

LOS MERCADOS
FINANCIEROS
ESPAÑOLES ANTE LA
UNIÓN MONETARIA

Fernando Restoy

LOS MERCADOS FINANCIEROS ESPAÑOLES ANTE LA UNIÓN MONETARIA

Fernando Restoy (*)

(*) Trabajo preparado para las Jornadas sobre «El euro y sus repercusiones sobre la economía española», organizado por la Fundación BBV en San Sebastián, los días 26 y 27 de noviembre de 1998. Este trabajo se ha beneficiado de los comentarios y sugerencias de Juan Ayuso, Roberto Blanco, Víctor García-Vaquero, Isabel Goría, Soledad Núñez, Julio Segura y Enrique Sentana. Agradezco, además, la gran ayuda, en cantidad y calidad, que con datos y programas me ha prestado Paco Alonso. Las ideas expresadas en este trabajo no son necesariamente compartidas por el Banco de España o el Sistema Europeo de Bancos Centrales.

Banco de España - Servicio de Estudios
Documento de Trabajo nº 9910

El Banco de España, al publicar esta serie, pretende facilitar la difusión de estudios de interés que contribuyan al mejor conocimiento de la economía española.

Los análisis, opiniones y conclusiones de estas investigaciones representan las ideas de los autores, con las que no necesariamente coincide el Banco de España.

El Banco de España difunde sus informes más importantes, así como los Indicadores económicos, a través de las redes INTERNET e INFOVÍA.PLUS en la dirección <http://www.bde.es>.

ISSN: 0213-2710

ISBN: 84-7793-666-8

Depósito legal: M. 20603-1999

Imprenta del Banco de España

RESUMEN

La introducción de la moneda única en un contexto general de globalización de la actividad financiera y consolidación del mercado único de servicios financieros en Europa supone un enorme reto para los mercados de valores nacionales. El proceso de desregulación y apertura de los mercados, unido a la desaparición de los costes derivados de la existencia de diversas monedas en el área del euro, intensificará, sin duda alguna, la competencia entre intermediarios financieros y centros de negociación, hasta el punto de amenazar la supervivencia de los agentes y mercados menos capaces de adaptarse al nuevo entorno competitivo.

Para analizar las perspectivas de los mercados nacionales en el nuevo contexto es preciso examinar diversos factores de demanda y oferta que las condicionan. Desde el lado de la demanda, resulta necesario referirse a los elementos que determinan la composición de carteras y, muy en particular, al impacto del euro sobre la diversificación internacional de las inversiones de los agentes residentes en la zona UEM. Resulta probable que un incremento de los incentivos para la diversificación favorecería la concentración del conjunto de la actividad financiera en uno o pocos centros. Por el contrario, el mantenimiento de un elevado sesgo doméstico en la distribución internacional de las carteras de los agentes permitiría augurar menores cambios en su propensión a emitir, contratar y liquidar las operaciones en el lugar donde lo hacen en la actualidad. Desde el lado de la oferta, el dinamismo de los distintos ámbitos de la actividad financiera en un determinado país responde a factores de índole estructural que engloban tanto el modelo de financiación de empresas o familias como aspectos relativos a la organización y regulación de los mercados.

Con objeto de estimar los efectos del euro sobre la composición de las carteras se ha realizado un análisis empírico de los efectos de la desaparición del riesgo cambiario y de los costes asociados al cambio de divisas dentro de la zona euro, así como del incremento de la correlación de los rendimientos de los activos negociados en distintos mercados del área. Del análisis se desprende, con las cautelas que exige la naturaleza del ejercicio, que la incertidumbre cambiaría entre las monedas que se han integrado en el área del euro no ha contribuido de forma significativa, en el pasado, a incrementar las posibilidades de diversificación de riesgos de los agentes localizados en la zona UEM. Por lo tanto, aunque la fijación irrevocable de paridades puede difícilmente favorecer la internacionalización de las carteras de los agentes, tampoco parece probable que contri-

buya de modo notorio a reducir la propensión de los agentes a invertir en activos emitidos en países extranjeros dentro del área del euro.

El incremento de la correlación entre los rendimientos de los activos puede tener un efecto relevante sobre la capacidad de los inversores europeos para diversificar riesgos mediante su inversión en activos extranjeros emitidos en el área del euro. Este efecto, sin embargo, parece solo potencialmente significativo en el caso de las inversiones bursátiles, dependiendo del grado de integración económica y sincronía cíclica que alcancen las economías europeas. En todo caso, del análisis se desprende que incrementos moderados en la correlación de los índices bursátiles podrían tener un efecto sobre la demanda de acciones extranjeras equivalente a un incremento significativo en los costes de transacción en renta variable.

Por otra parte, en lo que se refiere a las inversiones externas en el área del euro, aunque las fluctuaciones del tipo de cambio del dólar frente a las monedas del área han podido favorecer en el pasado reciente las oportunidades de diversificación de riesgos de los inversores norteamericanos, el atractivo de los activos europeos no parece verse afectado sustancialmente por la eliminación de la incertidumbre cambiaria correspondiente a las monedas que se han integrado en el euro.

Por el lado de la oferta, el grado de dinamismo que ofrezcan los mercados españoles depende, en gran medida, de la capacidad que tengan para atraer nuevas emisiones de renta variable y de renta fija privada. La escasez de emisiones de valores de empresas privadas no financieras en nuestro país es la consecuencia, fundamentalmente, de elementos estructurales derivados de un modelo muy arraigado de financiación empresarial intermediado por las entidades bancarias y, solo en menor medida, de rigideces administrativas y deficiencias organizativas en los mercados. De este modo, la vía más prometedora para expandir, a medio plazo, el tamaño de los mercados de valores españoles es la que se abre con el fenómeno de la titulización de activos bancarios, cuya regulación ha sido flexibilizada en un momento en el que la contracción del pasivo tradicional de los bancos y la fuerte expansión del crédito favorecen una reestructuración del negocio bancario.

En todo caso, el comienzo de la Tercera Etapa de la UEM, *per se*, no parece conllevar elementos que supongan la concentración inevitable del grueso de la actividad financiera en uno o pocos centros. Para ello sería necesario que, en contra de lo que el análisis efectuado sugiere, la desaparición del riesgo cambiario y la reducción de los costes de adquisición y

emisión de activos en el exterior alterasen de modo radical las pautas de inversión y financiación de los agentes. Así pues, los mercados españoles deben, normalmente, seguir beneficiándose del proceso de sustitución de las formas tradicionales de ahorro por la adquisición de valores negociables. El reto fundamental consiste en establecer las bases que permitan adecuar el tamaño y variedad de las emisiones que cotizan en nuestros mercados a la pujanza de la demanda de valores. Asimismo, deben redoblar los esfuerzos para adaptar la organización y regulación de la actividad financiera a las exigencias de la competencia internacional, con objeto de que la demanda nacional o internacional de activos domésticos redunde en una mayor actividad de emisión, contratación y liquidación en los mercados españoles.

1. INTRODUCCIÓN

El comienzo de la Tercera Etapa del proceso de Unión Económica y Monetaria en Europa (UEM) se inserta en un contexto de cambios sustanciales en los mercados financieros internacionales. Los cambios regulatorios producidos, los avances tecnológicos logrados y la progresiva adquisición de una cultura de inversión y financiación más sofisticada por parte de empresas y familias han permitido desarrollar el tamaño y profundidad de los mercados financieros internacionales, que, a la vez, han adquirido cotas mayores de flexibilidad, apertura e interrelación.

En la Unión Europea, estas tendencias han sido acentuadas por el proceso de construcción del mercado único de servicios financieros y, muy en particular, por la aprobación y trasposición a los ordenamientos jurídicos nacionales de la Directiva de Servicios de Inversión (DSI). Esta directiva contiene elementos como la armonización del concepto de "mercado regulado", la creación del pasaporte único para las empresas de servicios de inversión y la relajación de las restricciones existentes, incluyendo la de residencia física, para adquirir la condición de "miembro" de los mercados. Estos elementos, en un contexto de libre circulación de capitales, favorecerán, sin duda, un mayor crecimiento e integración de los mercados europeos, así como estimulará la competencia entre centros financieros⁽¹⁾.

De este modo, aislar los efectos de la introducción de la moneda única sobre los mercados financieros europeos, en general, y sobre los mercados españoles, en particular, no es tarea fácil por el dinamismo del escenario en el que se enmarca. No obstante, es indudable que el comienzo de la Tercera Etapa de la UEM modificará de forma substantiva el contexto económico en el que se desarrolla la actividad financiera en Europa. Así, la fijación irrevocable de paridades y la desaparición de los costes de cambio de divisas potenciarán los efectos del mercado único de bienes y

⁽¹⁾ Ver Steil (1996), para una visión crítica de la DSI.

servicios, favoreciendo la integración económica de los países que adopten el euro. Asimismo, la existencia de una política monetaria única orientada a la estabilidad de precios y la adopción de compromisos fiables por parte de los Gobiernos para acometer políticas fiscales equilibradas facilitará la creación de un entorno de estabilidad macroeconómica que debe propiciar el crecimiento sostenido de la actividad en el área del euro. Pero, a su vez, desde una perspectiva más microeconómica, la actividad financiera se verá afectada por la ejecución, por parte del Sistema Europeo de Bancos Centrales, de una política monetaria respetuosa con las reglas de funcionamiento del mercado y ejecutada de modo que se garantice la unicidad del precio de la liquidez de base en todo el área del euro. Esta unicidad será el producto tanto de la homogeneidad de los instrumentos y procedimientos de regulación de la liquidez como de la creación de sistemas transfronterizos de pagos (muy en particular del sistema TARGET), que permitirá el flujo de fondos líquidos con altas cotas de seguridad y eficacia en toda el área del euro. Todos estos factores pueden, potencialmente, afectar a la demanda y a la oferta de los distintos valores negociables en el área del euro y a la distribución geográfica de la actividad financiera. El objetivo de este trabajo es intentar desentrañar algunas claves de la evolución futura de los mercados financieros europeos en este contexto y la forma en la que los mercados financieros españoles se verán afectados.

La evolución y distribución del negocio financiero responde a factores de demanda y oferta. Desde el lado de la demanda, resulta necesario referirse a los elementos que determinan la composición de carteras y, muy en particular, al impacto del euro sobre la diversificación internacional de las inversiones. Parece probable que una mayor diversificación favorezca la concentración del conjunto de la actividad financiera en uno o pocos centros. Por el contrario, el mantenimiento de un elevado sesgo doméstico en la distribución internacional de las carteras de los agentes permitiría augurar menores cambios en la propensión de los agentes a emitir, contratar y liquidar las operaciones en el lugar donde lo hacen en la actualidad. Por su parte, desde el lado de la oferta, el dinamismo de los distintos ámbitos de la actividad financiera en un determinado país responde a factores de índole estructural que engloban tanto el modelo de financiación de empresas o familias como aspectos relativos a la organización y regulación de los mercados.

