

MERCADOS E INSTITUCIONES FINANCIERAS ANTE LA UNIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

Emilio Ontiveros

*Universidad Autónoma de Madrid
Analistas Financieros Internacionales*

Francisco J. Valero

*Universidad Autónoma de Madrid
Analistas Financieros Internacionales*

Este trabajo se centra en las innovaciones en el ámbito financiero que incorpora el Tratado de Maastricht a la Unión Económica y Monetaria, sintetizadas en tres grandes bloques: la profundización de la libre circulación de capitales, la coordinación de políticas económicas y el proceso hacia una moneda y política monetaria comunes. Respecto al primero, se señalan los efectos que para el sistema financiero español representa en términos de mayor vulnerabilidad e institucionalización de la inversión financiera, lo que conlleva mayores exigencias de eficiencia. En cuanto a la coordinación de políticas económicas, el conjunto de reglas y programas de convergencia establecidos en el Tratado, suponen la devolución de buena parte del protagonismo perdido en los mercados financieros por el sector privado de la economía y mayores dosis de estabilidad de precios o cambiaría siempre que exista suficiente credibilidad sobre la convergencia de un país. El tercer aspecto señalado, afecta directamente al núcleo del sistema financiero —el sistema bancario y el mercado de valores— a través, previsiblemente, de un nuevo movimiento de fusiones en el primer caso y de la incógnita sobre la concentración del mercado en unas pocas plazas financieras o la descentralización, en el segundo.

Palabras clave: libre circulación de capitales, coordinación de políticas económicas, moneda única, sistema financiero español.

1. INTRODUCCIÓN

Este trabajo intenta analizar algunas de las perspectivas que se le abren al *Sistema Financiero Español (SFE)* con el desarrollo de la *Unión Económica*

y *Monetaria (UEM)* en Europa, de la cual se encuentra en estos momentos en curso, desde el 1 de enero de 1994, la segunda fase, una de cuyas principales características diferenciales es la de poseer un carácter transitorio, ya que su finalidad básica es preparar la siguiente fase, que implicará el advenimiento de una moneda única y el establecimiento de una política monetaria común para todos los países que se incorporen a la misma.

Un análisis de este tipo está rodeado de importantes problemas, entre los que destacamos los dos siguientes:

1) La UEM no es un concepto que posea un alcance completamente bien definido, por lo que podría concebirse de forma tan amplia como se quiera, hasta abarcar todo el complejo proceso de integración económica y financiera entre los países que componen la *Unión Europea (UE)*, que, evidentemente, no es posible tratar dentro del espacio disponible para este trabajo.

2) La UEM es un proceso actualmente en curso, todavía algo alejado en el tiempo de su tercera fase, que debe suponer importantes novedades sobre la situación presente para todos los sistemas financieros que se vean incorporados a la misma, cuyo resultado final se ignora en todos sus detalles, y cuyos efectos en muchos casos sólo pueden intuirse en estos momentos.

Para solventar la primera dificultad, este trabajo va a centrarse en torno a las novedades con una incidencia directa en el ámbito financiero que incorporó a la UEM el *Tratado de la Unión Europea (TUE)*, firmado en Maastricht el siete de febrero de 1992 y en vigor desde el 1 de noviembre de 1993. Estas novedades giran en torno a tres ejes, cada uno de los cuales tienen implicaciones específicas para el SFE:

- la profundización en la libre circulación de capitales;
- la coordinación de políticas económicas;
- el proceso hacia una moneda única y una política monetaria común.

Esta opción implica que este trabajo no se ocupará, en general, de los importantes pasos dados con anterioridad al TUE en la misma dirección que la UEM, entre los cuales hay que destacar el *mercado único*, que en su vertiente financiera ha supuesto, sobre todo, la libre circulación de capitales y la libre prestación transfronteriza de servicios financieros —banca, valores y seguros— en el seno de la *Comunidad Europea (CE)*, cuyos desarrollos, hoy por hoy, no pueden considerarse inconclusos.

La segunda dificultad señalada no lo es tal, en la medida en que este trabajo se centra en un análisis prospectivo, y así debe de ser considerado. Aunque es verdad que un análisis de este tipo, al no estar fundamentado rigurosamente en una evidencia que todavía no se dispone, podría considerarse de menor rigor científico, la UEM constituye un proceso que exige la adopción de decisiones por parte de los principales agentes económicos de nuestro país, con vistas a preparar no sólo el advenimiento de la tercera fase, sino también el camino que ha de llevarnos a la misma, circunstancia que hace especialmente recomendable la realización de estudios *ex-ante*, capaces de iluminar dicha toma de decisiones.

En todo caso, este trabajo no pretende analizar todas y cada una de las implicaciones que puede tener la UEM sobre los mercados e instituciones fi-

nancieras, no sólo por las limitaciones propias de un trabajo de este tipo, sino, sobre todo, porque muchas de ellas se desconocen actualmente en toda su profundidad.

2. LIBRE CIRCULACIÓN DE CAPITALES: UNA APERTURA AL EXTERIOR CONSOLIDADA

La UEM aparece, desde un principio, estrechamente unida a la libertad de movimientos de capitales en el seno de los países de la actual UE, no sólo porque el comienzo de la primera fase de la misma, el 1 de julio de 1990, se hizo coincidir con la entrada en vigor de un régimen de plena libertad en esta materia (Directiva 88/361, de 24 de junio), sino, sobre todo, porque el propio desarrollo de la UEM, hasta llegar a la implantación de la moneda única, se ha considerado una consecuencia lógica de dicha libertad, cuyo ejercicio pleno se ve dificultado por la existencia de una multiplicidad de monedas, aun si éstas tienen sus tipos de cambio irrevocablemente fijados entre sí.

La libertad de movimientos de capitales fue sometida a un importante grado de profundización en el TUE, que no ha tenido especial relevancia para nuestro país, porque ya se había anticipado a la misma al desmantelar totalmente, a partir del 1 de febrero de 1992, el régimen de control de cambios que venía siendo tradicional en España. No obstante, esta circunstancia nos sirve como marco de reflexión para analizar en este apartado algunas implicaciones importantes de dicha libertad para el SFE.

La modificación más relevante del TUE en esta materia es el carácter pleno e incondicional que adquiere, en principio, la libertad de circulación de capitales, no sólo entre Estados miembros, sino también entre éstos y terceros países, aunque dicho carácter debe matizarse por la lógica presencia de algunas cautelas relacionadas, fundamentalmente, con el principio de reciprocidad, con el control fiscal y prudencial, y con la posibilidad de adoptar medidas de salvaguardia respecto a terceros países cuando los movimientos de capitales frente a ellos causen, o amenacen causar, dificultades graves para el funcionamiento de la UEM. Ninguna de estas matizaciones afectan al núcleo básico de los argumentos que se exponen a continuación.

