

## CONSIDERACION EN TORNO AL FUTURO DE LOS MERCADOS DE CAPITAL EN EUROPA.

Carlos de Otto

Socio de Andersen Consulting

La carestía, escasez y coste de capital que padece el mundo desarrollado, junto a la internacionalización de la economía y a la transformación tecnológica de los mercados, está replanteando los modos y vías de acceder a las fuentes de capital. Las leyes, la industria financiera y los mercados empiezan a acusar esta transformación, y en países como Japón, U.S.A. o el Reino Unido con mercados financieros más desarrollados los cambios y tendencias que la acompañan ya se han manifestado.

En los últimos años, con particular virulencia desde 1986, los mercados y los operadores han disfrutado de una euforia desconocida incluso en tiempos de mayor bonanza de la economía. El despertar del Lunes Negro de octubre de 1987 puso en evidencia las debilidades del entorno y la necesidad de adecuar la gestión y los mercados al volumen y perfil de la demanda de servicios financieros que los nuevos tiempos demandan, y que podríamos resumir en las siguientes:

1. Los inversores institucionales deben conocer mejor las fuerzas y funcionamiento de los mercados.
2. Los mercados deben dotarse de los medios y sistemas que permitan hacer frente al nacimiento de los volúmenes de contratación (compensación y liquidación, cotización, diseminación de información, etc.).
3. Por parte de la industria financiera (los operadores):
  - a. Disponer del personal experimentado y de los medios informáuticos adecuados.
  - b. Acompasar la innovación a las necesidades reales de la demanda.

Europa en su conjunto, y España en particular, no van a ser excepción, y, aunque cabe pensar incluso en una aceleración de este proceso, propiciado por la liberalización de los movimientos de capitales y de los servicios financieros al amparo de las directivas comunitarias, deben aprovechar el inferior grado de desarrollo de sus mercados y la relativa calma del momento para preparar el futuro.

En este contexto se impone una reflexión en torno a las tendencias que van a configurar el futuro, a fin de perfilar una estrategia que permita un posicionamiento competitivo en el nuevo escenario.

Tomando como base el estudio Delphi elaborado por Arthur Andersen & Co. en torno al futuro de los Mercados de Capitales en Europa (European Capital Markets: A Strategic Forecast, enero 1989) intentaremos, en lo que sigue, dar un repaso a los aspectos que van a presidir los nuevos escenarios, a saber:

1. Las fuerzas en acción y las tendencias de la demanda, de los mercados y del marco legislativo.
2. Impacto en la estructura de la industria financiera y de los mercados financieros.
3. Los cambios en los modos de gestión y la identificación de estrategias competitivas.

Las conclusiones del estudio se han obtenido siguiendo el método Delphi, a través de entrevistas y encuestas a más de 1.000 expertos de 15 países (C.E.E., Suiza, Estados Unidos y Japón).

#### Perfil de la Demanda de Servicios Financieros. El Marco Legislativo.

Conviene analizar en primer lugar las tendencias más relevan-

tes en las dos fuerzas que configuran el medio: la demanda de servicios financieros, por un lado, y la evolución previsible del marco normativo y fiscal, por otro.

En lo que respecta a la demanda se observa una coincidencia abrumadora sobre la evolución del comportamiento de los particulares respecto del ahorro, fuente primaria del capital. Se predice un aumento importante de la tasa de ahorro, acompañado de un desplazamiento del mismo hacia fórmulas más evolucionadas como fondos de inversión y seguros de vida, o hacia los mercados de valores y activos financieros. En otras palabras, una tendencia clara a la búsqueda de canales más desarrollados para el ahorro, en detrimento de los tradicionales, como son básicamente los depósitos bancarios, y, en nuestro país con carácter muy especial, el mercado inmobiliario.

Antes de analizar las consecuencias conviene hacer notar que la realidad socio-económica de los países del entorno europeo parece apuntar en la misma dirección. En efecto, con ligeras diferencias, en casi todos los países contrasta el nivel de subdesarrollo actual de los canales de captación del ahorro, frente a una situación demográfica y de expansión de la economía, que genera sin duda un fuerte aumento de los excedentes en poder de los particulares. Si a estos efectos unimos la crisis del "Estado Benefactor" y el cambio de la cultura social y financiera del gran público, la oportunidad del cambio cuantitativo y cualitativo apuntado resulta poco menos que evidente.