De este modo, parece razonable organizar el estudio de las perspectivas de los mercados nacionales, refiriéndose por separado a los factores de demanda y oferta que las condicionan. Siguiendo este esquema, el trabajo se estructura del siguiente modo: la sección 2 ofrece, a modo introductorio, una panorámica breve de la situación actual de los mercados nacionales. La sección 3 estudia, de manera moderadamente formalizada, los efectos de la introducción del euro sobre la composición internacional de la demanda de activos de los agentes residentes y extranjeros. La sección 4 ofrece una descripción de los principales retos a los que se enfrenta, desde el punto de vista estratégico y organizativo, la industria financiera española. Finalmente, la sección 5 proporciona algunas conclusiones del análisis efectuado.

El alcance del trabajo es limitado, en la medida en que se referirá solo a los mercados organizados, omitiendo, de este modo, el análisis de los mercados monetarios⁽²⁾ y OTC.

2. PANORÁMICA DEL MERCADO FINANCIERO ESPAÑOL

2.1. La demanda y oferta de activos negociables

La economía española, como buena parte de las de los países de su entorno, ha experimentado en los últimos años un proceso de desplazamiento de los productos bancarios tradicionales como vehículos para la colocación del ahorro de empresas y familias que ha supuesto una variación sustancial en la composición de la riqueza financiera de la economía y ha contribuido a la expansión de los mercados de valores.

Como se aprecia en el gráfico 2.1, en los últimos 5 años las tenencias de valores negociables de los agentes residentes se ha doblado en proporción al PIB. Esta evolución ha estado fundamentalmente asociada a la industria de los fondos de inversión, que, según se aprecia en el gráfico 2.2, ha experimentado un considerable auge en la década de los noventa.

⁽²⁾ En un trabajo paralelo con J. Ayuso y J. Peñalosa [Ayuso *et al.* (1998)] se estudian las perspectivas de los mercados monetarios españoles ante el euro.

En el momento actual, el patrimonio acumulado de los fondos de inversión españoles es superior a 30 billones de pesetas, lo que sitúa a la industria española de fondos en los primeros lugares de Europa en proporción al PIB. La contrapartida de esta expansión de la inversión colectiva ha sido, como se aprecia en el gráfico 2.3, lógicamente, la pérdida de importancia relativa de los depósitos bancarios a plazo, cuyo volumen ha experimentado en los últimos años cifras de crecimiento negativas.

El auge de los fondos de inversión españoles se debió, en gran medida, en un primer momento, a un tratamiento fiscal favorable con respecto al que se aplicaba a los depósitos bancarios. A su vez, la disponibilidad en España de mercados de deuda pública muy líquidos facilitó la aceptación de las participaciones en los fondos por el público como sustitutos próximos, más rentables, de los depósitos tradicionales. En los últimos años, el mantenimiento del ritmo de crecimiento del patrimonio de los fondos de inversión ha venido favorecido por la reducción de los tipos de interés y el incremento muy pronunciado de las cotizaciones bursátiles. Esta evolución de los mercados ha expandido, en general, el valor patrimonial de las participaciones, favoreciendo, en particular, a los fondos con una vocación de inversión menos conservadora.

En general, como se observa en el gráfico 2.4, desde 1988, la demanda de valores negociables se ha dirigido, principalmente, hacia los mercados de deuda pública nacional y, en menor medida, hacia el mercado bursátil doméstico. En los últimos años, sin embargo, se observa un incremento de la demanda de acciones y de activos emitidos por no residentes, que ha venido acompañada por el aumento, más moderado, de la demanda de activos nacionales por parte de no residentes.

Por el lado de la oferta, el crecimiento de la demanda de valores por parte de los agentes residentes ha podido ser abastecido, hasta muy recientemente, por el incremento continuado de las emisiones de deuda pública. Como se observa en el cuadro 2.1, en los últimos 2 años se ha producido, asimismo, un incremento notorio de la oferta de acciones emitidas por empresas residentes. Este incremento se debe, en su mayor parte, a las privatizaciones de empresas públicas y, solo en una cuantía muy inferior, a ampliaciones de capital, siendo casi despreciable el volumen

aportado por nuevas empresas admitidas a cotización. Otro dato llamativo que se desprende del cuadro 2.1 es el estancamiento del mercado de renta fija privada donde tan solo las emisiones por parte de no residentes (los bonos matador) han mostrado un cierto dinamismo.

La situación actual de los mercados de valores españoles, en relación con otros países desarrollados se resume en el cuadro 2.2. Como se observa, en proporción del PIB, la oferta de valores negociables en los mercados financieros españoles es significativamente menor que la correspondiente a los países anglosajones y algunos nórdicos, y solo moderadamente inferior a la de la mayoría de los países de Europa Continental. Sin embargo, el cuadro 2.2 ilustra que, mientras el mercado bursátil español tiene un tamaño relativamente elevado, si se toman como referencia los países de la UE, el mercado de deuda privada resulta casi raquítico.

Estas notas descriptivas de la situación actual de los mercados configuran un escenario de fuerte dinamismo de la demanda de valores negociados por parte de los agentes residentes y una oferta que, hasta el momento, ha sido muy dependiente de las necesidades de financiación de las Administraciones Públicas, tanto por su efecto sobre sus emisiones de deuda como por su relación con el proceso de enajenación de las empresas públicas.

2.2. La organización de los mercados

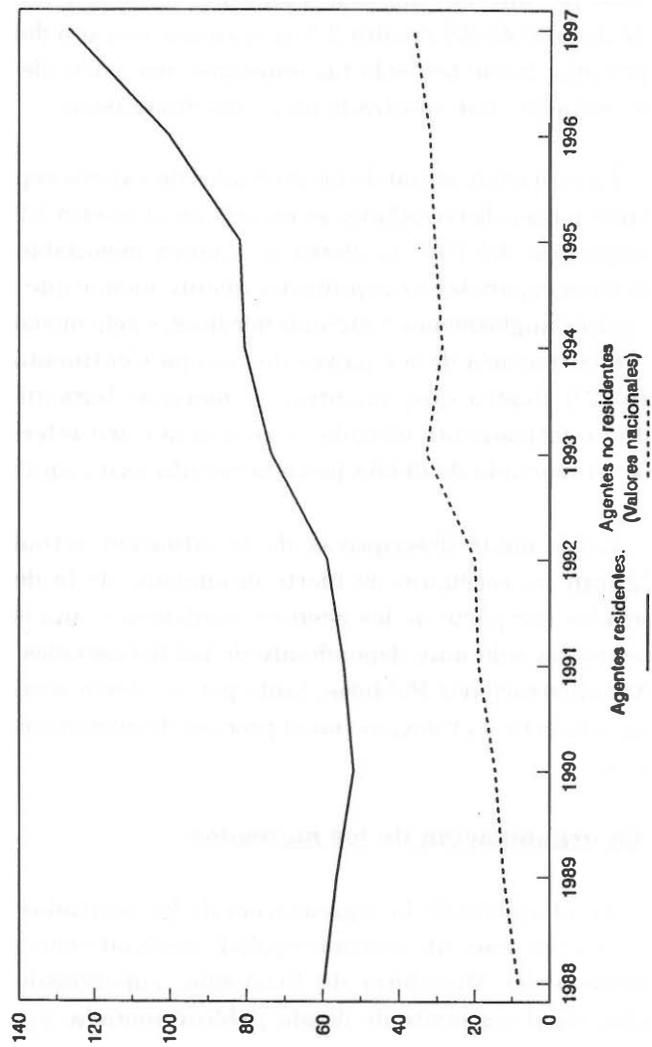
En el ámbito de la organización de los mercados se ha consolidado, en los últimos años, un sistema regulado mediante normas que emanan del Gobierno o del Ministerio de Economía, supervisado por el Banco de España, en el segmento de deuda pública anotada, y por la CNMV en el resto de los mercados al contado y de derivados⁽³⁾.

En el mercado de deuda pública anotada es donde se concentra la casi totalidad de las transacciones con deuda pública del Estado y una parte de la correspondiente a la deuda de las Comunidades Autónomas y

⁽³⁾ Pellicer (1992) proporciona una descripción detallada de los mercados financieros organizados en España.

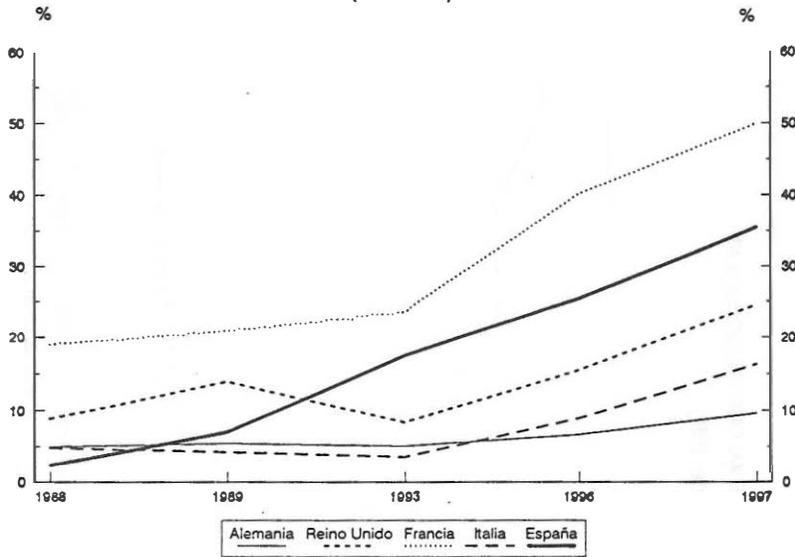
Gráfico 2.1

ESPAÑA. DEMANDA DE VALORES NEGOCIABLES
(% del PIB)



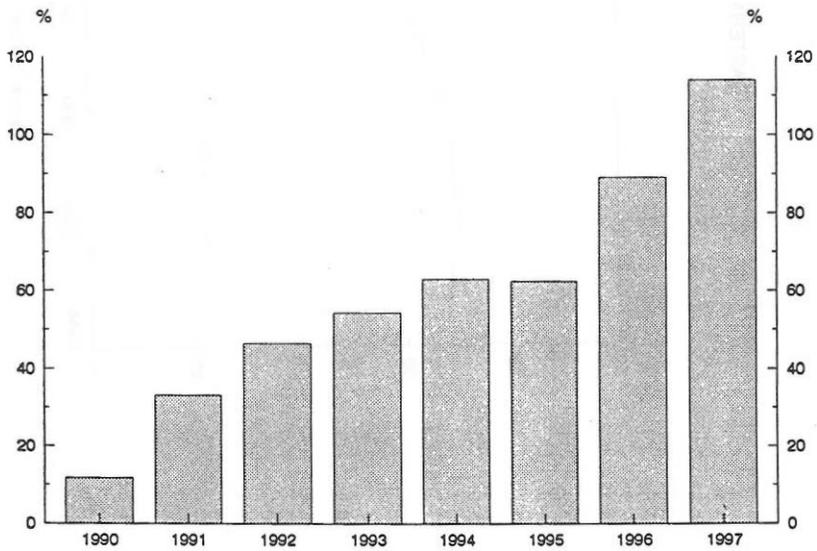
PATRIMONIO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN
(% del PIB)

Gráfico 2.2



ESPAÑA. FONDOS DE INVERSIÓN Y DEPÓSITOS BANCARIOS (a)

