

Los mercados financieros ante el euro

Emilio Ontiveros

DE las distintas implicaciones que tendrá la transición a la fase final de la Unión Económica y Monetaria (UEM), las concretadas en los sistemas financieros de las economías nacionales serán las más relevantes y explícitas desde un primer momento; en cierta medida, sobre su carácter favorable descansan buena parte de las argumentaciones defensoras de ese horizonte. La fijación irrevocable de los tipos de cambio de las monedas y su sustitución por el euro, así como la existencia desde el primer momento de una política monetaria común, incidirá en la estructura operativa de los mercados financieros, en su amplitud y profundidad y sobre los diversos operadores en los mismos. Identificar ese impacto en los principales mercados es el objeto de estas páginas. No es un ejercicio complicado: más allá de la precisión cuantitativa y temporal con que se quiera realizar esa anticipación sobre las variables financieras o sobre la dimensión de los segmentos de los mercados financieros, algunas de las principales consecuencias de la disposición de una única moneda ya han empezado a manifestarse y, en todo caso, disponen de referencias en la propia dinámica de cambio que desde hace algunos años viene determinando el desarrollo de los mercados financieros internacionales. La definitiva unificación monetaria de Europa no hará sino impulsar esa dinámica.

Un entorno financiero predispuesto

La transición a la UEM coincide con un proceso de cambio de los mercados financieros en todo el mundo, cuyo origen es muy anterior a la definición del horizonte de unificación monetaria; su consecuencia más visible es el establecimiento de un elevado grado de integración internacional. La dinámica de innovación financiera derivada de la emergencia de nuevos factores de riesgo tras la ruptura del sistema monetario internacional, el subsiguiente proceso de desregulación y liberalización de los sistemas financieros nacionales

Emilio Ontiveros, catedrático de Economía de la Empresa en la Universidad Autónoma de Madrid, es Consejero Delegado de Analistas Financieros Internacionales.

y el dominio de las instituciones de inversión colectiva como canalizadores del ahorro ha determinado un entorno financiero internacional caracterizado por el dominio de los mercados en la asignación de liquidez internacional y en la consiguiente fijación de precios de los activos financieros. Un proceso que en modo alguno es exclusivo de los países industrializados: las denominadas economías emergentes, o las que abordan la transición desde sistemas basados en la planificación central al mercado, también han asumido la liberalización de la actividad financiera y el desarrollo de los mercados como fundamento de las subsiguientes reformas de sus sistemas económicos y de la necesaria inserción internacional de las economías. El resultado de todo ello es la disposición de mercados financieros cada vez más eficaces que, al deparar mayores posibilidades de diversificación geográfica en las decisiones de ahorro e inversión, fortalecen la integración internacional, más allá del grado de formalización política que acompañe a determinados proyectos supranacionales, como es el caso de la UEM. En realidad, iniciativas como la de la unificación monetaria se encuentran subordinadas a esa más amplia y vinculante integración financiera internacional ya existente: al veredicto de los propios mercados financieros.

En ausencia de reglas de carácter supranacional mínimamente vinculantes, en presencia del actual "no sistema" monetario internacional, los mercados financieros se han convertido en los árbitros de cualquier iniciativa económica o financiera que pueda modificar el escenario en el que se materializan las decisiones de sus operadores. Las cambiantes circunstancias por las que ha atravesado desde su formulación el proceso de transición a la UEM, el mayor o menor grado de divergencia entre los propósitos integradores y los resultados económicos, son objeto de un continuo escrutinio cuyos resultados no siempre han sido favorables al propio proceso de integración. En ese tipo de pulso entre los mercados financieros y los gobiernos, éstos han asimilado la desventaja y hoy se aprestan a complacer a aquéllos mediante la aplicación de políticas compatibles con la satisfacción de las exigencias macro-económicas que el proceso exige. La reacción, por el momento, es favorable.