La libertad de movimientos de capitales implica, sobre todo, que los diferentes agentes económicos disponen de mayores grados de libertad para adoptar sus decisiones de financiación e inversión, ampliándolas hacia el resto del mundo —es decir, hacia el sector exterior de la economía— y/o hacia las divisas extranjeras, lo que supone como consecuencia más directa una mayor relevancia tanto del sector exterior como de la moneda extranjera en la vertiente financiera de la economía española, como así reflejan de una forma creciente en los últimos años las *Cuentas financieras de la economía española*, si bien en 1994 se ha producido una, por ahora momentánea, reversión de esta tendencia, como consecuencia de la crisis mundial de los mercados de deuda, que afectó con especial intensidad al mercado español, y de la fuerte dependencia que viene mostrando éste de los inversores no residentes desde que en 1991 se modificó el régimen fiscal de la deuda pública de una manera muy favorable para ellos.

Precisamente, este último punto conduce directamente a un conjunto de reflexiones sobre algunos factores que han tenido una especial incidencia en el SFE en los últimos tiempos. La base de partida de estas reflexiones debe situarse en la caracterización tradicional de nuestro país como:

- deficitario de capital,
- de moneda débil,
- de fiscalidad nominal elevada sobre las rentas de capital.

En efecto, en una situación en que un país requiere en una medida importante de capitales externos, éstos deben atraerse por todos los medios posibles, y esto significa, entre otras cosas, condiciones suficientemente atractivas, entre ellas de forma particular, aunque no exclusivamente, las que se refieren a su fiscalidad. Esta exigencia es tanto más relevante cuando, al imperar en el mundo —especialmente en los países más desarrollados— una plena libertad de movimientos de capitales, éstos disponen de múltiples alternativas para su colocación.

Por otra parte, los dos últimos factores mencionados apuntan a una importante propensión a la salida de capitales de nuestro país, cuyo intento de neutralización dará lugar a un rápido incremento de la inversión financiera institucionalizada en nuestro país en forma de fondos de inversión. Ambos factores, que representan dos caras de una misma moneda, han influido de forma muy significativa en el SFE durante los últimos tiempos, siendo previsible que lo continúen haciendo en el inmediato futuro, aunque muy probablemente a una intensidad más moderada, ya que resulta previsible que sus causas originarias sigan teniendo vigencia, como demuestra el repetido fracaso de la armonización de la fiscalidad de las rentas de capital en el seno de la CE, así como el temor existente en algunos ambientes de que parte de la actividad financiera que tiene actualmente lugar en los principales centros europeos pueda desplazarse hacia otras latitudes, si empeoran las condiciones en que tiene lugar la misma.

2.1. La vulnerabilidad financiera hacia el exterior

Junto a este contexto, los déficit públicos, por un lado, y el importante desarrollo de un mercado secundario de deuda pública una vez que se pone en marcha en 1987 la Central de Anotaciones, por otro, han supuesto un fuerte efecto de desplazamiento, *crowding out*, del sector privado por el público, que se produce en el conjunto de la economía española, pero con acusada influencia en su sector exterior desde 1991, año en que se suprime la fiscalidad de deuda pública para los no residentes, con la excepción, financieramente poco relevante, de los procedentes de determinados países y territorios considerados paraísos fiscales.

Obviamente, el atractivo de la deuda pública española en el exterior no se apoya sólo en motivaciones fiscales, ya que tiene otro importante fundamento en su mayor nivel de rentabilidad nominal frente a la deuda pública de otros países de nuestro entorno, así como en la posibilidad de que dicha rentabilidad termine convergiendo hacia el nivel medio de otros países europeos, lo que, en principio, parece asegurar un cierto potencial de realización de plusvalías futuras, si bien su consecución efectiva no puede considerarse, como

ha demostrado la experiencia de los últimos años, ausente de un elevado grado de riesgo.

En efecto, el importante volumen de deuda pública en manos de no residentes, así como la amplia negociación de la misma —cuyo mercado secundario es, con mucha diferencia, el más activo de todos los mercados españoles—, hacen que la misma sea un instrumento capaz de transmitir rápidamente la influencia de los factores que alteren, positiva o negativamente, el nivel de confianza sobre la economía española, o de reproducir de forma prácticamente instantánea perturbaciones originarias de los mercados financieros situados en otros países, todo lo cual provoca un importante grado de vulnerabilidad del SFE ante influencias externas, en un momento en que la propia economía española en su conjunto debe considerarse también vulnerable ante sus dificultades en el proceso de convergencia hacia la tercera fase de la UEM.

Esta vulnerabilidad se expresa, sobre todo, en una acusada volatilidad de las variables financieras básicas, tipos de interés y tipos de cambio, que, además de dificultar de forma muy significativa la adopción de decisiones de inversión o financiación del conjunto de los agentes económicos, puede afectar sensiblemente a las condiciones de rentabilidad, o incluso de solvencia, de las entidades financieras, especialmente si no están preparadas para asumir los nuevos niveles de riesgo en sus operaciones, o si no disponen de suficientes recursos propios para respaldar las posibles consecuencias negativas de estos niveles.

Mientras que la eventual incorporación de nuestro país a la tercera fase de la UEM debe reducir de forma importante el grado de vulnerabilidad exterior de la economía, al formar parte de un área financiera más amplia, las lecciones resultantes de esta vulnerabilidad, y en particular una mayor atención hacia los riesgos de mercado deben seguir vigentes en las entidades financieras españolas, aunque cambie el nivel o la procedencia de dichos riesgos, como se deduce de la creciente preocupación por los mismos de muchos reguladores y supervisores en el mundo financiero actual.

2.2. La rápida institucionalización de la inversión financiera

La necesidad de incentivar la permanencia en nuestro país de un importante volumen de ahorro financiero, que podría encontrar otras alternativas de colocación en el exterior, llevó a reducir notablemente en 1991 la fiscalidad de los fondos de inversión, tanto más cuanto mayor sea el plazo de mantenimiento de los fondos invertidos, lo que no sólo ha provocado un espectacular crecimiento de los mismos, sino que ha acentuado de forma muy llamativa una de las transformaciones más sostenidas en el SFE desde varios años atrás: la creciente institucionalización de la inversión financiera a través de las empresas de seguros, fondos de pensiones, etc., modalidades todas ellas que han sido superadas en los últimos años por los fondos de inversión.

Aunque la estamos relacionando aquí con la libertad de movimientos de capitales, teniendo en cuenta que los fondos de inversión que cumplen determinadas características son de libre comercialización en el CE desde la Directiva 85/611, de 20 de diciembre, esta tendencia es común a los países finan-

cieramente más desarrollados y tiene mucho que ver con la naturaleza acumulativa de este tipo de inversión, al menos durante el período de tiempo en que está previsto se genere la cobertura de los riesgos cubiertos y/o el ahorro perseguido.

Las implicaciones de esta tendencia son múltiples y muy relevantes para el SFE. Por ejemplo, desde el punto de vista de los mercados financieros, hay que destacar que supone una creciente presencia en ellos —de forma más o menos regular, en función de lo activa que sea la gestión de sus correspondientes carteras— de inversores que tienden a operar en grandes cantidades y toman sus decisiones de compra o venta en base a criterios más o menos profesionalizados, intentando aprovecharse al máximo de la información en tiempo real susceptible de alterar los precios de los valores negociados en dichos mercados.