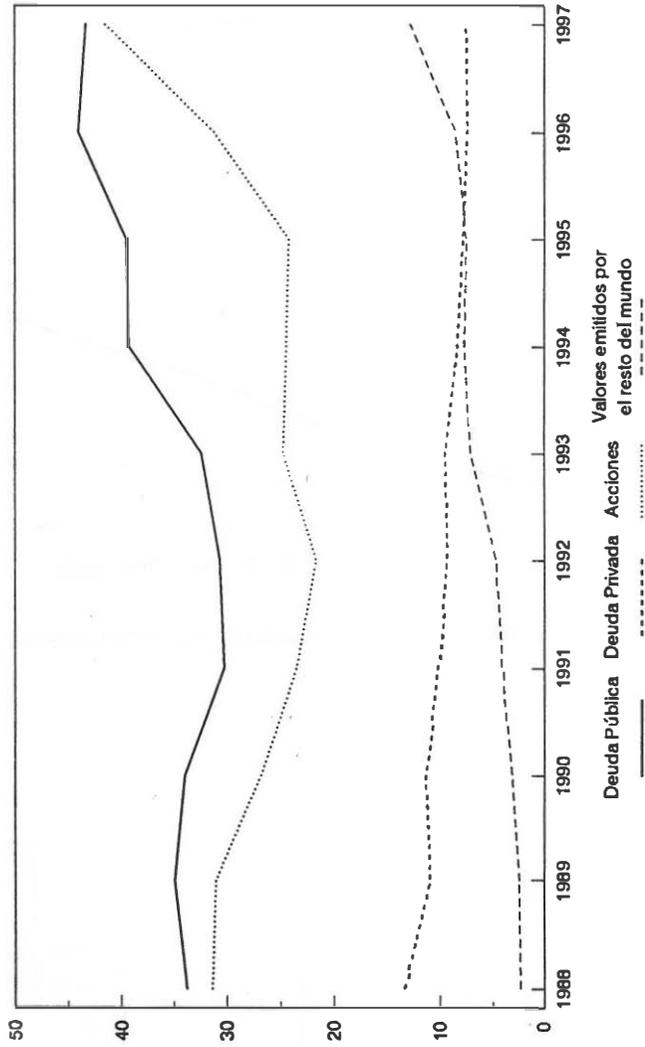
Gráfico 2.3



(a) Patrimonio de los Fondos de inversión como porcentaje de los depósitos bancarios.

Gráfico 2.4

CARTERA AGREGADA DE VALORES NEGOCIABLES
(% del PIB)



VARIACIONES EN LA OFERTA DE VALORES EN CIRCULACION Cuadro 2.1

	1993	1994	1995	1996	1997	Ene-May 98
Emisiones netas de renta fija	8311	2634	3997	5591	4035	2336
Estado	7249	2426	3800	4808	2584	1921
Administraciones territoriales	215	260	331	312	336	31
Otros emisores residentes (1)	503	-97	-250	-45	141	331
No residentes	344	45	116	516	974	53
Renta variable	922	1071	1118	713	2065	2320
Ampliaciones de capital (2)	521	927	710	333	157	403
Privatizaciones	401	144	378	315	1731	1824
Salidas a bolsa			30	65	177	93

(1) Incluye emisiones cotizadas y no cotizadas.

(2) Incluye valores cotizados de empresas no financieras y la totalidad de los valores de entidades de credito. Solamente se consideraran las ampliaciones con aportacion de fondos.

Cuadro 2.2

TAMAÑO DE LOS MERCADOS NACIONALES EN 1997
(en % del PIB)

	DEUDA PÚBLICA	DEUDA PRIVADA	CAPITAL. BURSÁTIL	TOTAL
España	51,82	7,37	54,31	113,5
Alemania	36,74	45,03	39,01	120,8
Austria	34,53	31,72	17,31	83,6
Bélgica	98,95	45,32	55,96	200,2
Finlandia	40,95	27,06	61,70	129,7
Francia	46,44	33,42	48,64	128,5
Holanda	48,86	13,86	98,73	161,5
Irlanda	35,36	5,23	72,49	113,1
Italia	98,00	30,39	29,33	157,7
Portugal	37,18	19,69	42,87	99,7
Dinamarca	59,85	101,17	59,45	220,5
Grecia	78,04	0,76	-	-
Reino Unido	36,40	23,65	164,08	224,1
Suecia	53,14	58,74	113,81	225,7
Canadá	72,07	12,52	90,70	175,3
Estados Unidos	93,83	64,94	110,08	268,8
Japón	73,79	31,18	54,17	159,1
Suiza	21,66	49,74	229,79	301,2

Fuentes: BIS y Morgan Stanley.

Corporaciones Locales. Este mercado no contiene, excepto para una parte de la negociación entre miembros del mercado⁽⁴⁾, sistemas propios de búsqueda de contrapartida. No obstante, en la práctica, la mayor parte de las operaciones, tanto entre miembros como con terceros, está intermediada por brokers. La compensación y liquidación de las operaciones se efectúa por un sistema de anotaciones en cuenta en la Central de Anotaciones del Banco de España. Este sistema de liquidación de valores actúa en conexión con el Servicio Teléfono del Mercado de Dinero (STMD), que canaliza la transmisión de los fondos líquidos asociados a la compraventa de deuda pública. Las operaciones a través del STMD se realizan bajo el principio de "entrega contra pago" (DVP), que minimiza los riesgos de liquidación, estando este sistema en la actualidad sometido a un proceso de acortamiento de los plazos de liquidación que debe desembocar en su ejecución en tiempo real. Por otra parte, el STMD proporciona un servicio de registro de las operaciones de deuda pública que incrementa el grado de transparencia con el que funciona el mercado. Una característica muy relevante del mercado de deuda pública español es la importancia de las operaciones dobles (repos y simultánea). La actividad que posee este segmento del mercado lo sitúa entre los primeros de Europa, en términos de liquidez, contribuyendo de modo notorio a facilitar tanto las transacciones de deuda pública en firme como a mejorar la gestión de liquidez de las entidades financieras.

El mercado español de renta variable está organizado en cuatro bolsas (Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia) regidas por órganos rectores distintos. No obstante, los cuatro centros de negociación se encuentran ligados mediante el Sistema de Interconexión Bursátil (SIB o Mercado Continuo). Este sistema garantiza la unicidad de los precios mediante el acceso de los operadores adscritos a cada bolsa al resto de los centros de negociación. El sistema funciona siguiendo el modelo de concentración de órdenes frente al de creadores de mercado. Aunque ambos sistemas tienen ventajas e inconvenientes, el modelo elegido parece adecuarse mejor a la negociación minorista, característica de la bolsa española. En todo caso, resulta significativo que su introducción en las bolsas continentales (París,

⁽⁴⁾ El llamado mercado ciego entre titulares que está intermediado por cuatro brokers.

Amsterdam, Madrid y Milán) haya coincidido con un incremento sustancial de la negociación en estos países y una cierta decadencia de la negociación de valores extranjeros en la bolsa de Londres, donde se sigue el modelo tradicional. La liquidación de los valores negociados en el mercado continuo y en los "corros" de la Bolsa de Madrid se produce a través de la Sociedad de Compensación y Liquidación de Valores (SCLV), mientras que las transacciones con valores negociados en Barcelona, Valencia y Bilbao, que no pertenecen al mercado continuo, son liquidadas en organismos locales.

La negociación con derivados en España se organiza en dos mercados dependiendo de la naturaleza del activo subyacente en el contrato: MEFF-Renta Fija y MEFF-Renta Variable. Estos mercados son gestionados por órganos de dirección integrados en una sociedad holding y poseen sus propios sistemas de liquidación y compensación.

El mercado de renta fija privada en España no ha alcanzado el nivel de integración de los mercados de renta fija pública y renta variable. En la actualidad, la negociación se realiza en las cuatro bolsas y en el AIAF. Aun cuando la mayoría de las emisiones de renta fija negociadas en las bolsas se canalizan a través del SIB, y las operaciones son liquidadas en la SCLV, una parte no despreciable son contratadas en los "corros" de las bolsas donde son admitidas a cotización. Por su parte, el AIAF es un sistema con un procedimiento de contratación distinto del SIB, que carece de sistemas propios de búsqueda de contrapartida, y que opera por un sistema descentralizado similar al del mercado de deuda pública anotada. La liquidación se produce en la SCLV (a través de su filial ESPACLEAR) mediante saldos, si bien los valores están representados por títulos físicos y no anotaciones en cuenta.

En el gráfico 2.5 se presenta la evolución de la negociación en los distintos segmentos del mercado financiero español. Este gráfico ilustra la preponderancia, en términos de negociación, del mercado de deuda pública anotada y de los derivados de renta fija, cuya contratación ha experimentado un fuerte crecimiento en los últimos años, que, no obstante, parece haberse moderado en el último año. Debe tenerse en cuenta, sin embargo, que la mayor parte de la actividad en el mercado de deuda pública anotada se debe a operaciones dobles a corto plazo que no están

contabilizadas en el gráfico y que, por su naturaleza, están sometidas a una rotación mayor. El gráfico, asimismo, resulta ilustrativo sobre la menor actividad, en términos relativos, del mercado de renta variable. La baja rotación de las acciones, que contrasta con el tamaño de su mercado, se debe a la existencia de un elevado volumen de participaciones de control. En todo caso, quizá el dato más llamativo que se desprende del gráfico 2.5 es la escasa actividad del mercado de renta fija privada, que confirma su raquitismo en nuestro país. Este subdesarrollo resulta todavía mayor si se tiene en cuenta que, aproximadamente, un 25% de la negociación en renta fija privada se debe a bonos emitidos en pesetas por no residentes (bonos matador).

3. LA COMPOSICIÓN INTERNACIONAL DE LA DEMANDA DE VALORES TRAS LA UNIÓN MONETARIA

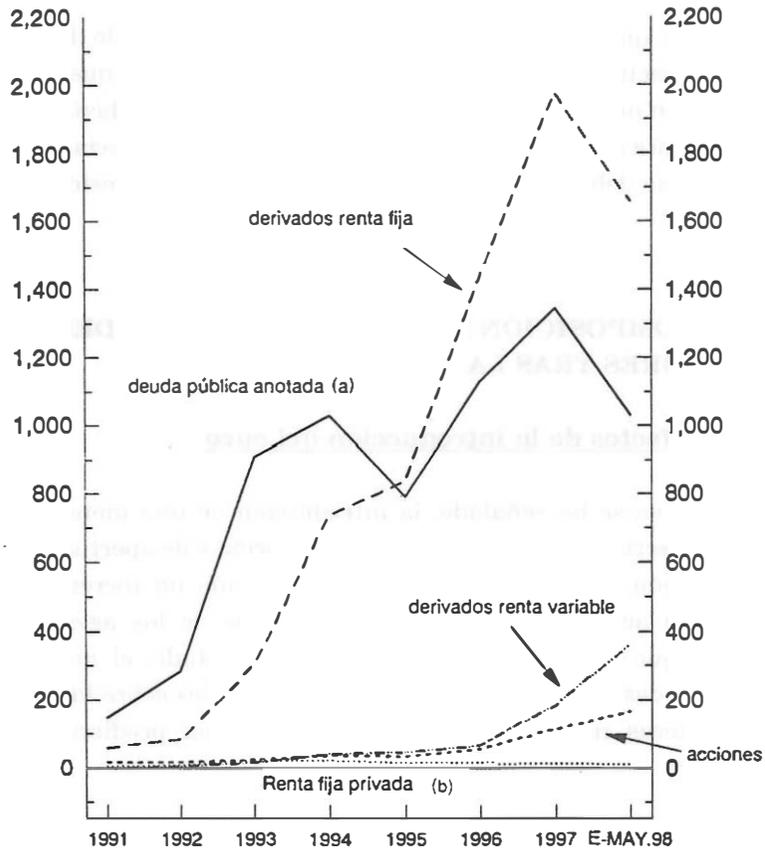
3.1. Los efectos de la introducción del euro

Como ya se ha señalado, la introducción de una moneda única en Europa se inscribe en un proceso de desregulación y de apertura al exterior en Europa que, entre otros efectos, ha provocado un incremento de las tenencias de activos exteriores en las carteras de los agentes. En la medida en que este proceso no está aún completado, el análisis de los efectos de la desaparición de las monedas nacionales sobre la composición de las carteras no equivale estrictamente a una predicción sobre su evolución.