Europa vive, en efecto, una auténtica bonanza financiera. Los mercados financieros han asumido, de forma explícita desde el mes de diciembre de 1996, que habrá unión monetaria y que es probable que esté inicialmente configurada por un número relativamente amplio de países, España entre ellos. Lo han manifestado con el lenguaje que les es propio: las cotizaciones de los activos financieros que en los mismos son objeto de transacción. La significativa reduc-

ción de los tipos de interés sobre los títulos de deuda pública —el mercado más importante por su volumen transaccional después del mercado de divisas— no sólo refleja las mejoras en la estabilidad macroeconómica conseguidas en la generalidad de los países aspirantes a formar parte de ese bloque inicial y, muy particularmente, en los históricamente más divergentes, sino que es también el resultado de la anticipada adecuación de las carteras de los agentes a lo que supondrá la denominación de las más importantes transacciones financieras en una sola moneda a partir del 1 de enero de 1999. Con todo, ese veredicto que a mediados de abril de 1997 —cuando estas notas se redactan— pronuncian los mercados, en modo alguno puede asumirse como definitivo hasta el día en que efectivamente nazca la moneda única: la ampliación de esa distancia entre percepción y realidad, entre voluntad política y fundamentación económica, podría modificar esta estabilidad financiera que por el momento caracteriza el final de la segunda fase de la UEM.

Algunas de las implicaciones de ese favorable entorno ya son obvias y otras se irán concretando a medida que la incertidumbre específica que todavía rodea al desenlace final de la segunda fase vaya diluyéndose en decisiones comunitarias vinculantes. Tan razonable como anticipar que será la inversión privada la principal beneficiaria de esas saludables condiciones financieras, es hacerlo con el posible cambio en la composición de la riqueza financiera de las familias, en especial de las españolas, hasta hoy altamente concentrada en pasivos bancarios convencionales y títulos de deuda pública. Los niveles de tipos de interés relativamente bajos impulsarán muy probablemente la búsqueda de alternativas de inversión a las que tradicionalmente han servido de destino al ahorro familiar. No es necesario subrayar que este tipo de tendencias no son neutrales para las entidades financieras, y en particular para las bancarias.¹

Implicaciones sobre los mercados financieros

Sobreponiéndose a esas tendencias globales, la sustitución de las monedas nacionales por el euro acentuará la competencia entre los operadores financieros europeos, contribuyendo al aumento de la eficacia de la generalidad de los sistemas financieros y, aunque de forma desigual según los mercados, a la gradual dilución de sus rasgos nacionales. La tendencia a la concentración del volumen tran-

1. Un análisis de las implicaciones sobre las entidades financieras españolas, en particular sobre el sistema bancario, de la UEM puede encontrarse en Ontiveros y Valero, 1997.

saccional de los mercados de activos y de sus correspondientes derivados será, probablemente, más explícita que la concentración geográfica en un par de plazas de primer orden, sin menoscabo de que determinados segmentos de actividad en algunos mercados sigan conservando algunas de sus ventajas de localización actuales. De hecho, la anticipación de un horizonte tan homogeneizador como el asociado a la UEM ya ha generado tensiones competitivas entre distintos mercados nacionales, en casi todos los segmentos. Es el caso de los mercados de derivados, de futuros y opciones, dispuestos a aumentar su oferta de nuevos contratos ante la previsible reducción de su tamaño —a la consiguiente necesidad de cobertura de riesgos de tipos de interés y tipos de cambio— que acompañará a la integración monetaria. La rivalidad entre los mercados de París —Matif— y Londres —Liffe— es suficientemente representativa a este respecto. Otros mercados se verán obligados a redefinir sus ventajas comparativas en términos de dotación de factores —naturales o de localización geográfica, humanos y económicos—, así como su estructura de costes y las prácticas que los caracterizan.

Mercado monetario y de divisas

La existencia desde el primer momento de una política monetaria común a los países integrantes del área del euro no sólo determinará la igualación de los correspondientes tipos de interés a corto plazo, sino la correspondiente unificación de los hoy diferenciados mercados interbancarios en uno verdaderamente europeo, en el que la homogeneización operativa será prácticamente total desde el primer momento para los países que integren el área euro. Según el número de países integrantes de la UEM y de la credibilidad que se otorgue al Banco Central Europeo (BCE) en la conducción de la política monetaria única, no sólo el nivel de los tipos de interés del euro se aproximará al que hoy mantienen los países donde son más bajos, sino que se podrá garantizar también una mayor estabilidad de los mismos.