La creciente presencia de los inversores institucionales en los mercados financieros supone para éstos mayores exigencias de eficiencia, en la medida en que estos inversores disponen, como alternativas para efectuar sus operaciones, bien otros mercados, bien otros mecanismos de negociación. Al mismo tiempo, esta misma presencia puede ser fuente de una mayor volatilidad de los precios y del importe negociado en dichos mercados en la medida en que los inversores más activos de este tipo tiendan a efectuar simultáneamente el mismo tipo de operaciones en gran escala, como se vio, por ejemplo, claramente en 1994, con ocasión de la crisis de los mercados de bonos anteriormente mencionada.

Los principales inversores de este tipo de instituciones son personas físicas, por lo que otra implicación importante que se deriva de su mayor relevancia es su contribución a generalizar los efectos de los riesgos de mercado, ya que, aunque en España buena parte del activo de los fondos corresponde a deuda pública y otros valores de renta fija, en general éstos deben valorarse diariamente a precios de mercado, lo que supone que el valor liquidativo de los fondos refleja de forma inmediata la volatilidad de los correspondientes mercados.

En general, podemos decir que la inversión financiera de este tipo es una alternativa al ahorro bancario tradicional y, al mismo tiempo, es una fuente generadora de ingresos en forma de comisiones para las entidades que gestionan la misma. Ambas facetas, junto con la necesidad de proporcionar a los clientes una gama de productos y servicios cada vez más amplia, explican el elevado protagonismo de las entidades de depósito (bancos y cajas de ahorros, fundamentalmente) en este ámbito, especialmente por lo que se refiere a los fondos de inversión.

En efecto, por un lado, el fuerte incremento de la competencia por ambos lados del balance ha hecho que el margen financiero de las entidades de depósito haya adquirido en los últimos años una pronunciada tendencia a la baja, que provoca la necesidad de generar ingresos adicionales, fundamentalmente en forma de comisiones. Los fondos de inversión son un instrumento especialmente apropiado para ello, puesto que, además de generar dichos ingresos sobre la base de utilizar la misma red de oficinas que ya tiene cada entidad bancaria que los comercializa, no conlleva para ésta, en general, una mayor exigencia de recursos propios, salvo por lo que respecta a la necesidad

de que la correspondiente gestora cuente con un nivel de los mismos acorde con el total del patrimonio gestionado. Esto último se deriva del hecho de que el patrimonio de los fondos corresponde a los partícipes, por lo que son éstos los que asumen los riesgos de su inversión, fundamentalmente el riesgo de mercado, sin excluir, en algún caso concreto, el riesgo crediticio.

Por otra parte, la evolución de los modernos sistemas financieros, entre ellos el SFE, ha conllevado la generación de mayores alternativas al ahorro bancario, generalmente en forma de valores, la más importante de las cuales tiende a ser la deuda pública, como ocurre en España, debido a sus atractivas condiciones de liquidez y rentabilidad. Esto implica una importante *desintermediación* del ahorro, que puede colocarse ahora en otras alternativas. Aunque las entidades de depósito han intentado contrarrestar esta tendencia remunerando los depósitos en mejores condiciones, esta estrategia no resulta siempre totalmente apropiada, no sólo por la posibilidad de que contamine al alza el coste del pasivo, sino por la necesidad de encontrar una contrapartida suficientemente rentable a los fondos captados mediante depósitos, lo que viene dificultado por la creciente competencia en las operaciones bancarias activas, pero también por la *desintermediación* del crédito, una vez que los mejores prestatarios encuentran más ventajoso financiarse directamente en los mercados de valores.

En definitiva, los fondos de inversión y demás alternativas de inversión institucionalizada, aunque se han visto fiscalmente promovidos con ocasión de la libertad de movimientos de capitales a la que se refiere este apartado, han tenido, y continuarán haciéndolo, profundas implicaciones no sólo para los mercados financieros españoles, sino también para las entidades de depósito.

El carácter acumulativo de este tipo de inversiones y su reciente desarrollo en nuestro país, explica que dispongan por sí solos de un gran potencial de crecimiento, independientemente de la UEM. Piénsese, por ejemplo, en el empuje que han recibido, y es previsible que lo sigan recibiendo durante mucho tiempo, los fondos de pensiones derivado de las dificultades financieras del sistema público de pensiones. Esto no quiere decir que la UEM no pueda elevar aún más este potencial, sobre todo desde la vertiente de una mayor internacionalización de sus inversiones, que actualmente apenas es significativa en nuestro país, dando un paso más en la aplicación del principio de diversificación eficiente en que tienden a basarse este tipo de inversiones.

3. COORDINACIÓN DE LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS Y DISCIPLINA FINANCIERA PARA EL SECTOR PÚBLICO

La política económica en la UEM no es, propiamente, una política común de la CE, ya que sigue siendo, en lo fundamental, competencia de cada Estado miembro, aunque el TUE introdujo un procedimiento basado en la estrecha coordinación de las políticas económicas de los Estados miembros, que incluye la definición de orientaciones generales para todos ellos, un procedimiento de supervisión multilateral y determinadas restricciones de obligado cumplimiento para los mismos.

No obstante, conceptualmente hay que distinguir entre el procedimiento formal de coordinación de políticas económicas, que se ha puesto en marcha

desde que entró en vigor el TUE, y el mayor acercamiento entre los países de la UE a medida en que éstos vayan cumpliendo sus planes de convergencia, y en particular los criterios de convergencia introducidos con vistas a su posible incorporación a la tercera fase de la UEM.

3.1. Las reglas de disciplina financiera

Mientras la coordinación de la política económica entre los Estados miembros de la UE debe favorecer una mayor integración económica y financiera de estos países, con todo lo que esto pueda suponer para evitar posibles perturbaciones derivadas de una menor integración, lo más relevante desde una perspectiva financiera inmediata son las restricciones antes mencionadas, en las que vamos a centrar la atención en este apartado del trabajo. Esto se debe, fundamentalmente, a que se trata de un conjunto de reglas concretas que tienen por objeto garantizar que:

1) la política económica de dichos Estados responde a una economía de mercado abierta y de libre competencia, sin distorsiones injustificadas por parte de los poderes públicos;

2) la posible actuación aislada de un Estado miembro no perjudique la solvencia financiera del resto de los mismos, impidiendo los posibles efectos de contagio.