En términos generales, la introducción del euro genera tres tipos de fenómenos que, a menudo, se tratan de forma conjunta, pero que, en la práctica, pueden tener efectos diferenciados sobre las carteras de los agentes: a) la eliminación de los costes de transacción asociados al cambio de moneda dentro de la zona euro; b) la desaparición del riesgo de tipo de cambio en las transacciones financieras entre países del área; y c) el incremento en el grado de integración económica y sincronía cíclica de los países que adoptarán el euro.

NEGOCIACIÓN EN LOS MERCADOS DE VALORES ESPAÑOLES

n.m. medias diarias



Fuente: Banco de España.

(a) Operaciones simples.

(b) Incluye negociación total en AIAF y renta fija privada en las Bolsas.

La eliminación de los costes asociados al cambio de moneda tiene un efecto de signo inequívoco sobre la propensión de las gentes a invertir en activos denominados en monedas distintas a la propia. La importancia relativa de este componente del coste total de la inversión exterior es, sin embargo, incierta. En el momento actual, la profundidad de los mercados cambiarios ha reducido sensiblemente el coste de cambio de divisas. De este modo, es probable que los efectos directos de la eliminación de las tarifas por cambio de moneda no sean muy pronunciados. Cualquier impacto significativo de la introducción del euro sobre los costes de la inversión en activos exteriores debe provenir, así, de la influencia indirecta del proceso de UEM sobre elementos como la disponibilidad de información sobre la calidad de las emisiones extranjeras o el grado de armonización del tratamiento fiscal de los agentes no residentes.

En lo que se refiere a la desaparición del riesgo cambiario y su impacto sobre la composición de carteras, resulta, en principio, incierta no solo la magnitud del efecto, sino, incluso, su dirección.

En términos económicos, en un contexto donde existen posibilidades de cubrir el riesgo cambiario mediante instrumentos derivados, la desaparición de las monedas nacionales en la zona euro no amplía, sino reduce, el conjunto de posibilidades de inversión y, por lo tanto, no genera por sí mismo incentivos a la diversificación internacional de carteras. Antes al contrario, en la medida en que la inversión descubierta en activos exteriores dentro del área del euro pudiera contribuir de forma efectiva a una mejor diversificación de riesgos, la moneda única podría reducir la propensión de los inversores a adquirir activos emitidos en diversos países del área. Para los agentes residentes en la zona euro, este efecto podría implicar una mayor propensión a invertir en activos domésticos.

Debe tenerse en cuenta, sin embargo, la existencia de restricciones regulatorias que limitan la asunción de riesgos en moneda extranjera. En el caso de inversiones de agentes localizados en países del área del euro en activos emitidos en otros países del área, estas limitaciones perderán toda efectividad una vez que se fijen de modo irrevocable los tipos de cambio entre las monedas participantes. En el momento actual no existen grandes restricciones a la composición de las carteras de los inversores individuales

y de los fondos de inversión. No obstante, persisten limitaciones para la adquisición de activos en moneda extranjera en el caso de las compañías de seguros, los fondos de pensiones y, en menor medida, las entidades de crédito. La mayoría de esas restricciones no limitan la inversión en activos exteriores, sino, tan solo, las posiciones en moneda extranjera no cubiertas. Las instituciones sometidas a este tipo de límites podrían tener, en la actualidad, incentivos a incrementar su posición abierta en monedas del área por dos razones: porque consideran que la asunción de riesgos en moneda extranjera contribuye a lograr una mejor diversificación de riesgos de su cartera, o porque estén dispuestas a realizar apuestas especulativas sobre el tipo de cambio. Es claro que ambas motivaciones resultan irrelevantes en el contexto de la UEM. Por lo tanto, la desaparición del riesgo cambiario no debería, por sí misma, alterar la composición de cartera de las instituciones que, actualmente, están obligadas a cubrir un determinado porcentaje del riesgo cambiario asociado a inversiones exteriores. Tan solo aquellas instituciones que tienen directamente limitada su capacidad de invertir en activos en moneda extranjera, con independencia de que esta posición esté cubierta o no, podrían verse inclinadas a aumentar su posición en activos extranjeros del área del euro una vez que desaparezcan las monedas nacionales.

Un tercer fenómeno asociado a la culminación del proceso de Unión Monetaria que puede potencialmente afectar a las carteras de los inversores es el que se deriva del probable incremento de la similitud en las condiciones económicas en los países miembros. De este modo, resulta probable que la integración monetaria europea incremente la correlación entre los rendimientos de los activos emitidos en países participantes distintos⁽⁵⁾.

El efecto más inmediato se producirá en los mercados de deuda, donde la existencia de una política monetaria única tenderá, normalmente,

⁽⁵⁾ Ver Eichengreen (1992), para una discusión de la relación entre integración económica y correlación de rendimientos bursátiles. En Restoy y Rodríguez (1998), se explora teórica y empíricamente la relación entre correlaciones internacionales de output y de precios de activos financieros.

a reducir el tamaño y la volatilidad de los diferenciales de tipos de interés de instrumentos similares emitidos en euros en países distintos.

También en los mercados de renta variable es razonable esperar un incremento de la correlación de los rendimientos de las acciones que cotizan en distintos mercados de la zona euro. En la medida en que la Unión Monetaria favorezca una mayor interrelación entre las economías del área y una mayor sincronía cíclica, esta deberá, asimismo, favorecer un incremento de la correlación de los beneficios de las empresas y, por tanto, de los índices bursátiles nacionales. Este efecto, por sí mismo, contribuye a reducir los incentivos a la diversificación internacional de carteras⁽⁶⁾.

En resumen, la introducción de la moneda única tiende a favorecer la diversificación de carteras de los agentes residentes en el área del euro a través de su impacto sobre los costes de transacción. No obstante, la desaparición del riesgo cambiario y el probable incremento de la similitud de las condiciones macroeconómicas de los países miembros ejercen, normalmente, un efecto en sentido contrario al limitar las posibilidades de diversificación de riesgos.

En el resto de esta sección se pretende obtener algún indicio sobre la importancia relativa de estos efectos sobre la base de un modelo sencillo de elección de cartera en un contexto internacional. El objetivo es intentar profundizar algo en el análisis de los previsible cambios en el atractivo de activos exteriores para el inversor español y de activos españoles para inversores localizados tanto fuera como dentro del área del euro.

3.2. Metodología

El poder de los modelos teóricos disponibles para explicar la composición internacional de las carteras de los inversores es, en la actualidad, muy limitado. En particular, existen dificultades para explicar

⁽⁶⁾ Aunque, en general, no es posible establecer una relación general entre correlación de rendimientos y composición de las carteras, sí se verifica, en un contexto media-varianza, que el grado de diversificación entre dos carteras se reduce con el incremento de la correlación entre sus rendimientos respectivos.

la elevada participación de activos domésticos en las carteras. Este sesgo doméstico de las inversiones resulta difícilmente compatible con un adecuado aprovechamiento de las oportunidades existentes para la diversificación de riesgos⁽⁷⁾. Estas carencias teóricas, junto con la escasa disponibilidad de datos sobre la composición internacional de las carteras agregadas de cada país, suponen un serio obstáculo para el análisis.

En este trabajo se ha optado por partir de un modelo relativamente ecléctico, donde las carteras se forman de acuerdo con un esquema media-varianza convencional definido sobre rendimientos reales. En el modelo se supone que el inversor elige una cartera compuesta por $n-1$ activos arriesgados, posiblemente denominados en monedas distintas, y un activo seguro emitido en moneda de su propio país. En la línea de Adler-Dumas (1983) y Cooper y Kaplanis (1994) se supone que los tipos de cambio no verifican la paridad del poder de compra. A su vez, se supone la existencia de costes de transacción y/o información que afectan de modo distinto a cada tipo de inversor y a cada tipo de activo. Estos costes influyen sobre el conjunto de oportunidad del inversor modificando la rentabilidad esperada de la inversión en cada tipo de activo.

Según este modelo, la cartera de equilibrio de un inversor localizado en el país i , viene dada por la expresión:

$$\underline{\omega}^i = \Omega^{-1} \underline{h}^i \quad (1)$$

con

$$\underline{h}^i = \frac{1}{\gamma^i} \left[\underline{m} - (1-\gamma^i) \underline{g}^i - \underline{s}^i \right] \quad (2)$$

donde ω^i es el vector de proporciones de la riqueza del inversor i invertida en los $n-1$ activos arriesgados; Ω es la matriz de

⁽⁷⁾ Ver French y Poterba (1991), Cooper y Kaplanis (1994) y Tesar y Werner (1995), para diferentes explicaciones tentativas del dilema del sesgo doméstico de las inversiones.

varianzas y covarianzas de los rendimientos nominales de los $n-1$ activos expresados en moneda del país i ; γ^i es el coeficiente de aversión relativa al riesgo; m es el vector de excesos de rendimientos esperados sobre el activo sin riesgo; g^i es el vector de covarianzas de los rendimientos nominales en moneda del país i con la inflación de este país; y s^i es el vector de costes de transacción, información o de otra índole que reducen la rentabilidad efectiva de los diversos activos que componen la cartera del inversor, en relación con la del activo sin riesgo.

Cada uno de los componentes del vector h^i puede interpretarse como la prima de rentabilidad efectiva ajustada de aversión al riesgo correspondiente a cada activo, tal y como es percibida por el inversor i . Este término contiene tres elementos: a) la media condicional de los rendimientos; b) la cobertura que proporciona cada activo de cambios desfavorables en la tasa de inflación doméstica, y c) los costes de transacción y/o información.

Idealmente, uno podría intentar estimar los cambios previsibles en la matriz Ω y en el vector h^i , con objeto de formular una predicción de los cambios en ω^i , a través de la expresión (1). La estimación directa de h^i y, con mayor motivo, el análisis de sus posibles cambios a partir del comienzo de la tercera fase de la UEM, es, sin embargo, muy complicada⁽⁸⁾. En particular, la estimación del rendimiento esperado de cada activo, a partir del pasado de las series o de información *ad hoc*, es especialmente problemática. Algo más defendible resulta el supuesto de que los inversores utilizan la historia de los rendimientos para estimar su volatilidad y de que, por tanto, la matriz Ω puede estimarse a partir de estadísticos muestrales.