En las operaciones en los mercados de divisas es donde se han particularizado desde sus orígenes las ventajas más evidentes e inmediatas derivadas de la existencia de una sola moneda en el seno de la UE. La reducción de los costes transaccionales —las comisiones de cambio— que originan actualmente los intercambios nominados en distintas monedas y la de los gastos asociados a los diferentes instrumentos de cobertura del riesgo de cambio, son algunas de las consecuencias más claras. Los mercados de divisas operarán

desde un principio en euros, favoreciendo la extensión de la adopción de esa moneda como único denominador.

La desaparición de los intercambios entre las monedas que forman parte del área del euro necesariamente originará una reducción del volumen transaccional del mercado de divisas. Los cambios en ese mercado serán entre el euro y las monedas fuera del área, con la consiguiente pérdida de la ventaja comparativa de que disponen los operadores domésticos en las operaciones con moneda nacional y la exigencia de adecuar la dotación operativa de que ahora disponen algunas de esas entidades.

Una cuestión no menos importante es la relativa a la importancia que puede llegar a cobrar el euro en los mercados mundiales de divisas: su capacidad para acelerar la tendencia explícita desde hace años hacia una mayor diversificación de las monedas utilizadas en las transacciones comerciales y financieras internacionales.² Es, desde luego, altamente probable que el euro se convierta en una de las monedas vehiculares y de reserva más importantes del mundo, con un protagonismo posiblemente mayor que el que ahora tiene el marco alemán. Aún cuando la UEM no incorpore desde un primer momento a todos los países que aspiran a ello, el creciente uso del euro será un hecho en el conjunto de la UE; la dimensión de lo que podríamos considerar “área amplia del euro”, susceptible de incorporar a países hoy no comunitarios, dispondría de credenciales suficientes para amparar esa alteración en la jerarquía actualmente existente en el sistema comercial y financiero internacional, reduciendo la hegemonía que, aunque decreciente, sigue manteniendo el dólar estadounidense. Con cifras de 1996 tanto en términos de su importancia relativa en la producción de bienes y servicios (8,7 billones de dólares frente a los 7,2 billones de EEUU) como en la del conjunto del comercio exterior (1,9 billones frente a 1,7 billones) la UE dispone de una importancia relativa suficiente para que su futura moneda contribuya a la configuración de un sistema monetario internacional menos dependiente de la moneda estadounidense.

En la extrapolación de ese previsible protagonismo del euro, algunos analistas han llegado a situar la alteración del actual equili-

2. Esa tendencia se ha particularizado especialmente en las decisiones privadas de inversión, favoreciendo la participación de las principales monedas europeas en las carteras privadas, hasta alcanzar casi un cuarenta por cien en la actualidad, una proporción algo inferior a la de activos denominados en dólares.

brio político en instancias multilaterales como el Grupo de los Siete o el propio Fondo Monetario Internacional. La redenominación de los Derechos Especiales de Giro (cesta de las cinco monedas más importantes del mundo que actúa como unidad de cuenta y activo de reserva) o la magnitud de las cuotas en el Fondo, y el consiguiente poder de voto de los países de la UE son algunas de las cuestiones que muy probablemente se suscitarán si se consolida el proceso de unificación monetaria.

Mercados de bonos

Dos factores de claro potencial integrador actuarán sobre los mercados de deuda pública: la denominación común de todos los títulos y la estrecha vinculación del comportamiento de esos mercados con la política monetaria común, incluidas las posibilidades de realización de operaciones de mercado abierto. Las posibilidades de una rápida integración serán menores en los mercados de renta fija privada, más dependientes de la diversidad de emisiones y de emisores; en cualquier caso, los efectos favorables sobre la microestructura de los mercados también alcanzará a éstos, reduciéndose los costes operativos, disponiendo de mayor liquidez y de mayor eficacia en el proceso de formación de precios.

La estimación del tamaño del mercado de bonos denominados en euros constituye un aspecto relevante. Una vía de aproximación al mismo sería agregar el tamaño de los mercados nacionales de las monedas que finalmente accedan al área del euro. En el supuesto, ya admitido por algunos gobiernos, de que la deuda viva de esos países sea automáticamente convertida a la moneda común, ese mercado pasaría a representar más de un tercio del mercado mundial, tras el segmento en dólares que globalmente representa más del cuarenta por cien del conjunto. Ahora bien, ese liderazgo de la moneda estadounidense deriva fundamentalmente de la hegemonía que mantiene en las emisiones de empresas, cediendo a la moneda europea su primacía en el caso de las emisiones realizadas por los gobiernos y las instituciones internacionales. No es necesario destacar que, en la medida en que el euro y la política del BCE sean suficientemente valorados por la comunidad financiera internacional, esa participación podría elevarse considerablemente, propiciando una mayor diversificación en las carteras de inversión internacionales (por ejemplo de las actualmente muy concentradas en dólares de inversores asiáticos) con el consiguiente efecto favorable sobre el nivel de los tipos de interés de las emisiones en euros.

