeudamiento público requeridas para participar en la Unión. Por ello, las expectativas de convergencia de los tipos de interés contribuirán a que, en la fase de transición, se registren con frecuencia curvas de rendimientos por plazo con pendientes negativas en los países de inflación más elevada que sean candidatos a estar en la Unión desde un primer momento, y esto ocurrirá en mayor medida cuanto menos recurran a la política presupuestaria como herramienta de convergencia.

Finalmente, en la etapa de transición se reducirán progresivamente las incertidumbres cambiarias y ello estimulará los desplazamientos de capital hacia los países con inflación y tipos de interés más elevados. La libertad de movimientos de capital estimulará este proceso y, con ello, la convergencia referida de tipos de interés.

En cuanto a las consecuencias para los *mercados de valores*, el establecimiento de una moneda única europea significará que, en la etapa final, el riesgo de cambio dejará de ser relevante en las decisiones de cartera dentro del espacio europeo. Es decir, en estas decisiones dejará de ser relevante el país -por razones

(*) Resumen de la conferencia que, con el mismo título pronunció D. José Pérez, Director General de Estudios del Banco de España, en el Encuentro celebrado en El Escorial el día 30 de Enero de 1992, organizado por Euroforum, sobre "Después de Maastricht: España y las exigencias de la unión monetaria europea".

de moneda o de solidez de políticas macroeconómicas- y pasarán a ser relevantes, de un lado, la selección de "empresas", "industrias" y "áreas geográficas" por razones de resultados o rendimiento medio esperado y, de otro, la eficiencia de los mercados como punto de atracción de negocios.

En cuanto a la localización de los mercados, la Unión Monetaria no favorecerá necesariamente la centralización de los mercados monetarios y de valores en una sola plaza. Esta no es por otra parte deseable en aras de una mayor eficiencia, ya que las ventajas de naturaleza dinámica asociadas a la concurrencia entre centros -especialmente manifiestas en el terreno de la innovación competitiva en un mundo de rápido progreso técnico y grandes avances de la economía financiera- se contraponen a las ventajas de economías de escala que puedan alcanzarse en un solo centro -fundamentalmente reflejadas en aumentos de la liquidez y en reducción de costes operativos en la contratación, compensación y liquidación de valores- y éstas últimas pueden lograrse en gran medida mediante una interconexión adecuada o la concentración de algunos servicios. Por ello, la organización de estos mercados europeos estará estructurada probablemente en "dos pisos": grandes plazas y mercados regionales.

La existencia de políticas fiscales independientes y de distintos mercados primarios nacionales de deuda pública actuará en favor de unos mercados secundarios de deuda descentralizados, y las sinergias con otros mercados de renta fija privada, sumadas a las ventajas de proximidad para el análisis de rentabilidad y riesgo, serán factores -aparte de motivos culturales y de lengua- que favorecerán la descentralización de unos mercados europeos integrados de dinero y valores. Es más, la localización del Banco Central Europeo no tiene que conducir a la existencia de un gran centro que vacíe los mercados monetarios nacionales -aun cuando tienda a existir un gran centro de arbitraje, probablemente en Londres-, siempre que las decisiones de política monetaria -incluida la decisión de intervenir en mercado abierto- sean absolutamente centralizadas y la ejecución administrativa sea descentralizada.

La capacidad de los mercados nacionales -de dinero y de valores- para retener y reforzar su importancia dependerá en última instancia de su organización, de su flexibilidad, de su eficiencia operativa, de su liquidez, de la capitalización y capacidad de análisis de sus intermediarios, de la existencia de normas de conducta y supervisión apropiadas -lo cual no significa que sean necesariamente muy estrictas- y de su conexión eficaz con los otros mercados nacionales y los grandes centros.