Estas reglas se refieren a los siguientes principios, que están vigentes desde la segunda fase de la UEM:

1) *Ausencia de privilegios para el sector público*, plasmada en dos prohibiciones referentes a:

a) La autorización de descubiertos o la concesión de cualquier tipo de créditos por el *Banco Central Europeo (BCE)* y por los bancos centrales nacionales, en favor de instituciones u organismos públicos a nivel comunitario, nacional, regional o local, incluyendo las empresas públicas, así como la adquisición directa a los mismos de instrumentos de deuda por los bancos centrales. Esta prohibición sólo excluye a las entidades de crédito públicas en el marco de la provisión de reservas por los bancos centrales, que deberán recibir el mismo trato que las entidades de crédito privadas.

b) El acceso privilegiado a las entidades financieras por las entidades públicas antes mencionadas que no se base en consideraciones prudenciales.

2) *Ausencia de corresponsabilidad financiera*: la Comunidad y los Estados miembros no asumirán ni responderán de los compromisos de las entidades públicas nacionales antes mencionadas, sin perjuicio de las garantías financieras mutuas para la realización conjunta de proyectos específicos.

3) *Ausencia de déficits públicos excesivos* —que los Estados miembros deben evitar o procurar evitar, según se trate, respectivamente, de las fases tercera o segunda de la UEM—, para cuyo control se establece un procedimiento detallado, con la posibilidad de imponer determinadas sanciones a los países que incurran en este tipo de déficit.

El primero de estos principios tiene como principal objetivo conseguir el que la financiación de los entes públicos se efectúe, fundamentalmente, a tra-

vés de los mercados crediticios y de valores compitiendo con el resto de los agentes económicos sin ningún tipo de privilegio, eliminando cualquier distorsión indebida en la fijación de los precios en dichos mercados, y, por tanto, en la asignación de recursos financieros a través de los mismos. Al mismo tiempo, supone que las condiciones con que se obtiene dicha financiación son suficientemente transparentes para el resto de los participantes en los mercados.

Este principio tiene importantes consecuencias directas, entre las que podemos destacar las siguientes:

1) En la medida en que se ha eliminado una importante causa de perturbación sobre los mercados financieros, una mayor propensión a utilizar éstos por los agentes económicos privados, aunque dicho principio no supone, como tal, que desaparezca el importante predominio que en la actualidad tienden a ejercer los entes públicos en razón de sus elevadas necesidades financieras derivadas de sus crecientes déficit públicos. Por consiguiente, esta mayor propensión sólo se hará efectiva de forma significativa cuando se reduzcan estos déficit de manera llamativa.

2) La mayor validez de los precios fijados en los mercados financieros para la adopción de las decisiones de inversión y financiación de los distintos agentes económicos, lo que, al mismo tiempo que refuerza la consecuencia anterior, trae consigo una tendencia hacia una mayor volatilidad de dichos precios.

3) Una importante pérdida de la función que tradicionalmente venían desempeñando las entidades de crédito públicas, lo que, junto con la necesidad de reducir los déficit públicos, ha conducido a una importante reestructuración de las mismas, incluyendo la posibilidad de su privatización, total o parcial, tal y como ha ocurrido en España, desde que se constituyó en 1991 el actual grupo *Argentaria*.

El segundo de dichos principios constituye una importante regla de disciplina financiera, cuya implicación más relevante es la de aproximar el riesgo crediticio de los entes públicos a la naturaleza de un riesgo de tipo privado, en el sentido de que asegura la ausencia de un garante último del primer tipo de riesgos, teniendo en cuenta que el Estado afectado, si se ha incorporado a la tercera fase de la UEM, no dispondrá de competencias en materia de política monetaria y tendrá posibilidades muy limitadas de utilizar la política presupuestaria por las limitaciones impuestas al déficit público. Por consiguiente, dicho principio viene a reforzar el precedente y, por tanto, también sus implicaciones.

Por último, la prohibición de los déficit públicos excesivos, al margen del importante objetivo que cumple de cara a mantener el valor real de la futura moneda única, debe tener como consecuencia más relevante la devolución de buena parte del protagonismo perdido en los mercados financieros por el sector privado de la economía, fuertemente desplazado por el sector público, y, lo que todavía es más trascendente, una mayor conexión entre dichos mercados y la vertiente real de la economía, fundamentalmente empresas y familias, lo que, en buena lógica, teniendo en cuenta que los menores déficit deben impulsar a la baja los tipos de interés, implicará una mayor propensión a que éstas efectúen transacciones financieras.

No obstante, dado los elevados niveles de deuda pública históricamente acumulados, este proceso será, en general, paulatino, lo que facilitará el proceso de adaptación de las entidades financieras, especialmente en aquellas donde la inversión o la negociación de la deuda pública juegan un papel muy relevante, como es el caso de buena parte de las entidades de crédito (bancos y cajas de ahorros) y de los fondos de inversión.

Aunque el control de los déficit públicos no deja de ser, en buena parte, político, resulta difícil que los Estados se sustraigan al mismo una vez alcanzada la tercera fase de la UEM, aunque sólo sea por el interés que pongan en ello los países cumplidores de esta prohibición, teniendo en cuenta que el país afectado no dispone de voto en las decisiones derivadas del procedimiento de control de su propio déficit. Por un lado, el Estado que no cumpla dicha prohibición podrá ser advertido por el *Consejo de la Unión Europea (CUE)* —donde están representados los Gobiernos de los Estados miembros— para que adopte, en un plazo determinado, las medidas de reducción del déficit que considere necesarias para poner remedio a la situación o, incluso, la presentación de informes con arreglo a un calendario específico para examinar los esfuerzos de ajuste de dicho Estado. Si dicho Estado no cumple lo requerido por el CUE, éste podrá decidir que se aplique o, en su caso, que se intensifique una o varias de estas medidas, todas las cuales tienen implicación directa sobre sus posibilidades financieras y, más concretamente, sobre su calificación crediticia o *rating*:

- exigir al Estado miembro de que se trate que publique una información adicional, a especificar por el CUE, antes de emitir obligaciones y valores;
- recomendar al *Banco Europeo de Inversiones* que reconsidere su política de préstamos respecto al Estado miembro en cuestión;
- exigir que dicho Estado miembro efectúe ante la Comunidad un depósito sin intereses por un importe apropiado, hasta que el CUE considere que se ha corregido el déficit excesivo;
- imponer multas de una magnitud apropiada.

Además del procedimiento de control de los déficit públicos excesivos expresamente establecido en el TUE, no podemos olvidar la influencia del control político-social interno a cada país afectado, debido a que el hecho de que éste pueda ser declarado con déficit público excesivo no dejará de tener consecuencias para la financiación del conjunto de sus agentes económicos, especialmente por lo que se refiere a la procedente del exterior, lo que puede suponer un mayor coste efectivo de la misma y/o una menor disponibilidad de fondos.

3.2. Los criterios de convergencia

Los criterios de convergencia son relevantes para la temática de este artículo, tanto desde el punto de vista del acercamiento que deben producir entre los países implicados, como desde su propia formulación concreta, que tiene implicaciones financieras muy relevantes. Recordemos que dichos criterios son los siguientes:

- 1) *Alto grado de estabilidad de los precios*, puesta de manifiesto a través de una tasa de inflación que esté suficientemente próxima —menos de un

1,5% — a la de, como máximo, los tres Estados miembros con mejor comportamiento en esta materia.