Dentro del esquema media-varianza utilizado, la matriz de varianzas y covarianzas, Ω , debe contener toda la información relevante sobre el riesgo que conlleva la inversión en cada activo. De este modo, dada una composición de cartera ω^i , el vector h^i refleja la rentabilidad

⁽⁸⁾ En Beltrati (1998) y Lombardi y Stracca (1998) se intentan análisis directos de los cambios en el conjunto de oportunidad media-varianza, que ilustran la enorme sensibilidad de los resultados al método elegido para estimar la media condicional de los rendimientos.

exigida a cada activo, como contrapartida del riesgo que conlleva, para que resulte óptimo mantener la cartera ω^i . Para un valor determinado de Ω , y ω^i , h^i puede obtenerse, a través de la expresión:

$$\underline{h}^i = \Omega \underline{\omega}^i \quad (3)$$

Así, aunque h^i no pueda ser observado directamente, es posible derivar los cambios que sobre este término exige una modificación de las varianzas y covarianzas de los rendimientos para mantener ω^i constante. En otros términos, realizando diversas hipótesis sobre posibles cambios en la matriz Ω , derivados de la introducción de la moneda única, se puede aproximar el impacto que tiene esta sobre el atractivo relativo de cada tipo de activo a través de su efecto sobre la rentabilidad exigida a cada uno de ellos para mantener una determinada distribución de cartera. De este modo, si, para un valor dado de ω^i , la introducción de la moneda única, a través de su impacto sobre Ω , reduce (incrementa) un determinado componente de h^i podría argumentarse que el activo correspondiente resulta en el nuevo escenario más (menos) atractivo que en el antiguo, puesto que para que se mantenga la proporción de la cartera asignada a este activo el inversor le exige una rentabilidad efectiva ajustada inferior (superior). Este efecto se produciría como consecuencia de que, en el nuevo escenario, la contribución del activo al riesgo global de la cartera resulta inferior (superior) a la correspondiente a la situación anterior a la introducción de la moneda única. Por otra parte, aunque los componentes m y s^i no son directamente observables, el vector g^i (cobertura del riesgo inflacionario) puede ser estimado. Por lo tanto, dado un valor de γ y una estimación de h^i , a través de (3), es posible obtener una estimación indirecta de la media condicional neta de costes de transacción ($m - s^i$), que requiere una modificación de Ω para mantener ω^i constante.

Naturalmente, de la estimación de los cambios en h^i no puede extraerse directamente una predicción de los cambios en la composición de las carteras. No obstante, estas estimaciones podrían utilizarse como indicadores de los cambios previsibles en la demanda relativa de cada

activo que se derivan, exclusivamente, de los cambios que se produzcan en las oportunidades de diversificación de riesgos de los agentes, con independencia del efecto que sobre las carteras puedan ocasionar las apuestas especulativas que estos realicen.

A pesar de la carencia generalizada de datos sobre carteras internacionales distribuidas por monedas o por lugar de emisión de los activos, ha sido posible obtener información sobre la composición de carteras de inversores representativos de España, Alemania y EEUU ⁽⁹⁾. Las carteras se componen, a su vez, de subcarteras, compuestas por un máximo de tres tipos de activos, acciones, bonos y activos monetarios⁽¹⁰⁾, emitidos en cuatro áreas geográficas: España, el resto de los países que actualmente forman parte del área del euro, el resto de la UE y el resto del mundo, además del país doméstico, si este no es España. Dependiendo de la disponibilidad de datos, la variedad de instrumentos considerados ha sido ajustada tal y como se aclara en cada caso en el texto y en el anejo.

Los datos de rendimientos proceden de Morgan-Stanley, para activos bursátiles; de JP Morgan, para índices de bonos y de las series nacionales de tipos de interés interbancarios para activos monetarios. Todas las series de rendimientos son de frecuencia mensual y cubren el período que va de 1988 a 1998. Los cálculos de la matriz de varianzas y covarianzas se realizan utilizando los datos correspondientes a los tres años anteriores al momento al que se refiere la composición de carteras en cada caso. Además, se han realizado estimaciones de la matriz utilizando la totalidad del período muestral.

El ejercicio se efectúa del siguiente modo: se estima la matriz de varianzas y covarianzas de los rendimientos de las subcarteras consideradas en diversos períodos, suponiendo, tanto que las posiciones exteriores están cubiertas de riesgo cambiario como que no lo están. Esto

⁽⁹⁾ Idealmente, hubiera sido deseable incluir también un agente representativo del Reino Unido como país europeo no perteneciente al área del euro. No obstante, las dificultades estadísticas han sido en este caso insoslayables.

⁽¹⁰⁾ Estos activos se definen como instrumentos negociables a menos de un año.

permite, para cada composición de cartera, estimar los h^i correspondientes a las posiciones cubiertas y descubiertas. A continuación se modifica la matriz Ω correspondiente a la última observación de la cartera disponible utilizando los siguientes supuestos:

1. Para el cálculo de la matriz de varianzas y covarianzas de los rendimientos de activos emitidos en el área del euro se utilizan las series de rendimientos originales en moneda doméstica. En el análisis de la cartera del inversor representativo de EEUU, todos los rendimientos del área del euro se convierten a dólares a través del tipo de cambio USD/DEM.
2. La matriz de varianzas y covarianzas mensuales de los rendimientos del área del euro se estima utilizando como base las *ratios* de varianza respecto a Alemania y la correlación de los rendimientos diarios observados en el segundo y tercer trimestre de 1998. Se supone, por lo tanto, que en este período los rendimientos de los bonos incorporan plenamente el escenario de Unión Monetaria.
3. La correlación entre los rendimientos bursátiles de los países del área del euro se incrementa en cuatro valores distintos: 0, 0,05, 0,1 y 0,2. Las varianzas de los rendimientos de las cartera de acciones de cada área y sus covarianzas con los rendimientos bursátiles españoles se ajustan adecuadamente.
4. No se suponen cambios en la covarianza de los rendimientos bursátiles del área del euro y de otras áreas.
5. Los activos monetarios emitidos en cualquier país del área del euro se consideran sustitutos perfectos.

3.3. Resultados

3.3.1. Las carteras de los inversores

En nuestro país no existe información estadística que permita saber la descomposición por monedas y/o lugar de emisión de los activos que componen la cartera agregada de la economía. Ha sido posible, sin embargo, disponer de las tenencias de activos distribuidas por monedas de emisión de la población de fondos de inversión españoles⁽¹¹⁾. Aunque el patrimonio de estos fondos solo representa una reducida parte de la riqueza financiera de la economía⁽¹²⁾, la evolución de la distribución de su cartera resulta particularmente ilustrativa en la medida en que, por su naturaleza, debe obedecer de modo más directo que la cartera de otros sectores institucionales al esquema riesgo-rentabilidad expuesto en la sección anterior.

En el cuadro 3.1 aparece la evolución de la cartera agregada de los fondos de inversión españoles desde abril de 1994 a abril de 1998. La cartera refleja un predominio de activos monetarios (entre un 50% y un 80% del patrimonio) y, en menor medida, de activos de renta fija. La participación de los activos de renta variable es muy escasa hasta el último año de la muestra, donde alcanza algo más de un 11% del patrimonio global.

La participación de activos exteriores es, asimismo, muy reducida, aunque despega en el último año, hasta situarse por encima del 8%. En la primera parte de la muestra, los activos en moneda extranjera adquiridos por los fondos españoles estaban, en su mayor parte, emitidos en monedas no europeas (fundamentalmente dólares). Sin embargo, gran parte del incremento de la cartera exterior de los fondos en el último año se debe a la adquisición de acciones y, fundamentalmente, bonos emitidos en monedas de lo que, a partir de enero de 1999, será el área del euro.

⁽¹¹⁾ Estos datos han sido proporcionados por la CNMV.

⁽¹²⁾ En 1997, con datos de las Cuentas Financieras de la Economía Española, el patrimonio de los fondos de inversión representaba, aproximadamente, el 15% de los activos de las familias y las empresas no financieras.

Cuadro 3.1.

FONDOS DE INVERSIÓN ESPAÑOLAS. CARTERAS (a)

(en %)

	1994	1995	1996	1997	1998
Acciones España	2,90	2,29	2,33	4,64	8,94
Acciones UEM	0,14	0,12	0,08	0,26	1,31
Acciones UE	0,05	0,05	0,03	0,11	0,52
Acciones RM	0,25	0,20	0,17	0,32	0,95
Bonos España	27,12	15,84	19,06	25,54	32,50
Bonos UEM	1,05	0,99	0,70	0,65	2,83
Bonos UE	0,39	0,25	0,20	0,16	0,36
Bonos RM	1,45	0,63	0,52	0,88	1,65
A. Monet. España	65,84	79,02	76,70	66,95	50,32
A. Monet. UEM	0,42	0,51	0,14	0,31	0,27
A. Monet. UE	0,04	0,01	0,00	0,00	0,04
A. Monet. RM	0,34	0,09	0,07	0,18	0,30

(a) Datos correspondientes al mes de abril de cada año. UEM se refiere a países del área del euro; UE a países de la UE que no pertenecen al área del euro; y RM a resto del mundo.

Debido a la existencia de restricciones para la inversión en derivados en la mayor parte de la muestra, las posiciones en moneda extranjera de los fondos no están, típicamente, cubiertas de riesgo de tipo de cambio. Tiene sentido, entonces, partir de los cálculos de la rentabilidad efectiva ajustada (h), definida en las expresiones (2) y (3), utilizando una estimación de Ω que incorpore plenamente la variabilidad del tipo de cambio. En el cuadro 3.2 se presentan las estimaciones de h para rendimientos descubiertos, referidos a las cinco fechas para las que se ha calculado la composición de la cartera (ω).

Con objeto de interpretar las estimaciones del cuadro 3.2, debe, en primer lugar, estimarse el componente de cobertura de riesgo inflacionario, g , que depende de la covarianza de los rendimientos de cada activo con la tasa de inflación española. Esta covarianza resulta muy próxima a cero y, por lo tanto, puede despreciarse para valores del coeficiente de aversión al riesgo razonables.

De este modo, de acuerdo con la expresión (2), la prima de rentabilidad efectiva ajustada, h , es aproximadamente igual al diferencial de rentabilidad esperada, con respecto al activo sin riesgo, neto de costes de transacción o información, dividido por el coeficiente de aversión relativa al riesgo.

De acuerdo con esta interpretación, el cuadro 3.2 refleja unas estimaciones de h coherentes con una cartera muy sesgada hacia activos no arriesgados. La escasa participación de los activos de renta variable en las carteras solo puede explicarse con primas de rentabilidad efectiva ajustada muy reducidas para estos activos. A título de ejemplo, para un coeficiente de aversión al riesgo de 2, la prima de riesgo exigida a la renta variable nacional oscila entre 50 puntos básicos y 1 punto porcentual.