Una consecuencia de estas tendencias es la profesionalización de los canales del ahorro y, por tanto, un mayor protagonismo y expansión de los inversores institucionales en la canalización del ahorro del gran público. En España, los encuestados concentran abrumadoramente (90%) este liderazgo en los gestores de Fondos de Pensiones y Seguros de Vida.

Otro plano en el que los cambios se están produciendo acelera-

damente es en el de las empresas, por la vía de la internacionalización y modos de captación de capitulos. La volatilidad de los tipos de interés acompañada de la innovación en los instrumentos financieros ha dado lugar a que tanto la colocación de excedentes empresariales por los Tesoreros, como su transformación en emisores al acudir a la "securitización" y/o la desintermediación como vía alternativa a la financiación tradicional, plantea la necesidad de servicios muy sofisticados y profesionalizados que constituyen un auténtico reto para los intermediarios financieros.

El estudio confirma esta tendencia, aunque refleja también la inquietud creciente por la velocidad de la innovación y sofisticación de que hacen gala los "ingenieros" financieros.

A la hora de extraer conclusiones en cuanto al perfil de la demanda de cada uno de los segmentos de inversiones (Particulares, Institucionales, Tesoreros, Emisores) predomina el factor de calidad del servicio como aspecto clave. Para los particulares, el valor añadido reside en la personalización, mientras que para el resto puede resumirse en la tecnología y en el "oficio", es decir, en la capacidad operativa y el conocimiento de los mercados y de los instrumentos.

Como denominador común, destaca también una escasa sensibilidad al precio (honorarios y comisiones) y un especial énfasis en disponer del valor añadido que debe incorporar el servicio. Esta unanimidad, sin embargo, debe interpretarse a la luz de la escasa experiencia del inversor europeo en este tipo de servicios. (Resulta significativo que esta unanimidad, tal y como refleja el estudio, no sea compartida en mercados más maduros como el del Reino Unido y U.S.A., donde los precios cobran mayor importancia).

#### El Marco Legislativo.

Todo lo expuesto hasta aquí está íntimamente influenciado por la evolución que se produzca en el marco legislativo, en sus vertientes fiscal y normativa.

En lo que respecta a la primera el gran desafío es la armonización entre países, a fin de asegurar una libertad real para la circulación de capitales, aunque una gran mayoría (80%) creen que estas diferencias se mantendrán más allá de 1992.

En el caso español, las diferencias más acusadas respecto del resto de países comunitarios, en lo que afecta al flujo de capitales, se concretan en nuestra peculiar exención de impuestos indirectos (I.V.A., I.T.P.) en la transmisión de valores y en la importante carga impositiva que tiene el tratamiento de las plusvalías (I.S., I.R.P.F.). Se trata de una situación que es justo la contraria de la mayoría de países de la C.E.E., lo que lleva a desanimar tanto al pequeño ahorrador a acudir a los nuevos mercados como a las empresas a buscar capitalización en las Bolsas.

Aunque los encuestados españoles coinciden en manifestar escasa confianza en un cambio rápido de este marco, es de esperar una evolución que fomente caminos alternativos al ahorro familiar, hoy prácticamente concentrado en los depósitos bancarios y en la vivienda.

En lo que respecta a la normativa o reglamentación para los intermediarios y emisores (y aunque en nuestro país esté todavía en estado de transición en tanto no se desarrolle el reglamento de la Ley del Mercado de Valores), es oportuno constatar las diferencias con las preocupaciones y tendencias manifestadas por los encuestados europeos. Así, mientras que los europeos en una clasificación de uno a seis, colocan en los tres primeros lugares como posibles áreas de mejora de la reglamentación, las relativas a Recursos propios de los intermediarios, Riesgo por operaciones fuera de balance y el uso de información privilegiada (Insider Trading), en España se asigna el segundo y tercer lugar de preocupación a la reglamentación en torno a la Solvencia de los Emisores y Publicidad de la información de balances, respectivamente condenando al sexto lugar el "Insider Trading". Los españoles sólo coinciden con los europeos en la asignación del primer lugar de preocupación a la solvencia de los intermediarios.