Esa previsible integración de los mercados de deuda pública europeos no significa necesariamente la igualación de los tipos de interés de las emisiones de los distintos gobiernos. Es cierto que la principal fuente de diferenciación, el desigual riesgo de cambio que presentan las monedas nacionales, desaparecerá, pero no lo hará necesariamente desde el primer momento: aunque durante el período transitorio, hasta la completa sustitución de las monedas nacionales por el euro, los tipos de cambio sean irrevocablemente fijos, persistirá un cierto riesgo de reversión del proceso —de abandono de algún país— que podría afectar a la cotización de las distintas emisiones vivas en monedas nacionales. La mayor o menor liquidez de los segmentos que se mantengan en moneda nacional también incidirá en la diferenciación de rendimientos de los distintos títulos de deuda pública y, finalmente, será la calidad crediticia de los distintos gobiernos la que actúe de forma más determinante en la definición de diferencias entre los tipos de interés con que el mercado trata a los distintos títulos.

Es cierto que el mecanismo disciplinario constituido por el Pacto de Estabilidad actuará como un importante factor de homogeneización del riesgo de solvencia de los emisores públicos pero, al menos durante el período de transición, la severidad excesiva en su aplicación podría generar efectos contrarios a sus propósitos, ya sea por las dificultades adicionales que generaría la satisfacción de las penalizaciones que incorpora o por los incentivos al abandono que en los países divergentes puede llegar a generar.

Al mantenimiento de la capacidad impositiva diferencial, con la que hacer frente a volúmenes de deuda distintos, se contraponen la incapacidad para aumentar la base monetaria como, al menos formalmente, pueden hacerlo cuando existen las monedas nacionales. En consecuencia, el *rating* aplicable a las emisiones de deuda pública no debería ser muy distinto al concedido actualmente a las emisiones de prestatarios soberanos nominadas en moneda extranjera; ese es el máximo sólo en seis de los miembros de la UE. Una consecuencia de esa eventual reducción de la calificación crediticia de algunos prestatarios soberanos es la posibilidad de que emisores privados o gobiernos regionales puedan disponer de mejor *rating* que sus propios gobiernos. Con todo, hasta el momento las posiciones definidas por las tres principales agencias de calificación crediticia —Moody's, Standard & Poors e IBCA— no son homogéneas respecto a los cambios que generará la unificación esperada de los mercados.

Sin menoscabo de las ventajas genéricas derivadas de esa integración, la gestión del endeudamiento público de algunos países no considerados centrales en el área del euro se verá más directamente supeditada a la de los grandes. La competencia por la captación del ahorro que hasta ahora se mantenía relativamente cautivo en los mercados nacionales, especialmente en el canalizado por inversores institucionales, no encontrará ya la demarcación de la denominación monetaria como barrera a la diversificación. Ello obligará a una programación de las emisiones mucho más dependiente del resto de los países de lo que lo es hasta ahora, a una estimación más afinada de su tamaño y, por supuesto, a un mayor esfuerzo en la comercialización de las mismas.

Mercados de renta variable

Sin menoscabo de participar en la genérica tendencia a integrar todos los mercados financieros, los de renta variable seguirán respondiendo a un marco jurídico e institucional esencialmente doméstico. Sus instrumentos son de más difícil homologación que los de los restantes mercados y mantienen una mayor dependencia del desarrollo de un auténtico derecho sobre sociedades mercantiles de extensión europea y de factores de naturaleza sectorial y microeconómica que difícilmente conseguirán una completa homogeneización. Por otro lado, no pueden ocultarse las pretensiones, en ocasiones esencialmente políticas, que determinan la existencia de esa treintena de bolsas de valores que existen actualmente en la UE.