La modernización y competencia entre centros financieros iniciada en 1987 y que se verá reforzada por los acuerdos de Maastricht, están aumentando y aumentará la competencia entre los mercados de valores y centros bursátiles nacionales, elevando su eficiencia operativa y de difusión de información. Por ello, la decisión de ir a la Unión Monetaria significa en el largo plazo, de un lado, reducción de los incentivos para diversificar carteras por razones de riesgo cambiario y, de otro, aumento de las posibilidades e incentivos para diversificar por la mayor eficiencia operativa y por la mayor disponibilidad de información. Esto, sumado a la libertad de movimientos de capital y a la existencia de un mercado único de servicios financieros, contribuirá de forma muy significativa a la integración plena de los mercados de valores europeos, de modo que, a tenor de la evidencia empírica disponible, el segundo efecto dominará sobre el primero.

En la fase de transición tendrán un atractivo mayor los valores del sur de Europa siempre que se instrumenten políticas adecuadas tanto en el ámbito macroeconómico como en el microeconómico, es decir, siempre que se instrumenten políticas orientadas tanto a asegurar la convergencia nominal como a mejorar la eficiencia y rentabilidad de la economía. Y todo ello condicionado, desde luego, a un comportamiento apropiado de los agentes económicos, que abandonen las perspectivas miopes del corto plazo para aprovechar las ventajas en términos de mayor bienestar y de acercamiento a Europa que implica la participación en la Unión Económica y Monetaria.

Los mercados de valores españoles deben aprovechar esta oportunidad para reforzar su eficiencia y

completar su proceso de modernización, de otro modo se vaciarán y desplazarán hacia otros centros -por ejemplo, Londres-. Las reformas efectuadas en el último lustro constituyen una base firme para retener su importancia como "mercado regional", pero debe hacerse aún más en el terreno de la mejora y reducción de costes de los servicios de compensación y liquidación; de flexibilización y adaptación de los sistemas de negociación a nuevos requerimientos y de desarrollo de un mercado de renta fija privada, preferiblemente descentralizado, que ha de apoyarse en sistemas de negociación conducidos por precios (y no por órdenes) y en normas de conductas apropiadas; de establecimiento de bases firmes para un mercado hipotecario con la creación de una importante gestora -aun cuando no única- transformadora de participaciones hipotecarias en valores; de mayor capitalización y capacidad de análisis de las sociedades de valores; etc.

En resumen los acuerdos de Maastricht contribuirán a intensificar el proceso de integración de los mercados de valores europeos y a aumentar su eficiencia operativa y de difusión de información. Ello implicará unas mayores posibilidades de diversificación por empresas, industrias y áreas, que compensará con creces la desaparición de los incentivos para diversificar por razones de riesgo cambiario en el ámbito europeo. Esta última contribuirá, sin embargo, a aumentar la presencia de valores de otras áreas monetarias en las carteras europeas. En cuanto a la localización de los mercados es cierto que habrá estímulos para un gran centro de arbitraje, pero ello no significa necesariamente -ni es deseable desde el punto de vista de la eficiencia económica- que vayamos hacia la centralización de los mercados europeos en una o dos plazas.

* * *

Los desarrollos referidos, y en particular las posibilidades de mayor diversificación de carteras, fortalecerán el papel de las *entidades de inversión colectiva* en toda Europa y su competencia a través de las fronteras. Por ello, la explosión reciente de los fondos de inversión, los estímulos a los fondos de pensiones y a fórmulas de ahorro popular y la reforma de la industria del seguro son pasos fundamentales para garantizar la competitividad del sector financiero español y evitar que éste se traslade más allá de las fronteras nacionales. Las instituciones de inversión colectiva españolas deberán hacer más uso de las posibilidades de diversificación fuera de España tanto en la transición como en la etapa final de la Unión Económica y Monetaria.

Para las *entidades de crédito y depósito*, las decisiones de Maastricht implicarán la reducción de los departamentos de cambio y el aumento de los servicios de pagos con Europa. Lo primero ocurrirá cuando se implante la moneda única, lo segundo está ocurriendo ya y ocurrirá en mayor medida con la integración creciente de los mercados de bienes y servicios y la intensificación de los movimientos financieros.