2) *Finanzas públicas en situación sostenible*, lo que supone una situación presupuestaria sin un déficit excesivo, de la que ya nos hemos ocupado anteriormente.

3) *Estabilidad cambiaria*: respeto, durante dos años como mínimo, sin ninguna devaluación frente a la moneda de ningún otro Estado miembro, de los márgenes normales de fluctuación que establece el mecanismo de tipos de cambio del *Sistema Monetario Europeo (SME)*.

4) *Carácter duradero de la convergencia*: reflejado en los niveles de tipos de interés de la deuda pública a largo plazo, que no deben exceder en más de un 2% el de, como máximo, los tres Estados miembros con mejor comportamiento en materia de estabilidad de precios.

Estos criterios apuntan hacia economías suficientemente estables, especialmente, desde el punto de vista financiero, aunque con grandes implicaciones para la vertiente real. En este sentido, su mayor o menor grado de cumplimiento expresan no sólo el acercamiento o la lejanía a la estabilidad deseada, sino que son susceptibles de provocar un mayor o menor nivel de la confianza en la marcha de la economía, sobre todo desde el punto de vista de los inversores a medio y largo plazo, por lo que tiene una influencia muy directa sobre la toma de las correspondientes decisiones de financiación o de inversión.

Como ya nos hemos referido anteriormente a los déficit públicos excesivos, centraremos nuestra atención en los tres criterios restantes. Estos criterios pueden concebirse en términos de una doble estabilidad de precios, interna y externa, junto con un criterio adicional que refleje la credibilidad de ambas.

En este sentido, una elevada estabilidad de precios debe reducir el riesgo inflacionario, con diversas consecuencias para las decisiones financieras, entre las que destacamos dos de ellas. Por un lado, un menor nivel de los tipos de interés, así como una reducida volatilidad de los mismos, con todo lo que ello implica de mayor estímulo para la economía real y de sus necesidades financieras, así como del riesgo de tipos de interés más reducido que soportarían las entidades financieras. Por otro, este mismo menor riesgo debe aumentar actualmente la financiación de todo tipo de agentes económicos en España, pero especialmente de los de carácter privado, cuyos instrumentos de deuda no disponen de un mercado secundario suficientemente equiparable al de deuda pública, el desarrollo del cual puede verse muy favorecido por la menor necesidad de emitir ésta que se deriva de unos déficit públicos más reducidos.

La elevada estabilidad cambiaría reduce el riesgo de cambio, lo que debe facilitar la captación de financiación exterior por los agentes económicos españoles, tanto de carácter crediticio como en forma de acciones, reforzando los efectos derivados de la estabilidad de los tipos de interés. Algo similar podría decirse respecto a la realización de inversiones españolas en el extranjero.

No obstante, al igual que sucede con los restantes criterios de convergencia, pero con especial incidencia en éste, no debe confundirse el objetivo que

persigue este criterio —la estabilidad cambiaría— con la formulación concreta del mismo —permanencia dentro de los márgenes normales de fluctuación del mecanismo de tipos de cambio del SME—, ya que puede suceder que la pretendida relación directa entre ambos no funcione como se esperaba, sino que ocurra al contrario, es decir, que dicha formulación contribuya a alejar el cumplimiento del objetivo pretendido. El hecho de que así fuese en el período 1992-93 ha minado de forma importante la credibilidad del SME, pero, sin embargo, no ha invalidado el objetivo de estabilidad cambiaría entre las monedas comunitarias, ya que éste forma parte fundamental del propio diseño de la tercera fase de la UEM.

Ambos tipos de estabilidades —monetaria y cambiaría— deben de ser duraderas, y, por tanto, creíbles por los mercados financieros, aspectos ambos que se reflejan en los tipos de interés a largo plazo, que son los indicadores más apropiados para la toma de decisiones de inversión y financiación con este plazo temporal. En este sentido, la reducción de estos tipos que el criterio manejado conlleva debe aumentar aún más los estímulos señalados a la economía real y a su financiación a largo plazo.

El problema reside en que si no existe suficientemente credibilidad sobre la convergencia de un país como España, los efectos favorables que acabamos de comentar no sólo no se producen, sino que, entonces, los argumentos manejados van en la dirección contraria a la apuntada, aumentando, en lugar de disminuir, los riesgos de tipos de cambio y de tipos de interés, y dificultando, por tanto, la captación de financiación por los agentes económicos de nuestro país. Esta es la dura lección que se desprende de las distintas turbulencias monetarias y cambiarias vividas por nuestro país desde 1992.

Aunque es verdad que, entonces, algunas entidades financieras pueden obtener importantes beneficios intentando cubrir los riesgos adicionales soportados por otros agentes económicos, en base a su mayor experiencia con los mismos, no puede olvidarse que esas mismas entidades también soportan mayores riesgos en su actividad, y que, por otra parte, están en juego sus posibilidades futuras de competir en un área financiera integrada bajo la moneda única. Por consiguiente, todos los agentes de la economía española tienen, a largo plazo, un interés positivo en que nuestro país cumpla cuanto antes los criterios de convergencia, y, sobre todo, que lo haga a tiempo para incorporarse a la tercera fase en la primera ocasión posible.

4. POLÍTICA MONETARIA: HACIA LA MONEDA ÚNICA

La tercera fase de la UEM se caracteriza, sobre todo, por el advenimiento de una moneda única y el establecimiento de una política común. Ahora bien, el hecho de que esta fase se coloque al final de un proceso todavía en curso, explica que el TUE no se preocupe apenas de —y que, por tanto, desconozcamos— los detalles sobre cómo llegaría dicha moneda única o sobre cómo se ejercería en la práctica la política monetaria, con todos los elementos que rodean a una y otra.

Por el contrario, en esta materia el Tratado tiene un contenido más institucional que sustantivo, lo cual se justifica plenamente, en primer lugar, por la

necesidad de establecer las reglas básicas de incorporación a la tercera fase de los países que cumplan las condiciones para ello y la posterior introducción de la moneda única, y, en segundo lugar, porque la política monetaria común se pone en manos de instituciones nuevas, que es necesario definir y dotar de contenido. Este mismo motivo explica que el TUE haya previsto cierta flexibilidad normativa al respecto y que, incluso, determinadas disposiciones de desarrollo no se adopten hasta que esté próximo el advenimiento de la tercera fase.

Dentro de este contexto, vamos a ocuparnos en sendos subepígrafes de este apartado, por un lado, de la institución prevista para formular y llevar a cabo la política monetaria común, que condicionará completamente las actividades de todo el sistema financiero europeo, mientras que, por otro, intentaremos efectuar algunas reflexiones sobre la posible configuración del SFE ante el advenimiento de la moneda única.

4.1. El Sistema Europeo de Bancos Centrales

Entre las instituciones previstas para la tercera fase de la UEM, ocupa un lugar central el *Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC)*, compuesto por el BCE y los bancos centrales de los Estados miembros que participen en dicha fase. El SEBC, que no tiene personalidad jurídica propia, estará dirigido por los órganos rectores del BCE —Consejo de Gobierno y Comité Ejecutivo—, núcleo central del mismo.