En lógica correspondencia con las consideraciones efectuadas anteriormente, en relación al entorno de mayor estabilidad económica que presumiblemente regirá en el área del euro y la reducción gradual del nivel de los tipos de interés, el atractivo de los mercados de renta variable se fortalecerá, como en cierta medida ya estamos observando. La salida de nuevas empresas a bolsa, favorecida por el previsible abaratamiento de las admisiones y la continuidad en el ya apreciable desarrollo de la inversión institucional, hasta ahora concretada en los mercados de renta fija pública, contribuirán a reforzar la eficacia y liquidez de las bolsas nacionales, sin menoscabo del proceso de concentración que en las transacciones sobre acciones de grandes empresas seguirá produciéndose.

En este sentido, las operaciones de privatización todavía pendientes en algunos países, las alianzas transnacionales de grandes compañías de servicios públicos y —no menos importante— los

avances previsible en la dirección de una mayor homogeneidad de la fiscalidad sobre las rentas del capital en la UE, deberían favorecer esa tendencia hacia un mercado de acciones menos fragmentado nacionalmente, de carácter verdaderamente paneuropeo, en el que los factores más relevantes en las decisiones de inversión acaben siendo los de naturaleza sectorial en que operan las distintas compañías.

Incluso en ausencia de elementos potenciadores de la integración y eficacia de los mercados financieros como los asociados a la UEM, el desarrollo de las distintas modalidades de inversión institucional y, en general, la desintermediación, seguiría siendo una constante en los sistemas financieros domésticos. Concretar ese horizonte de unificación monetaria contribuirá sin duda a potenciarlas: las mayores posibilidades de que se diversifiquen las inversiones, se homologuen las regulaciones y prácticas en los distintos mercados, se reduzcan los costes transaccionales, las tendencias demográficas subyacentes en la mayoría de los países europeos, son algunas de las razones en las que se ampara esa presunción.

De especial importancia puede ser el impacto de la unificación monetaria sobre el sector de los fondos de pensiones, hasta ahora condicionado por la limitada diversificación de sus inversiones que las regulaciones nacionales imponen. Al eliminar el riesgo de cambio, la proporción de inversión fuera del país de origen, aunque dentro de la UE, documentará de forma significativa sobre esa proporción actual algo inferior al quince por cien, los beneficiarios de una mayor discrecionalidad inversora serán previsiblemente los mercados de acciones europeos.