En definitiva, la transparencia en España es todavía la asignatura pendiente y el "Insider Trading" es una práctica cuyos peligros, o están muy alejados de la preocupación actual (¿inmadurez del mercado?) o, en una interpretación más pesimista, haría pensar en que se considera consustancial con el tamaño y la realidad del mercado español.

### Tendencias en los Mercados

El recorrido, a través del estudio, en torno a la evolución de los distintos mercados financieros arroja una conclusión de carácter general: Los mercados europeos van a sufrir en los próximos años una expansión que alcanzará a todos los mercados nacionales y a casi todos los instrumentos financieros.

El reto de Europa es transformar la organización y tecnología de estos mercados -lo que los técnicos denominan arquitectura del mercado- al tiempo que deben aprovechar la oportunidad de constituirse en el tercer mercado mundial después de U.S.A. y Japón. (La cuota de mercado de Europa, U.S.A. y Japón son respectivamente 21%, 37% y 42%.

Veamos cuáles son las tendencias más acusadas en los distintos mercados atendiendo a los distintos instrumentos financieros intercambiados.

### Mercados de Renta Variable

La primera conclusión es el crecimiento sostenido de los mercados de valores en torno a un 10-15% anual acumulativo a lo largo de los años que restan hasta 1992.

Las razones que abonan este resultado son las ya comentadas en el capítulo precedente en cuanto al comportamiento del público y la necesidad de fuentes de capital por parte de las empresas para hacer frente a la de inversiones renovación. Todo ello a través de los cuatro mercados de que ostentarán el liderazgo: Londres, Frankfurt, Francia, Suiza.

En lo que respecta a España, que supone el 3% de la cuota europea, se augura una mayor concentración de la actividad en Madrid (ya es el 80% de la actividad nacional) con un escaso crecimiento esperado en el número de sociedades dispuestas a cotizar en Bolsa. Mantendrá su cuota en el contexto europeo, pero seguirá siendo un mercado regional.

El flujo internacional de capitales parece que se concentrará, en lo relativo a acciones, en las poco más de 200 grandes compañías europeas, que no parecen, por otra parte y en razón a su coste, dispuestas a cotizar sus acciones en bolsas distintas a las de su país de origen. Por parte de los inversores, aunque una mayoría parece que concentrará su actividad en los mercados domésticos, su participación en los mercados internacionales se dirigirá hacia New York, Tokio y Londres.

No obstante el flujo internacional de inversiones estará en manos de intermediarios muy sofisticados y se producirá básicamente en los mercados "fuera de la bolsa" (O.T.C.) y a través de la contratación de grandes paquetes de acciones ("Block Trading").

Es preciso significar, no obstante, la tendencia apuntada por los encuestados sobre el gran interés que despiertan España y Alemania como países destinatarios de inversiones extranjeras.

Se perfila, así, una primera conclusión: aunque no parece existir una tendencia clara a la captación del ahorro fuera de los países de origen, si parece apuntarse una tendencia a la exportación del ahorro (especialmente de Japón) por la vía de los inversores institucionales que se verán obligados a diversificar y buscar mayor rentabilidad a sus carteras.

Las bolsas como foco principal de intercambio de estos instrumentos van a sufrir profundas transformaciones del estilo de las sufridas por la de Londres en su Big-Bang de 1986. En este sentido el estudio arroja una coincidencia total sobre las acciones a emprender para adecuar la organización y arquitectura de estos organismos en aspectos tales como la mejora de los sistemas de cotización y contratación, y los procedimientos de compensación y liqui-

dación. En este mismo sentido se considera poco probable la posible integración europea de las bolsas, aunque se prevé como necesaria una intensa cooperación en términos de información de precios e incluso de facilidades a la contratación.

Todo ello pasa por fuertes inversiones en tecnología que permitan hacer frente a las nuevas necesidades y posiciones a las bolsas europeas en el nivel competitivo que han alcanzado otros mercados. Esto pasa también, como estamos presenciando en España, por la superación del marco legal y organizativo de las bolsas de corte napoleónico que es el modelo imperante en la Europa continental, dando lugar a la creación de mercados más transparentes y en los que la liquidez esté asegurada por la vía de la existencia de intermediarios de corte anglosajón. Conceptos como el de mercado continuo o el de "market maker" van a generalizarse a todas las Bolsas.