El SEBC y el BCE quedarán constituidos en cuanto se haya nombrado por primera vez al Comité Ejecutivo, lo que debe tener lugar inmediatamente después de que se haya adoptado la decisión sobre la fecha de inicio de la tercera fase, o, en su caso, del 1 de julio de 1998, asumiendo el pleno ejercicio de sus respectivas competencias desde el primer día de la tercera fase. En cuanto el BCE esté constituido asumirá, si fuere necesario, las funciones que hasta ahora viene ejerciendo el *Instituto Monetario Europeo (IME)*, liquidándose éste.

El objetivo principal del SEBC será mantener la estabilidad de precios, sin perjuicio de lo cual apoyará las políticas económicas generales de la Comunidad con el fin de contribuir a la realización de los objetivos generales comunitarios. El SEBC actuará con arreglo al principio de una economía de mercado abierta y de libre competencia, fomentando una eficiente asignación de los recursos. Ambos principios permiten ahondar en las ideas anteriormente expuestas sobre estabilidad y disciplina financiera.

Las funciones básicas del SEBC son suficientemente expresivas de la enorme relevancia que tendrá esta institución desde la perspectiva de la futura configuración del sistema financiero europeo y, dentro de éste, del SFE: definir y ejecutar la política monetaria de la CE; realizar operaciones de divisas coherentes con la política de cambios de la CE; poseer y gestionar las reservas oficiales de divisas de los Estados miembros, sin perjuicio de la posesión y gestión de fondos de operación en divisas por parte de sus Gobiernos; promover el buen funcionamiento de los sistemas de pago.

Además, el SEBC contribuirá a la buena gestión de las políticas que lleven a cabo las autoridades competentes con respecto a la supervisión prudencial

de las entidades de crédito y a la estabilidad del sistema financiero. Sin embargo, no tiene expresamente competencias en materia de supervisión prudencial, aunque el TUE prevé que el CUE pueda encomendar al BCE tareas específicas respecto de políticas relacionadas con la supervisión prudencial de las entidades de crédito y otras entidades financieras, con excepción de las empresas de seguros.

El BCE tendrá el derecho exclusivo para autorizar la emisión de billetes de banco en la Comunidad. El BCE y los bancos centrales nacionales podrán emitir billetes, que serán los únicos de curso legal en la Comunidad. Los Estados miembros podrán realizar emisiones de moneda metálica, para las que será necesaria la aprobación del BCE en cuanto al volumen de emisión.

Una característica fundamental del SEBC es la rigurosa independencia de que ha sido dotado en el TUE, de forma que ni el BCE ni los bancos centrales nacionales, ni ninguno de los miembros de sus órganos rectores, podrán solicitar o aceptar instrucciones de las instituciones u organismos comunitarios, ni de los Gobiernos de los Estados miembros, ni de cualquier otro órgano. Las instituciones y organismos comunitarios, así como los Gobiernos de los Estados miembros, se comprometen a respetar este principio y a no tratar de influir en los miembros de los órganos rectores del BCE y de los bancos centrales nacionales.

Esto no quiere decir que el SEBC está aislado dentro del conjunto de las instituciones comunitarias. Por el contrario, el TUE se preocupa expresamente por regular sus relaciones con las restantes instituciones, lo que impide que el SEBC pueda ser considerado como una entidad sin ningún tipo de control democrático, especialmente cuando sus órganos de gobierno son designados por órganos expresamente sometidos a este tipo control. En efecto, los miembros del Comité Ejecutivo serán nombrados de común acuerdo por los Gobiernos de los Estados miembros a nivel de Jefes de Estado o de Gobierno, sobre la base de una recomendación del CUE y previa consulta al Parlamento Europeo y al Consejo de Gobierno del BCE —sustituido por el Consejo del IME la primera vez—, mientras que el nombramiento de los restantes miembros del Consejo de Gobierno, los gobernadores de los bancos centrales nacionales, depende de la respectiva legislación nacional. En cuanto a las relaciones institucionales derivadas del funcionamiento ordinario del SEBC; están expresamente previstas las siguientes:

1) El presidente del CUE y un miembro de la Comisión podrán participar, sin derecho de voto, en las reuniones del Consejo de Gobierno del BCE. Además, el primero podrá someter una moción a la deliberación de este Consejo de Gobierno.

2) Se invitará al presidente del BCE a que participe en las reuniones del CUE en las que se delibere sobre cuestiones relativas a los objetivos y funciones del SEBC.

3) El BCE remitirá un informe anual sobre las actividades del SEBC y sobre la política monetaria del año precedente y del año en curso al Parlamento Europeo, al CUE y a la Comisión, así como al Consejo Europeo. El presidente del BCE presentará dicho informe al CUE y al Parlamento, que podrá proceder a un debate general a partir del mismo.

4) El presidente del BCE y los restantes miembros del Comité Ejecutivo, a petición del Parlamento Europeo o por iniciativa propia, podrán ser oídos por las comisiones competentes del Parlamento.

Desde el punto de vista del SFE, la institución que aparecerá más directamente condicionada por la futura emergencia del SEBC es, sin lugar a dudas, el Banco de España, ya que, si nuestro país se incorpora a la tercera fase en la primera ocasión posible, perderá sus competencias en una política monetaria que, por eso mismo, dejará de ser nacional, aunque continuará participando en la formulación de la misma a nivel europeo. Si, por el contrario, no sucede así, el Banco de España conservará sus competencias sobre la política monetaria española, pero se verá impedido de participar en la formulación de esta política a nivel comunitario. Esto no quiere decir que el Banco de España no participe, entonces, en el BCE, ya que, mientras existan Estados miembros que no participen de la tercera fase, está previsto que estos también lo hagan, de una forma limitada, a través del Consejo General del Banco, tercer órgano rector del BCE, que no posee competencias reales en el campo de la política monetaria.

Las implicaciones de la no participación inicial del Banco de España en el SEBC van, sin embargo, mucho más allá que dicha institución, en la medida en que nuestro país carecerá, entonces, de participación directa en un buen número de decisiones sobre la formulación inicial de la política monetaria común y de su desarrollo posterior, lo que dificultará que se tenga en cuenta la situación de las entidades financieras españoles.

Posteriormente, las entidades españolas accederán a la tercera fase cuando las de otros países lleven cierto tiempo operando con la moneda única bajo distintos mercados e instrumentos, lo cual, a igualdad de condiciones, tenderá a perjudicar la posición competitiva de las entidades de nuestro país en el momento que se produzca dicha incorporación.

4.2. La moneda única y la configuración del sistema financiero

La implantación de la moneda única puede afectar muy directamente a la configuración del núcleo del sistema financiero (sistema bancario y mercado de valores), entendida ésta en un doble sentido:

- 1) en cuanto al número y tamaño de las entidades que lo componen;
- 2) en lo que respecta a la mezcla de productos y servicios que ofrecen dichas entidades.