El cuadro muestra, a su vez, que la prima de rentabilidad efectiva ajustada de la renta variable extranjera está, normalmente, en torno a la mitad de la de la renta variable nacional. Menos marcadas son las diferencias en el caso de renta fija, donde la prima de rentabilidad efectiva ajustada de la deuda nacional y de la deuda emitida en monedas no participantes en el euro son similares. Algo inferior es la correspondiente

ESPAÑA (PRE-UEM)
PRIMAS DE RENTABILIDAD EFECTIVA AJUSTADA
 (% anual)

Cuadro 3.2

CARTERA DESCUBIERTA

	91-94	92-95	93-96	94-97	95-98	88-98
Acciones España	0,41	0,29	0,25	0,27	0,50	0,65
Acciones UEM	0,24	0,17	0,14	0,13	0,32	0,36
Acciones UE	0,25	0,17	0,15	0,10	0,25	0,35
Acciones RM	0,22	0,14	0,12	0,12	0,31	0,35
Bonos España	0,14	0,11	0,09	0,09	0,09	0,13
Bonos UEM	0,09	0,07	0,07	0,04	0,06	0,08
Bonos UE	0,13	0,09	0,08	0,06	0,10	0,13
Bonos RM	0,14	0,10	0,08	0,05	0,09	0,16
A. Monet. España	-	-	-	-	-	-
A. Monet. UEM	0,01	0,01	0,00	-0,02	-0,01	0,00
A. Monet. UE	0,04	0,03	0,02	0,01	0,04	0,05
A. Monet. RM	0,13	0,09	0,05	0,02	0,07	0,13

Cuadro 3.3

CARTERA CUBIERTA

	91-94	92-95	93-96	94-97	95-98	88-98
Acciones España	0,41	0,29	0,25	0,27	0,49	0,64
Acciones UEM	0,22	0,17	0,14	0,15	0,32	0,36
Acciones UE	0,20	0,14	0,12	0,08	0,20	0,29
Acciones RM	0,10	0,06	0,07	0,09	0,23	0,22
Bonos España	0,14	0,10	0,09	0,09	0,09	0,13
Bonos UEM	0,07	0,05	0,06	0,06	0,06	0,08
Bonos UE	0,09	0,06	0,06	0,05	0,07	0,10
Bonos RM	0,01	0,01	0,02	0,02	0,01	0,02
A. Monet. España	-	-	-	-	-	-
A. Monet. UEM	-	-	-	-	-	-
A. Monet. UE	-	-	-	-	-	-
A. Monet. RM	-	-	-	-	-	-

a la deuda emitida en países del área del euro. Este resultado es consecuencia del escaso peso asignado a este tipo de instrumentos, a pesar de conllevar un riesgo moderado. Por último, la escasa prima de rentabilidad efectiva ajustada de los activos monetarios europeos resulta coherente con la ausencia de apuestas especulativas de los fondos españoles sobre la evolución del tipo de cambio de la peseta respecto a las monedas europeas. Al contrario, el mayor tamaño del término h para los activos monetarios del resto del mundo indica que, aunque la participación de estos activos en la cartera es muy reducida, esta debería ser aún menor si los fondos españoles no esperasen una prima de rentabilidad significativa de su inversión descubierta en monedas no europeas, como consecuencia de la evolución prevista del tipo de cambio.

Un primer ejercicio de estática comparativa interesante se recoge en el cuadro 3.3, donde se repiten las estimaciones de las primas de rentabilidad efectiva ajustada, suponiendo que las inversiones en activos exteriores estuvieran cubiertas de riesgo cambiario. Este ejercicio proporciona una ilustración de los efectos del riesgo cambiario en la composición de las carteras.

Según lo reflejado en el cuadro 3.3, el riesgo cambiario resulta irrelevante para determinar el atractivo de los activos emitidos en el área del euro para inversores españoles. No obstante, la posibilidad de cubrir el riesgo de tipo de cambio podría redundar en un mayor atractivo de las inversiones en activos europeos no emitidos en el área del euro y, en particular, en activos no europeos.

Con objeto de estimar el efecto de la introducción del euro, se realiza un segundo ejercicio de estática comparativa donde se comparan las estimaciones de la prima de rentabilidad efectiva ajustada correspondiente a abril de 1998 con las correspondientes al escenario de Unión Monetaria. Este escenario es el descrito en la sección anterior y se caracteriza, a grandes rasgos, por la desaparición del riesgo cambiario dentro del área del

ESPAÑA (POST-UEM)^(a)
PRIMAS DE RENTABILIDAD EFECTIVA AJUSTADA
(% anual)

Cuadro 3.4

CARTERA DESCUBIERTA

	PRE-UEM	rho=+0	rho=+.05	rho=+.1	rho=+.2
Acciones España	0,50	0,48	0,48	0,48	0,49
Acciones UEM	0,33	0,33	0,34	0,36	0,40
Acciones UE	0,25	0,27	0,27	0,27	0,27
Acciones RM	0,31	0,32	0,32	0,32	0,32
Bonos España	0,09	0,06	0,06	0,06	0,06
Bonos UEM	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06
Bonos UE	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
Bonos RM	0,09	0,10	0,10	0,10	0,11
A. Monet. España	-	-	-	-	-
A. Monet. UEM	0,01	-	-	-	-
A. Monet. UE	0,04	0,07	0,07	0,07	0,07
A. Monet. RM	0,07	0,11	0,11	0,11	0,11

Cuadro 3.5

CARTERA CUBIERTA

	PRE-UEM	rho=+0	rho=+.05	rho=+.1	rho=+.2
Acciones España	0,49	0,46	0,46	0,47	0,47
Acciones UEM	0,32	0,30	0,32	0,34	0,37
Acciones UE	0,20	0,19	0,19	0,19	0,19
Acciones RM	0,23	0,21	0,21	0,21	0,21
Bonos España	0,09	0,06	0,06	0,06	0,06
Bonos UEM	0,06	0,05	0,06	0,06	0,06
Bonos UE	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07
Bonos RM	0,01	0,03	0,03	0,03	0,03
A. Monet. España	-	-	-	-	-
A. Monet. UEM	-	-	-	-	-
A. Monet. UE	-	-	-	-	-
A. Monet. RM	-	-	-	-	-

(a) rho: incremento de correlación entre rendimientos bursátiles dentro de la UEM.

euro y el incremento de la correlación entre los rendimientos de activos emitidos en la moneda común⁽¹³⁾.

Los cuadros 3.4 y 3.5 presentan las estimaciones realizadas de la prima de rentabilidad efectiva ajustada en el escenario de Unión Monetaria suponiendo rentabilidades descubiertas, en el primer caso, y cubiertas, en el segundo. Como se puede apreciar, la mera desaparición del riesgo cambiario y el incremento en la correlación de los rendimientos de los bonos producen efectos muy reducidos sobre el atractivo que representa para el inversor español cada tipo de activo. Este resultado es coherente con el escaso impacto que ocasionaba, según el cuadro 3.3, la cobertura del riesgo cambiario en la estimación de las primas de rentabilidad correspondiente a los activos del área UEM.

Resulta, sin embargo, ilustrativo que el aumento de la correlación entre los rendimientos bursátiles del área incrementa sensiblemente la prima de rentabilidad efectiva de los activos del resto del área del euro. Si se supone que la correlación entre los rendimientos bursátiles del área UEM se incrementará en 0,2 -lo que implica que la correlación entre la bolsa española y la agregada de la UEM pasaría de 0,71 a 0,86- y un coeficiente de aversión relativa al riesgo de 2, la proporción de activos bursátiles del área del euro en la cartera de los fondos españoles solo se incrementaría, según el ejercicio, si su prima de rentabilidad, neta de costes de transacción, aumenta en unos 20 puntos básicos. Como se ha señalado, es posible que se produzcan mejoras en los costes de transacción o acceso a la información que aumenten la rentabilidad efectiva de los activos. No obstante, del análisis de esta sección se desprende que, a no ser que se generen reducciones de una magnitud muy pronunciada en estos costes asociados a la inversión en moneda extranjera, no parece probable que se produzcan cambios en el conjunto de oportunidad de los inversores españoles que induzcan, por sí mismos, un aumento sensible de su propensión a invertir en activos exteriores.

(13) En el cuadro A.1 del anejo se resumen los cambios que ocasiona la introducción de la moneda única, según el escenario propuesto, sobre la variabilidad y covariabilidad de los rendimientos de los activos españoles y los denominados en el resto de las monedas que se integrarán en el euro.

Cuadro 3.6.

ALEMANIA. CARTERAS (a)
(en %)

	1994	1995	1996	1997
Acciones Alemania	29,83	30,82	31,41	35,55
Acciones España	0,09	0,09	0,10	0,13
Acciones UEM	2,93	2,80	3,03	3,27
Acciones UE	0,51	0,39	0,65	0,88
Acciones RM	4,10	4,14	4,14	4,44
Bonos Alemania	53,62	53,27	52,23	47,30
Bonos España	0,49	0,52	0,54	0,43
Bonos UEM	5,55	5,36	4,91	5,06
Bonos UE	0,34	0,44	0,73	0,65
Bonos RM	1,44	1,48	1,57	1,69
A. Monet. Alemania	0,00	0,00	0,00	0,00
A. Monet. España	0,00	0,00	0,00	0,00
A. Monet. UEM	0,00	0,00	0,00	0,00
A. Monet. UE	0,06	0,03	0,08	0,16
A. Monet. RM	1,01	0,68	0,59	0,43

(a) Datos correspondientes al mes de diciembre de cada año.

ALEMANIA (PRE-UEM)
PRIMAS DE RENTABILIDAD EFECTIVA AJUSTADA
(% anual)

Cuadro 3.7

CARTERA DESCUBIERTA

	92-94	93-95	94-96	95-97	88-97
Acciones Alemania	0,96	0,91	0,74	1,39	1,60
Acciones España	1,10	0,96	0,81	1,04	1,17
Acciones UEM	0,88	0,72	0,68	1,14	1,21
Acciones UE	0,82	0,64	0,66	0,83	0,97
Acciones RM	0,55	0,47	0,55	1,04	0,86
Bonos Alemania	0,17	0,16	0,14	0,09	0,18
Bonos España	0,38	0,40	0,39	0,30	0,28
Bonos UEM	0,24	0,27	0,33	0,29	0,25
Bonos UE	0,33	0,31	0,37	0,39	0,32
Bonos RM	0,45	0,35	0,31	0,49	0,34
A. Monet. Alemania	-	-	-	-	-
A. Monet. España	0,07	0,15	0,16	0,16	0,11
A. Monet. UEM	0,00	0,03	0,10	0,09	0,04
A. Monet. UE	0,05	0,05	0,16	0,24	0,12
A. Monet. RM	0,38	0,22	0,19	0,39	0,23

Cuadro 3.8

CARTERA CUBIERTA

	92-94	93-95	94-96	95-97	88-97
Acciones Alemania	0,92	0,88	0,70	1,32	1,57
Acciones España	0,96	0,77	0,57	0,82	1,00
Acciones UEM	0,83	0,68	0,56	1,01	1,14
Acciones UE	0,72	0,56	0,43	0,55	0,81
Acciones RM	0,17	0,23	0,31	0,60	0,61
Bonos Alemania	0,16	0,16	0,13	0,09	0,18
Bonos España	0,29	0,24	0,20	0,13	0,16
Bonos UEM	0,23	0,21	0,18	0,16	0,19
Bonos UE	0,28	0,25	0,21	0,15	0,21
Bonos RM	0,06	0,12	0,10	0,07	0,09
A. Monet. Alemania	-	-	-	-	-
A. Monet. España	-	-	-	-	-
A. Monet. UEM	-	-	-	-	-
A. Monet. UE	-	-	-	-	-
A. Monet. RM	-	-	-	-	-

3.3.2. La cartera de los inversores alemanes

En el caso de Alemania se han tomado cifras de tenencias de activos de los agentes residentes ordenados por lugar de emisión. Los datos han sido elaborados combinando información de flujos y stocks correspondientes a inversiones de cartera procedentes de las cuentas financieras y de la balanza de pagos de la economía alemana del modo que aparece detallado en el anejo. En el cuadro 3.6 se presentan las proporciones de cartera asignadas a cada tipo de activo emitido en cada una de las cinco áreas geográficas: Alemania, España, resto de la UEM, resto de la UE y resto del mundo. Del cuadro 3.6 se desprende una participación de los activos de renta variable y de los activos exteriores muy superior a la que se observa en el caso de los fondos de inversión españoles. A su vez, los activos monetarios tienen una participación muy reducida. Este hecho se deriva de la escasa emisión de deuda pública a corto plazo y de la consideración, a diferencia de lo que se hacía en el caso de España, de la cartera agregada de la economía, por lo que las posiciones de cada sector institucional en activos monetarios frente a otros sectores institucionales no aparecen reflejadas.