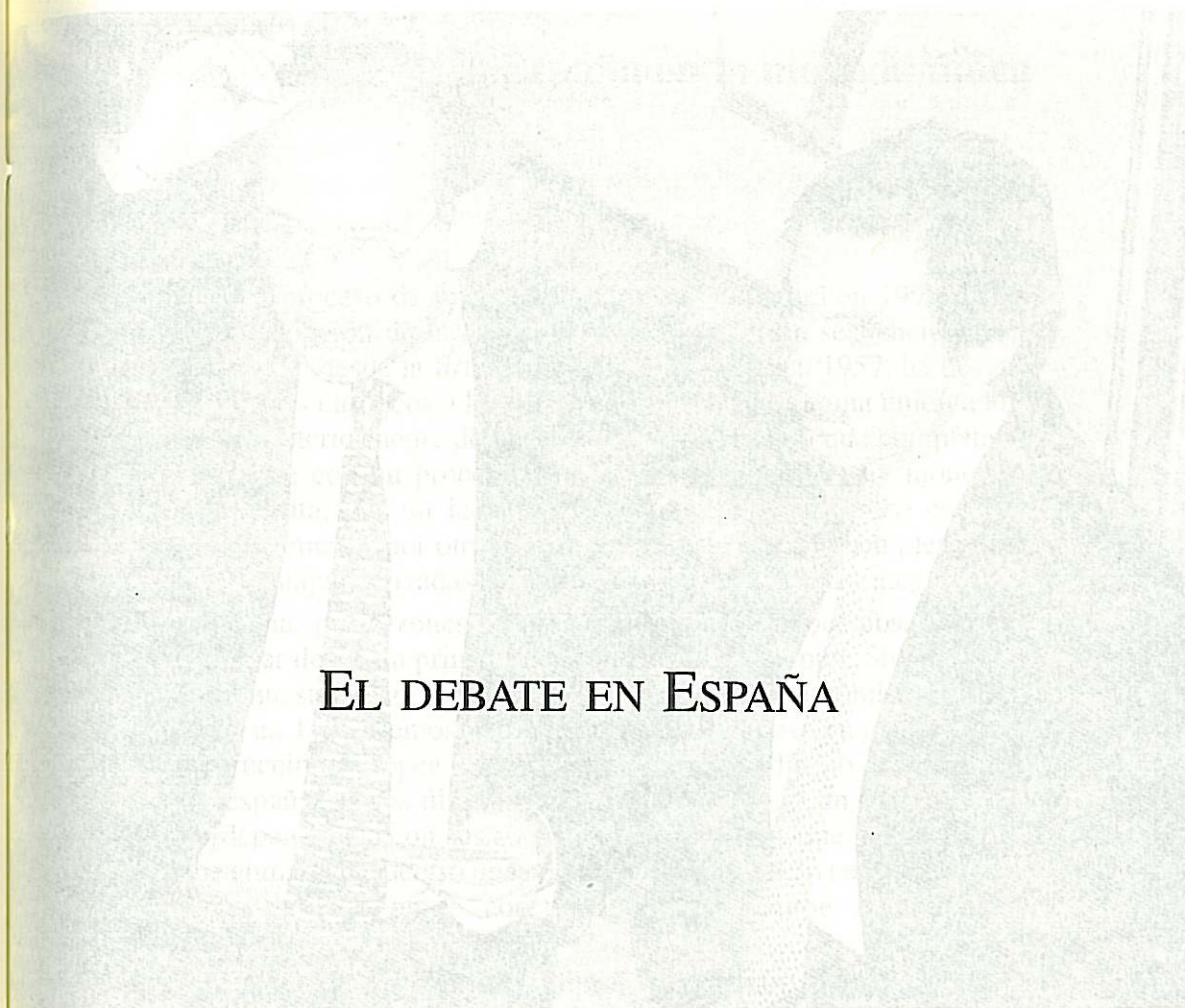
Sobre esa base, tampoco es descartable que se acentúe el ya evidente proceso de concentración entre las gestoras de inversión colectiva, atendiendo fundamentalmente a la definición de redes de distribución extendidas por Europa, y a la generación de una amplia oferta de fondos suficientemente adecuadas a las diversas preferencias de los inversores individuales.

Conclusiones

Del repertorio de ventajas con que desde un primer momento se acompañó el argumento de la conveniencia de la unificación monetaria, las asociadas a una mayor eficacia en el funcionamiento de los sistemas financieros han sido las más convincentes. Aunque con una trascendencia desigual según los mercados, la genérica dirección a

concentrar más sus volúmenes transaccionales y la correspondiente agudización de la competencia entre sus operadores, son hoy algo más que razonables indicios. De todo ello, no cabe duda que el principal beneficiario será el sector real de las distintas economías.

A esas ventajas directamente vinculadas a las transformaciones esperadas en la estructura de los mercados financieros hay que añadir las derivadas del entorno económico que supuestamente presidirá la unificación monetaria. También a este respecto las implicaciones más favorables ya se han anticipado, a través de significativos descensos en los tipos de interés, en cierta medida expresivos de la virtualidad con que se contempla ese horizonte integrador.



EL DEBATE EN ESPAÑA

El debate en España ante el euro será cargado en la cuenta de los partidos Aznar y de Rodrigo Rato. El equipo del vicepresidente segundo del Gobierno se ha dividido en un difícil momento económico. Aznar y Rato son dos nombres próximos y distantes a la vez. Rodrigo Rato quiere que no se hubiera sido posible llevar a cabo el saneamiento iniciado en las finanzas públicas sin el respaldo pleno de Aznar, cuenta con una autoridad indiscutida tanto en el nivel oficial, como en la estabilidad de la política. En su etapa de su gestión, de mayo de 1996 a septiembre de 1997, la inflación se redujo del 3,7 al 2,2%, el déficit público sufrió una caída del 4,1 al 2,8%, y los tipos de interés cayeron del 7,5 al 6,25%. En sus años y meses de gestión, este hombre patético, tranquilo, de poca ideología, pero de ideas muy claras, ha resultado ser un "middle of the road", poco alarmado a las declaraciones alarmistas, cercano a las preocupaciones de la calle. No debe ni faltar, hace y para, trabajar todo lo que se pueda y se pueda trabajar.