El sistema bancario

Por lo que se refiere al sistema bancario, no podemos dejar de mencionar lo que actualmente está sucediendo en las otras dos grandes áreas bancarias del mundo, Estados Unidos y Japón, que, al tratarse de sendos países, constituyen por sí mismos, cada uno de ellos, una unión económica y, sobre todo monetaria.

En el primer país nos encontramos con un sistema bancario tradicionalmente muy segmentado desde una doble perspectiva: territorial y funcional, en este último caso por la rígida separación tradicional entre la banca comer-

cial y la banca de inversión, cuyas mayores entidades han venido perdiendo peso relativo desde hace muchos años en el conjunto de los mayores bancos del mundo, fundamentalmente a favor de los bancos japoneses y europeos.

En un momento en que dicha segmentación se está debilitando sensiblemente, sobre todo en el ámbito territorial, un buen número de sus principales entidades, muchas de las cuales figuran entre las más grandes del país, deciden voluntariamente fusionarse entre sí, dando lugar no sólo a un movimiento que puede suponer un cambio radical del mapa bancario estadounidense, con la desaparición —directa o inducida— de un elevado número de entidades, sino, también, a profundas transformaciones en las entidades implicadas en estos procesos, ya que todos ellos persiguen —y así son defendidos públicamente— la creación de entidades más eficientes y competitivas, con el aprovechamiento de las posibles sinergías y la eliminación de las duplicidades existentes, sin olvidar las que afectan a las plantillas. Además, algunas de las entidades implicadas han vivido, o son resultado de, procesos de fusión todavía muy recientes, por lo que puede decirse que tienen que volver a repetir, probablemente con mucha experiencia ganada sobre el terreno, las difíciles reestructuraciones internas y externas que se derivan de este tipo de operaciones empresariales.

En Japón también existe un importante grado de segmentación en su sistema bancario, básicamente de corte funcional, no sólo por lo que respecta a la separación entre la banca comercial y la banca de inversión —que sigue las mismas pautas que en Estados Unidos—, sino también por la que existe entre los distintos tipos de bancos propiamente dichos. Sin embargo, lo más llamativo de este país es que, tratándose de entidades sensiblemente mayores que las estadounidenses, también se planteen entre ellas algunos procesos de fusión, aunque, por el momento, a un ritmo bastante menos apreciable que el registrado en Estado Unidos. No obstante, dado el actual nivel de crisis que vive el conjunto del sistema bancario japonés, no sería extraño que dicho ritmo pudiera acelerarse en el futuro como vía de solución a los problemas de algunas entidades particulares.

Estas reflexiones tienen por objetivo proporcionar un marco de referencia con vistas a formular las posibles perspectivas futuras de la configuración de los sistemas bancarios europeos, y en concreto del español, ante el desarrollo de la UEM y, especialmente, del advenimiento de la moneda única. En efecto, lo primero que cabe plantearse es que, si países que ya constituyen una unión monetaria están viendo cambios muy significativos en sus sistemas bancarios, ante modificaciones importantes en su entorno general, parece lógico esperar movimientos similares en un área actualmente caracterizada por:

- 1) no constituir una unión monetaria plena, de forma que el advenimiento efectivo de la misma debe implicar cambios muy importantes en el conjunto de los sistemas financieros implicados;

- 2) si bien se trata de un espacio bancario teóricamente no segmentado, por el desarrollo del mercado único, que está basado en el modelo más amplio posible de banca universal, lo cierto es que, *de facto*, persiste en él un importante grado de segmentación sobre una base nacional, especialmente en el campo minorista, tanto por la gran dependencia de cada sistema bancario de su propia moneda y de su respectiva política monetaria, como por la

mayor familiaridad y confianza de los consumidores nacionales en las entidades bancarias que más conocen.

El mismo desarrollo, o incluso la anticipación, del mercado único apoyan estas reflexiones, en la medida que se han registrado transformaciones importantes en la configuración de algunos sistemas bancarios europeos, entre ellos el español, e, incluso, se han llegado a producir algunos intentos de configurar bancos plurinacionales.

Por consiguiente, ante el advenimiento de la tercera fase de la UEM podemos anticipar de forma razonable un importante proceso de transformación del conjunto de la banca europea, con especial incidencia en el caso de España, debido al tamaño relativamente menor de sus principales entidades, sobre todo cuando consideramos que la moneda única debe conllevar una importante pérdida de las ventajas —algo erosionadas ya por el desarrollo del mercado único— que tradicionalmente vienen disfrutando las entidades nacionales frente a su respectivo sistema financiero, sobre todo si se unifican, como de alguna forma está prevista que se haga, algunos aspectos que condicionan la operativa de las entidades bancarias: sistemas de pago, coeficiente de caja, tratamiento fiscal de las operaciones financieras, etc.

Parece lógico pensar que este proceso de reestructuración sea inicialmente más intenso dentro de las fronteras nacionales y, sólo cuando haya agotado sus principales efectos dentro de las mismas, el centro de atención se desplace hacia operaciones transnacionales, lo que no excluye la posible emergencia desde el principio de algunas entidades paneuropeas originarias de más de un único país.

Por consiguiente, no resulta ni mucho menos descartable que en España, al igual que otros países europeos, se produzca un nuevo movimiento de fusiones entre algunas de las principales entidades bancarias, con vistas a perseguir una posición competitiva suficientemente equiparable a la de otros grandes bancos europeos, en términos no tanto del mero tamaño de sus balances, como, sobre todo, de su eficiencia y de su amplitud en productos y servicios y de tipos de clientes, aspecto este último que afecta, fundamentalmente, a las empresas no financieras, debido al proceso de concentración entre las de mayor tamaño que se viene produciendo con ocasión del mercado único, pero que influye también en las relaciones interbancarias, o con otros intermediarios financieros, debido a que éstas también se encuentran sujetas a límites a la concentración de grandes riesgos, no sólo porque así lo exige la regulación, sino por la propia prudencia de las entidades.

Evidentemente, un movimiento de este tipo no implica, necesariamente, consecuencias negativas para las entidades de menor tamaño, que, incluso, pueden mantener, o incluso mejorar, globalmente su cuota de mercado en algunas áreas del negocio bancario, especialmente de tipo minorista, sobre todo si su estrategia básica se fundamenta en una segmentación suficientemente defendible, bien de carácter territorial, bien por tipos de productos y servicios o de clientes. No obstante, estas mismas entidades verán muy condicionadas sus posibilidades competitivas ante los cambios que se vayan produciendo en el sistema bancario, por lo que también cabe esperar que se registre un significativo proceso de fusiones entre buena parte de ellas, mientras que otras

mantendrán su independencia, aún cuando, al mismo tiempo, puedan formalizar acuerdos de cooperación con otras entidades similares.