Para la estimación de las primas de rentabilidad efectivas ajustadas debe tenerse en cuenta, en primer lugar, la ausencia de información sobre la moneda de emisión de los activos. Este factor no parece especialmente relevante en el caso de los activos de renta variable ni en el de los activos de renta fija alemanes, españoles y, en menor medida, del resto del mundo, donde las emisiones de deuda por agentes residentes son, en su inmensa mayoría, en moneda nacional. Mayores dificultades plantea este problema para el caso de las emisiones en el Reino Unido (dentro del área de la UE no perteneciente a la UEM), donde el predominio de la libra esterlina como moneda de denominación es menos claro. Otro problema relevante en la estimación del vector h es el desconocimiento que poseemos del grado de cobertura del riesgo cambiario de los activos emitidos por no residentes en las carteras de los inversores alemanes. Por todo ello, deben considerarse conjuntamente las estimaciones de las primas de rentabilidad efectiva ajustada para los dos valores extremos del grado de cobertura: nulo y completo.

Los cuadros 3.7 y 3.8 muestran las estimaciones de h para rentabilidades cubiertas y descubiertas, respectivamente. La mayor participación de activos bursátiles en la cartera del inversor representativo alemán se refleja en rentabilidades efectivas ajustadas para los instrumentos de renta variable superiores a las encontradas en el caso español. Por su parte, la mayor propensión a invertir en activos extranjeros tiene su correspondencia en una menor diferencia en las estimaciones del término h para activos bursátiles domésticos y extranjeros y en rentabilidades efectivas ajustadas para los activos domésticos de renta fija inferiores a la de los extranjeros.

La comparación de los cálculos realizados con las rentabilidades descubiertas (cuadro 3.7) y cubiertas (cuadro 3.8) reflejan la contribución negativa de la incertidumbre cambiaria al riesgo global de la cartera. Esto se refleja en diferenciales negativos de rentabilidad efectiva ajustada entre las posiciones cubiertas y descubiertas de un tamaño moderado por los activos emitidos en el área del UME y algo superior para los emitidos en el resto del mundo. Teniendo en cuenta que el término de cobertura del riesgo inflacionario (g) es de nuevo despreciable, estos diferenciales, para un coeficiente de aversión relativa al riesgo igual a 2, puede implicar primas de rentabilidad entre 20 y 40 puntos básicos para monedas del área del euro, y entre 60 y 80 puntos básicos para monedas de fuera de esta zona.

En los cuadros 3.9 y 3.10 se presentan los resultados correspondientes al escenario de Unión Monetaria. De nuevo, si se ignora el efecto de la desaparición del riesgo cambiario, por su posible cobertura en la actualidad mediante instrumentos derivados, los efectos de la introducción del euro son muy reducidos. Tan solo el incremento en la correlación de los rendimientos bursátiles de los mercados del área podría tener un efecto negativo significativo sobre el atractivo de las inversiones alemanas en acciones cotizadas en mercados extranjeros del área. De nuevo, este efecto puede, al menos, aminorar los incentivos para la adquisición de activos en euros emitidos fuera de Alemania que puede generar la posible reducción de costes de transacción y/o información.

ALEMANIA (POST-UEM)^(a)
PRIMAS DE RENTABILIDAD EFECTIVA AJUSTADA
(% anual)

Cuadro 3.9

CARTERA DESCUBIERTA

	PRE-UEM	rho=+0	rho=+.05	rho=+.1	rho=+.2
Acciones Alemania	1,39	1,37	1,38	1,38	1,39
Acciones España	1,04	0,86	0,92	0,96	1,10
Acciones UEM	1,14	1,06	1,12	1,18	1,29
Acciones UE	0,83	0,81	0,81	0,81	0,81
Acciones RM	1,04	1,02	1,02	1,02	1,02
Bonos Alemania	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09
Bonos España	0,30	0,12	0,12	0,12	0,13
Bonos UEM	0,29	0,15	0,15	0,15	0,15
Bonos UE	0,39	0,34	0,34	0,34	0,34
Bonos RM	0,49	0,45	0,45	0,45	0,45
A. Monet. Alemania	-	-	-	-	-
A. Monet. España	0,16	-	-	-	-
A. Monet. UEM	0,09	-	-	-	-
A. Monet. UE	0,24	0,23	0,23	0,23	0,23
A. Monet. RM	0,39	0,38	0,38	0,38	0,38

Cuadro 3.10

CARTERA CUBIERTA

	PRE-UEM	rho=+0	rho=+.05	rho=+.1	rho=+.2
Acciones Alemania	1,32	1,31	1,32	1,32	1,33
Acciones España	0,82	0,81	0,87	0,93	1,05
Acciones UEM	1,01	1,00	1,07	1,13	1,24
Acciones UE	0,53	0,53	0,53	0,53	0,53
Acciones RM	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60
Bonos Alemania	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09
Bonos España	0,13	0,12	0,12	0,12	0,12
Bonos UEM	0,16	0,14	0,14	0,14	0,14
Bonos UE	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15
Bonos RM	0,07	0,08	0,08	0,08	0,08
A. Monet. Alemania	-	-	-	-	-
A. Monet. España	-	-	-	-	-
A. Monet. UEM	-	-	-	-	-
A. Monet. UE	-	-	-	-	-
A. Monet. RM	-	-	-	-	-

(a) rho: incremento de correlación entre rendimientos bursátiles dentro de la UEM.

3.3.3. La cartera de los inversores norteamericanos

Para analizar la previsible evolución de la cartera de los inversores norteamericanos, se han tomado datos de inversión en cartera procedentes del "Survey of Current Business". Como en el caso alemán, no se dispone de información sobre la moneda de denominación de los activos. Además, no ha sido posible distinguir entre adquisiciones de activos de renta fija a corto (activos monetarios) y a largo plazo, por lo que se ha considerado una sola categoría de activos de deuda.

El cuadro 3.11 muestra la evolución de la cartera del inversor representativo de EEUU en el período 1994-1997. Destaca la elevada participación de los activos de renta variable y la escasa importancia de la inversión exterior, que se sitúa por debajo de la encontrada en el caso de los fondos de inversión españoles en la última parte de la muestra.

Los cuadros 3.12 y 3.13 muestran las estimaciones de la rentabilidad efectiva ajustada para los casos cubierto y descubierto. El cuadro que se desprende de estas estimaciones se corresponde con el elevado sesgo doméstico encontrado en la cartera de esta economía. Las estimaciones del término h , tanto para acciones como para bonos, son sistemáticamente inferiores en el caso de los instrumentos emitidos fuera de EEUU que en los domésticos. Es ilustrativo, asimismo, que a pesar del gran peso de la renta variable doméstica en la cartera, su rentabilidad efectiva ajustada no es, en gran parte de la muestra, muy superior a la encontrada en España y resulta, en todo momento, muy inferior a la estimada para el inversor alemán. Este resultado refleja el menor riesgo que supone la inversión en el mercado bursátil de EEUU en relación con el correspondiente a los mercados europeos y que resulta del mayor número y diversidad de las empresas que cotizan en la bolsa estadounidense.

La comparación de los cuadros 3.12 y 3.13 permite obtener conclusiones algo distintas de las encontradas en el análisis de las carteras española y alemana sobre el papel de la incertidumbre cambiaria. Aunque, en la primera parte de la muestra, la adopción de posiciones descubiertas en monedas europeas exigía, en general, primas de rentabilidad positivas, en los últimos años, el signo parece haberse invertido, sobre todo para

Cuadro 3.11

EEUU. CARTERAS (a)
(en %)

	1994	1995	1996	1997
Acciones EEUU	42,18	47,63	50,50	55,42
Acciones España	0,09	0,10	0,11	0,11
Acciones UEM	0,88	0,86	0,95	0,82
Acciones UE	0,84	0,91	1,08	1,31
Acciones RM	1,15	1,16	1,12	1,03
Bonos EEUU	53,67	48,13	45,05	40,27
Bonos España	0,06	0,06	0,06	0,07
Bonos UEM	0,46	0,40	0,38	0,30
Bonos UE	0,17	0,20	0,21	0,21
Bonos RM	0,50	0,55	0,54	0,47
A. Monet. EEUU	-	-	-	-

(a) Datos correspondientes al mes de diciembre de cada año.