#### Mercados de Renta Fija

Para estos instrumentos es preciso reseñar las diferencias atendiendo a la naturaleza del emisor en función de si se trata del Estado o de las empresas.

En todos los países se tiene la impresión generalizada (70% de los encuestados, 98% en España) de que los respectivos gobiernos seguirán innovando en la emisión de activos financieros y en su distribución. El recurso al déficit como política presupuestaria obviamente apunta en la misma dirección.

Las empresas en su búsqueda de financiación por vías más innovativas también manifiestan una tendencia clara a la emisión de activos financieros con el fin de captar capital en el mercado doméstico y en el euromercado. En España la tendencia es concentrarse en el mercado doméstico, compitiendo incluso con activos de alto rendimiento con el propio Estado.

## Mercados de Productos Derivados

### (Futuros y Opciones)

El incremento de los mercados lleva aparejada la necesidad de instrumentos de cobertura del riesgo de tipo de interés y de cambio, y de inversión.

La volatilidad y comportamiento errático de los tipos de interés en los últimos años hace que todos los encuestados se manifiesten en la línea de disponer prioritariamente de mercados de futuros y opciones sobre tipos de interés. Sin embargo, es preciso tener en cuenta que la necesidad de estos mercados vendrá propiciada más adelante por:

1. Un mayor movimiento de fondos entre países, que acelerará la volatilidad de los tipos de cambio y de interés.
2. Un incremento de inversiones institucionales, que dará mayor volatilidad a los mercados de valores.
3. La existencia de intermediación con riesgo por cuenta propia, que incrementará la necesidad de instrumentos de cobertura.

Esto se traducirá en la necesidad de extender estos instrumentos a los índices bursátiles (cualquiera que sea su sustrato de composición) y a los tipos de cambio, aunque no necesariamente esto implique la existencia de estos instrumentos en todos los mercados, salvo en lo que respecta a los indicados por instrumentos del mercado monetario, en los que todos los países europeos avanzan hacia la creación de mercados nacionales.

En definitiva, los mercados se enfrentan a una transformación profunda en la que el reto es proporcionar los instrumentos que el nuevo entorno económico demanda, con transparencia, liquidez y eficacia.

### La Industria Financiera. Consideraciones Estratégicas

Analizadas de un modo sumario los rasgos más destacables de la demanda y del medio, conviene abordar el futuro de la "industria" de servicios financieros en el sentido más amplio del término, es decir, Bancos y Cajas, Sociedades y Agencias de Valores, Empresas de Servicios Financieros y cualquier tipo de intermediarios financieros.

Aceptado el principio de que la eficiencia de un mercado depende en gran medida de la eficiencia de los intermediarios, conviene examinar cómo va a afectar la transformación de los mercados de capitales a la industria y las tendencias que marcarán el futuro posicionamiento competitivo en la oferta de servicios financieros.

### Cambios en la Estructura de la Industria

La fuerza de cambio, que prevalece sobre el conjunto de factores de futuro, tanto en los encuestados Europeos como en España, es la competencia en sus tres manifestaciones:

1. Competencia de nuevos entrantes extranjeros.
2. Competencia entre instituciones bancarias y no-bancarias.
3. Competencia entre entidades bancarias.

Otras fuerzas del cambio como la tecnología o la reglamentación se consideran mayoritariamente como de segundo rango.

Las áreas de actividad donde esta competencia parece va a concentrarse está en el ámbito de la gestión institucional de fondos para particulares (Pensiones, Patrimonio, etc.) y de la ingeniería financiera en el negocio corporativo.

A modo de inventario, las expectativas de cada uno de estos dos segmentos de la demanda pueden resumirse en las siguientes:

- Capacidad de distribución de servicios financieros al por menor.
- Aseguramiento y colocación institucional y al por menor de instrumentos.
- Asesoramiento y gestión de fondos y de patrimonios.
- Ingeniería financiera y asesoramiento para grandes inversores.
- Contratación y liquidación de operaciones.

En otros términos, el servicio financiero de alto valor añadido será la clave estratégica de la competitividad, pasando la banca de "fuera de balance" a constituir un renglón importante y creciente de ingresos para intermediarios bancarios y no bancarios.