Por lo que respecta a los productos y servicios que ofrecen las entidades bancarias, tanto la menor rentabilidad que cabe esperar, debido a la intensa competencia existente por ambos lados —activo y pasivo—, de la intermediación tradicional, como las nuevas demandas por parte de la clientela, permiten anticipar la continuidad del avance que se viene registrando en los últimos tiempos de los productos y servicios generadores de comisiones más que de margen financiero, buena parte de los cuales estarán estrechamente relacionados con los mercados de valores. Esto quiere decir que, en general, las entidades bancarias se convertirán, cada vez más, en negocios plurifuncionales, aunque no todas las entidades lo harán en el mismo grado, no sólo por motivos derivados de su diferente posición competitiva en los distintos productos y servicios, sino también porque no todas ellas estarán dispuestas a asumir los niveles adicionales de riesgo que algunos de estos productos y servicios conllevan por su propia naturaleza. Por consiguiente, esta tendencia no implica necesariamente que se reduzca el grado de variedad que puede observarse en el comportamiento estratégico de las entidades bancarias, siendo posible, incluso, que aumente, en la medida en que se incrementa la amplitud potencial del negocio de las mismas.

Los mercados de valores

Una de las principales incógnitas que existen actualmente sobre el sistema financiero europeo, y, por tanto, también sobre nuestro país, es la configuración futura de sus mercados de valores, teniendo en cuenta, por un lado, que el desarrollo del mercado único en este campo se encuentra actualmente mucho más retrasado que en el caso de la banca, y apenas ha comenzado a despuntar, y, por otro, las importantes dudas que existen acerca de si dicha configuración se inclinará hacia la concentración de la negociación en unas pocas plazas financieras relevantes, no necesariamente las mismas para cada tipo de instrumento, o bien hacia un esquema más descentralizado, sobre la base de, si no todos, al menos los principales mercados nacionales actualmente existentes.

Hay que tener en cuenta que la disposición básica del mercado único europeo en el campo que nos ocupa, la Directiva 93/22, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables, no sólo se aprueba después que el mercado único esté en marcha, sino que no está previsto que tenga efecto, en principio, hasta el 31 de diciembre de 1995. Esta Directiva se refiere a los servicios de inversión y a las empresas que pueden ofrecerlos —*empresas de inversión*, concepto que abarca también las entidades de crédito en la medida en que presten servicios de inversión—, por un lado, pero también a los valores negociables y demás instrumentos objeto de dichos servicios y a los mercados regulados en que se negocian estos instrumentos.

Sin embargo, mayor interés ofrece el segundo punto, teniendo en cuenta no sólo que dicha Directiva fomenta la posibilidad de que, dentro del mercado único europeo, los mercados regulados compitan entre sí por atraer los mismos valores o instrumentos, sino que, además, la evolución de las finanzas actuales ha fomentado la intensa contratación de determinados instrumen-

tos fuera de los mercados regulados o, incluso, ha generado una incipiente negociación bilateral de valores a través de sistemas electrónicos de comunicación, aunque éstos por sí mismos no persigan ser un mercado como tal.

La referencia más inmediata en este campo podría ser, en principio, el caso estadounidense, donde buena parte del negocio se ha concentrado en dos plazas financieras: Nueva York (bolsa) y Chicago (futuros y opciones). Sin embargo, este mismo ejemplo muestra también las amplias posibilidades con que cuenta un mercado de negociación electrónica geográficamente diversificado por todo el país, como es el caso del *NASDAQ* (*National Association of Securities Dealers Automated Quotation*), así como, en menor medida, las posibilidades de supervivencia de algunos mercados especializados desde un punto de vista territorial, lo que tiene especial importancia para los títulos de empresas de menor tamaño, que, en general, tienen difícil acceso a los grandes mercados de valores.

La tendencia hacia la concentración de la negociación de los mismos instrumentos en unos pocos mercados relevantes, que también ocurre dentro de las mismas fronteras nacionales, viene apoyada por la propia naturaleza de dichos mercados, donde juegan un importante papel los niveles de profundidad y liquidez de la negociación, y se ve estimulada en la medida en que se generaliza la presencia de operadores de una misma entidad o grupo en los mismos mercados, ya que éstos pueden terminar prefiriendo, por razones de coste y agilidad de las operaciones, acumular sus transacciones en un solo mercado.

Por otra parte, precisamente como anticipación del mercado único, y, sobre todo, de la misma generalización de la inversión internacional, prácticamente todos los mercados de valores europeos han sido objeto de reformas relativamente recientes que han incrementado substancialmente sus niveles de eficiencia, por lo que resulta difícil establecer a priori un hipotético ganador de la competencia de los mercados, más allá de reconocer la importante ventaja que, desde un primer momento, cuenta Londres como principal centro financiero europeo, y más allá de las que puede ofrecer Francfort para determinados mercados en su condición de sede del actual IME y, sobre todo, del futuro BCE.

La UEM debe acentuar esta tendencia a la concentración en unos pocos mercados relevantes de la negociación de los instrumentos financieros, especialmente de aquéllos que resultarán total o parcialmente homogéneos tras el advenimiento de la moneda única, como es el caso de la deuda pública de los países que se incorporen a la tercera fase, de los futuros y opciones sobre la misma, así como de los futuros y opciones sobre tipos de interés y tipos de cambio de la moneda única. Aunque para el caso de las acciones y sus opciones, y, en menor medida, de los futuros y opciones sobre índices bursátiles, la moneda única no juega, en principio, un papel intenso en esta dirección, esto no quiere decir que los correspondientes mercados no se vean arrastrados también hacia una mayor concentración en la medida en que también lo hagan los inversores relevantes.

En todo caso, la mayor eficiencia de los mercados financieros, acentuada por la competencia directa entre ellos, debe fomentar el mayor peso de los

mismos en el conjunto de los flujos financieros en el seno de las economías europeas, especialmente si, con ayuda de determinadas técnicas de *ingeniería financiera* —titulación y *stripping*, por ejemplo—, extienden su ámbito a instrumentos más o menos novedosos en nuestro continente, pero donde todavía no han alcanzado un nivel de desarrollo equiparable al que cuentan en Estados Unidos.

ABSTRACT

This study is centred on the innovations in the financial field which the Treaty of Maastricht has incorporated into the Monetary and Economic Union, summarised in three major blocks: the consolidation of free circulation of capital, the coordination of economic policies and development towards common currency and monetary policy. Regarding the first, the effects this implies for the Spanish financial system are pointed out, in terms of greater requirement for efficiency. As far as the coordination of economic policies are concerned, the set of convergence programmes and rules established by the Treaty, mean the devolution of a good part of the protagonism in financial markets lost by the private sector of the economy and a greater dose of price/exchange stability whenever sufficient credibility existed regarding the convergence of a country. The third aspect highlighted directly affects the nucleus of the financial system —the banking system and the stock market— through, foreseeably, a new trend of mergers in the first case and the uncertainty regarding the possibility of the concentration of the market in a few financial centres or of decentralization, in the second.

Key words: free circulation of capital, coordination of economic policies, single currency, Spanish financial system.