El aumento de la eficiencia operativa y de difusión de información de los mercados de valores y el impulso a la inversión colectiva, antes reseñadas, redoblarán la competencia con las entidades bancarias desde dentro y desde fuera de nuestras fronteras. La mayor competencia y la reducción de márgenes de intermediación es, por tanto, irreversible. Esta competencia, más evidente hoy en el terreno de la captación de fondos, se intensificará sin ningún género de duda en los mercados de crédito como consecuencia de la liberalización de los movimientos de capital. Esto se producirá por la vía de la mayor oferta de crédito desde más allá de nuestras fronteras y también a través de los mercados de papel comercial y renta fija, en las que se producirá un aumento de la demanda de no residentes. Ello lleva a la necesidad ineludible de reducir costes operativos, mejorar la eficiencia y elegir adecuadamente las áreas de negocio según sus ventajas comparativas.

Como en el caso de los mercados de valores existe un sitio muy importante para mejorar eficiencia y reducir costes -las ya referidas en el mercado hipotecario, la creación de entidades de participación en la información sobre riesgos de crédito de consumo, el perfeccionamiento de los sistemas de compensación y pago, etc. La cooperación en el ámbito privado y las políticas públicas denominadas "de oferta" son, en este sentido, fundamentales para reforzar la competitividad y eficacia de una industria que, como la de servicios

financieros, genera más de 7,5% del PIB bruto español y emplea a más de 300 mil personas (2,5% de la población ocupada total de la economía) .

Los ajustes de costes, las mejoras de formación de personal, el desarrollo de las infraestructuras de comunicación, el mantenimiento de la solvencia y de reglas de conducta apropiadas mediante una política de regulación y supervisión financiera adecuadas, son factores fundamentales en este sentido. Asimismo lo es la existencia de una fiscalidad competitiva; máxime si se acepta: que la armonización fiscal europea va a producirse fundamentalmente por la vía de la competencia hacia unos mínimos, que los restantes Estados europeos están actuando por esta vía con el fin de estimular el ahorro y, en fin, que España necesita recursos exteriores para financiar la inversión, aumentar el potencial de crecimiento económico y de generación de empleo y reducir las diferencias de bienestar que nos separan de Europa.

* * *

Los beneficios para familias y empresas de una moneda única y de una mayor eficiencia y competitividad de los mercados financieros europeos son evidentes. Esos beneficios se resumen con frecuencia en una disminución de los costes de transacción y en una reducción de las primas de riesgo, que llevará consigo un descenso de los tipos de interés reales, especialmente en los países que tienen actualmente una inflación más elevada. Sin embargo, hay que subrayar, además, las ventajas que la desaparición de una barrera importante -la impuesta por la existencia de diversas monedas- tendrá sobre la integración y eficiencia operativa de los mercados financieros europeos, con el reflejo consiguiente sobre la disponibilidad de mayores oportunidades de colocación de ahorro y de financiación de proyectos para familias y empresas.

Algunas de estas ventajas están ya en buena medida disponibles para las grandes unidades y en particular para los ahorradores más ricos y para las empresas de gran tamaño, que pueden afrontar los costes de información actuales y que disponen de mecanismos de cobertura de riesgo adecuados. Los beneficios futuros serán, por tanto, fundamentalmente para las unidades medianas y pequeñas, que dispondrán de más alternativas y disfrutarán de las ventajas de un mundo más competitivo, en términos de mejores retribuciones al ahorro, mayor diversificación de riesgos y menores costes de capital.

Los gobiernos nacionales, por el contrario, verán cercenadas, en este mundo más abierto y competitivo, las posibilidades de establecer regulaciones que favorezcan su financiación y verán reducidos sus derechos de señoreaje, sean por coeficientes obligatorios o sean por el derecho de acuñación de monedas y emisión de billetes. Además, la fiscalidad sobre el ahorro deberá quedar establecida en términos armonizados, a través, probablemente, de un proceso de competencia hacia unos mínimos aceptados en el conjunto del ámbito comunitario que evite el desplazamiento de los mercados financieros fuera del área.