Todo ello plantea la necesidad de adoptar estrategias de servicio universal o especializado atendiendo al posicionamiento y estructura actual de cada uno de los actores. De acuerdo con los encuestados, caben tres estrategias posibles: servicio total, nacional o de especialización (nicho). Atendiendo a cada una de ellas, cobran mayor o menor relevancia las exigencias y énfasis en la profesionalidad o sofisticación del servicio, ó en la disponibilidad de amplias redes de distribución.

La banca comercial sería la mejor colocada para una estrategia de servicio total o nacional, mientras que la banca de inversiones podría optar por otra más orientada al servicio especializado a la gran empresa en el diseño de instrumentos o en la colocación institucional de los mismos.

Los encuestados confinan las futuras sociedades de valores a

servicios relacionados con el acceso a los mercados y el asesoramiento para las grandes operaciones en base a su conocimiento especializado.

En la importante y prometedora actividad de gestión de patrimonios no se observa coincidencia a la hora de identificar qué estrategia o qué tipo de entidad van a polarizar este tipo de servicios. En España, por contra, se considera que los intermediarios no bancarios o la pequeña banca muy especializada ("Banca Privada") va a captar la parte alta de este segmento de particulares (Grandes Fortunas).

En definitiva la tendencia es clara aunque el papel que puedan jugar los intermedios ya presentes y los de nuevo cuño queda en una casi inevitable incertidumbre.

En lo que respecta a la "selección natural" que todo cambio en las relaciones de competencia conlleva, el proceso de concentración por fusiones y/o adquisiciones parece la única respuesta a la necesidad de ganar cuota de mercado en esta actividad en expansión que va a ser la de mercado de capitales. Como ocurre siempre en estos casos, los grandes son los mejor preparados para hacer frente a los costes que supondrán las pérdidas en el corto plazo para posicionarse y asegurar la rentabilidad a largo plazo. Más del 85% cree que ésta va a ser la tónica hasta 1992. Las víctimas propiciatorias también parecen identificadas en las agencias y sociedades de valores.

### Consideraciones Estratégicas

Cualquiera que sea la dirección que adopte finalmente la industria en esta situación de turbulencia, el resultado del estudio marca un sector del cambio casi incuestionable a la luz de lo que ya ocurre en países más maduros: Los servicios financieros como alternativa a la intermediación clásica.

Partiendo del principio de que en la industria de servicios financieros el precio (y, por tanto, el margen) lo determina el coste del servicio añadido al producto, y a la vista de los aspec-

tos cualitativos de los nuevos servicios ya comentados, los parámetros que deben dirigir el posicionamiento competitivo se orientaría tanto a los mercados como, y este es el nuevo paradigma, a los medios.

Efectivamente, el reto estriba en la capacidad de disponer no sólo del capital, sino de la organización personal y tecnología capaz de gestionarlo.

En otras palabras, el factor clave es la habilidad para incorporar conocimiento e información en los servicios y en su distribución.

El estudio concluye con algunas pautas para la gestión del cambio. Aunque el orden de prelación varía entre países, los aspectos clave se concentran en torno a cuatro puntos básicos:

- Personal: Desarrollar, atraer y retener al personal más cualificado.
- Tecnología: Capacidad de usar la tecnología para la gestión y habilidad para gestionar la tecnología.
- Gestión del Riesgo: Capacidad para tomar nuevos riesgos en un escenario cambiante.
- Marketing: La representación del mercado y la innovación en productos.

No es menos cierto que todos estos factores tienen un impacto directo sobre la rentabilidad:

- Mayores costes fijos por inversión en tecnología.
- Mayores costes de personal.
- Incremento en los costes de Marketing y de Investigación ("Research").

En definitiva, el reto que esta situación y las tendencias comentadas ponen sobre la palestra tienen dos protagonistas: los mercados y la industria financiera. Para los primeros en conseguir movilizar la organización y los medios que aseguren la transparencia, la liquidez y la superación de las fronteras geográficas y políticas.

Para la industria, el logro de la transformación de su estructura para ofrecer los productos/servicios que la sociedad demanda.

Para ambos, generar la sinergia que haga posible un mercado Europeo eficiente, que a su vez conquiste la confianza del gran público y consiga canalizar mayoritariamente el flujo de los capitales.