EEUU (PRE-UEM)
PRIMAS DE RENTABILIDAD EFECTIVA AJUSTADA
(% anual)

Cuadro 3.12

CARTERA DESCUBIERTA

	92-94	93-95	94-96	95-97	88-97
Acciones EEUU	0,35	0,43	0,59	0,80	0,92
Acciones España	0,53	0,69	0,55	0,45	0,76
Acciones UEM	0,29	0,35	0,38	0,55	0,66
Acciones UE	0,46	0,44	0,49	0,35	0,77
Acciones RM	0,32	0,28	0,31	0,49	0,62
Bonos EEUU	0,16	0,18	0,21	0,19	0,22
Bonos España	0,18	0,28	0,16	0,00	0,13
Bonos UEM	0,06	0,11	0,07	-0,02	0,09
Bonos UE	0,14	0,17	0,21	0,11	0,21
Bonos RM	-0,02	0,07	0,05	0,14	0,11
A. Monet. EEUU	-	-	-	-	-

Cuadro 3.13

CARTERA CUBIERTA

	92-94	93-95	94-96	95-97	88-97
Acciones EEUU	0,36	0,42	0,59	0,81	0,93
Acciones España	0,48	0,59	0,59	0,60	0,75
Acciones UEM	0,28	0,34	0,45	0,74	0,71
Acciones UE	0,43	0,45	0,45	0,40	0,75
Acciones RM	0,31	0,27	0,38	0,49	0,66
Bonos EEUU	0,16	0,18	0,21	0,18	0,22
Bonos España	0,10	0,16	0,19	0,14	0,10
Bonos UEM	0,06	0,10	0,13	0,14	0,13
Bonos UE	0,11	0,16	0,18	0,17	0,20
Bonos RM	0,02	0,08	0,11	0,09	0,15

EEUU (POST-UEM)^(a)
PRIMAS DE RENTABILIDAD EFECTIVA AJUSTADA
(% anual)

Cuadro 3.14

CARTERA DESCUBIERTA

	PRE-UEM	$\rho=+0$	$\rho=+.05$	$\rho=+.1$	$\rho=+.2$
Acciones EEUU	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80
Acciones España	0,45	0,42	0,42	0,42	0,42
Acciones UEM	0,55	0,54	0,55	0,55	0,56
Acciones UE	0,35	0,35	0,35	0,35	0,35
Acciones RM	0,49	0,49	0,49	0,49	0,49
Bonos EEUU	0,19	0,19	0,19	0,19	0,19
Bonos España	0,00	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01
Bonos UEM	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02
Bonos UE	0,11	0,10	0,10	0,10	0,10
Bonos RM	0,14	0,13	0,13	0,13	0,13

Cuadro 3.15

CARTERA CUBIERTA

	PRE-UEM	$\rho=+0$	$\rho=+.05$	$\rho=+.1$	$\rho=+.2$
Acciones EEUU	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81
Acciones España	0,60	0,60	0,61	0,61	0,61
Acciones UEM	0,74	0,74	0,74	0,74	0,75
Acciones UE	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40
Acciones RM	0,49	0,49	0,49	0,49	0,49
Bonos EEUU	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18
Bonos España	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14
Bonos UEM	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14
Bonos UE	0,17	0,16	0,16	0,16	0,16
Bonos RM	0,09	0,07	0,07	0,07	0,07

(a) ρ : incremento de correlación entre rendimientos bursátiles dentro de la UEM.

inversores en España y en el resto de los países que se integrarán en la UEM. Aunque este hecho puede resultar coyuntural al venir asociado a la coincidencia en el último lustro de apreciaciones relativamente continuas del dólar y revalorizaciones de los índices bursátiles norteamericanos, pone de manifiesto el papel que puede jugar, en ocasiones, la incertidumbre cambiaria como aliciente de la diversificación internacional de las carteras.

Los cuadros 3.14 y 3.15 muestran cómo el escenario de Unión Monetaria supuesto no altera significativamente las estimaciones de las primas de rentabilidad efectiva ajustada, tanto en el caso de rendimientos descubiertos como en el caso de rendimientos cubiertos. Este resultado refleja que, aunque la incertidumbre sobre la evolución del dólar frente a las monedas europeas tiene un efecto potencial considerable sobre el riesgo global de las inversiones norteamericanas en Europa, la fijación irrevocable de las paridades entre monedas europeas e, incluso, el incremento de la correlación de los rendimientos de los activos europeos no lo altera sensiblemente. Cabe, por lo tanto, deducir que las posibilidades que tienen, en la actualidad, los inversores residentes en EEUU para diversificar los riesgos derivados de sus inversiones en Europa mediante la inversión en diversos países del área del euro son, actualmente, muy reducidas. Por lo tanto, es improbable que la introducción del euro, *per se*, modifique de modo notorio el conjunto de posibilidades de inversión de estos agentes.

3.3.4. Resumen del análisis de la evolución de las carteras

Los resultados del análisis empírico realizado parecen sugerir, con las cautelas que exige la naturaleza del ejercicio, que la incertidumbre cambiaria entre las monedas que se integrarán en el área del euro no ha contribuido de forma significativa, en el pasado, a incrementar las posibilidades de diversificación de riesgos de los agentes localizados en la zona UEM. Por lo tanto, aunque la fijación irrevocable de paridades puede difícilmente favorecer la internacionalización de las carteras de los agentes, tampoco parece probable que contribuya de modo notorio a reducir la propensión de los agentes a invertir en activos emitidos en países extranjeros dentro del área del euro.

El incremento de la correlación entre los rendimientos de los activos bursátiles europeos puede tener un efecto relevante sobre la capacidad de los inversores europeos para diversificar riesgos mediante su inversión en activos extranjeros emitidos en el área del euro. Este efecto, sin embargo, parece solo potencialmente significativo en el caso de las inversiones bursátiles, dependiendo del grado de integración económica y sincronía cíclica que alcancen las economías europeas. En todo caso, del análisis parece desprenderse que incrementos moderados en la correlación de los índices bursátiles podrían tener un efecto sobre la demanda de acciones extranjeras equivalente, en términos absolutos, a un incremento significativo en los costes de transacción en renta variable.

Por otra parte, en lo que se refiere a las inversiones externas en el área del euro, aunque las fluctuaciones del tipo de cambio del dólar frente a las monedas del área han podido favorecer en el pasado reciente las oportunidades de diversificación de riesgos de los inversores norteamericanos, el atractivo de los activos europeos no parece verse afectado por la eliminación de la incertidumbre cambiaria entre las monedas de los activos negociados en distintos países dentro de ella.

Todo ello sugiere que de la teoría de la elección de cartera no se desprenden argumentos que permitan augurar un incremento significativo del grado de diversificación internacional de las carteras de los inversores, al menos, como consecuencia directa del comienzo de la Tercera Etapa del proceso de Unión Económica y Monetaria en Europa.

4. LOS RETOS PARA LA ORGANIZACIÓN DE LA INDUSTRIA FINANCIERA ESPAÑOLA

De las secciones anteriores se desprende que la principal fuerza dinamizadora de los mercados financieros en nuestro país, como en gran parte de los países desarrollados, es el incremento de la demanda de activos negociables por parte de los agentes residentes. Aunque el proceso de sustitución de las formas tradicionales de ahorro por la adquisición de instrumentos intercambiables en los mercados ha adquirido ya en nuestro país unas dimensiones considerables, se encuentra todavía lejos de ofrecer síntomas de agotamiento. Así, si bien el ritmo de crecimiento del

patrimonio de los fondos de inversión parece poco sostenible en el medio plazo, el desarrollo de los fondos de pensiones españoles parece todavía insuficiente en una economía que se enfrenta, como otros países, al problema del envejecimiento de la población y a las dificultades de los sistemas públicos de pensiones para hacerle frente.

De este modo, el reto más importante de la industria financiera española es sentar las bases que permitan a los mercados españoles beneficiarse del dinamismo de la demanda de productos financieros.

Como se ha visto, y con las debidas cautelas, la introducción del euro podría no conllevar efectos directos sustanciales sobre la composición internacional de las carteras de los inversores. De este modo, no resulta injustificado apostar por el mantenimiento de las pautas actuales y que, en el caso de España, supondría el mantenimiento de un sesgo doméstico significativo en la composición de las carteras de los agentes residentes.

Por este motivo, adquieren especial relevancia los elementos relativos a la oferta de valores negociables en los mercados españoles. En particular, debe prestarse atención a la forma de expandir el rango de instrumentos disponibles y la profundidad de nuestros mercados.

En la sección 2 se ponía de manifiesto que, en los últimos años, la oferta de títulos negociables españoles había crecido de modo considerable como consecuencia del incremento de la deuda pública en circulación y del aumento de la capitalización bursátil ligado, fundamentalmente, al proceso de privatizaciones. En el momento actual, es razonable esperar que ambas fuerzas motrices del desarrollo de los mercados españoles pierdan intensidad en el futuro cercano. En primer lugar, el pacto de estabilidad y crecimiento que vincula a España como país integrante del área del euro deberá tender a reducir el saldo de deuda pública en términos del PIB. En segundo lugar, el proceso de privatización del sector público financiero está prácticamente finalizado, y el industrial se encuentra cerca de ello. De este modo, el grado de dinamismo que ofrezca la oferta de títulos en los mercados españoles dependerá, en gran medida, de la capacidad que tengan los mercados para atraer nuevas emisiones de renta variable y renta fija privada.

En este contexto, es frecuente referirse a problemas regulatorios, fiscales y organizativos como factores determinantes de la estrechez de los mercados de renta fija privada y de la escasa participación de los valores de empresas no financieras en la capitalización de las bolsas nacionales.

La existencia de un margen evidente para reducir los costes directos e indirectos asociados a las emisiones de valores privados en nuestros mercados, sin afectar negativamente al grado de protección de los inversores, es poco cuestionable. Así, algunos cambios, actualmente en estudio, que faciliten la emisión de acciones preferentes y papel subordinado podrían resultar beneficiosos para expandir el tamaño del mercado bursátil. Asimismo, el proceso administrativo que media entre la emisión y admisión a cotización de los valores privados podría ser acortado. En el mismo orden de cosas, los trámites para la admisión a cotización de emisiones nuevas de empresas que ya cotizan en los mercados podría ser flexibilizada. Por otra parte, parece razonable buscar procedimientos que permitan unificar o, al menos, homogeneizar los mecanismos de negociación y liquidación de renta fija privada. Finalmente, es un hecho que, en el pasado, la legislación fiscal ha discriminado la inversión en valores de renta fija privada frente a la pública y que la tributación de las ganancias de capital -sujeto a una excesiva variabilidad en los últimos años- ha podido no ser la más adecuada para favorecer la competitividad de nuestros mercados.

No obstante, parece indudable que todos estos elementos, aunque relevantes, tienen un alcance limitado, al menos en lo que se refiere a favorecer el mercado de papel privado no bancario, cuya situación actual responde, fundamentalmente, a razones de índole estructural.

La actual escasez de emisiones de empresas privadas no financieras es la consecuencia de un modelo arraigado de financiación empresarial intermediado por las entidades bancarias. Este modelo es el resultado, por un lado, de la política de inversión de las entidades y, por otro, de la estructura de la industria nacional. La vocación industrial tradicional de la banca nacional ha favorecido el establecimiento de lazos estrechos entre las escasas grandes empresas privadas nacionales y la banca, que ha desplazado la emisión de deuda en beneficio del crédito bancario como

forma de financiación. Esta relación entre la banca y la industria, lejos de debilitarse, ha podido incrementarse con el proceso de privatizaciones, al participar aquella de modo muy destacado en los accionariados y en la gestión de las antiguas empresas públicas. Por su parte, las empresas medianas y pequeñas, predominantes en el país, han encontrado dificultades operativas lógicas para financiarse en los mercados. A pesar del proceso de desintermediación del ahorro, el modelo de financiación empresarial intermediada no muestra síntomas de debilitamiento en nuestro país. No es fácil ver, por otra parte, la forma en la que la introducción del euro y, en general, el proceso de integración económica en Europa, pueda afectar de modo directo a este elemento estructural característico de la economía nacional.

En la medida en que no se esperen grandes cambios en la estructura del pasivo de las empresas no financieras, la ampliación de la oferta de valores privados en España solo puede ser la consecuencia de un cambio en la estructura del balance de las entidades financieras. En este sentido, los bancos nacionales están atravesando en este momento una situación que puede favorecer una cierta reestructuración del negocio bancario.

El proceso de destrucción de depósitos comentado en la sección 2 ha coincidido en el tiempo con un incremento sustancial de la actividad crediticia de los bancos. Como consecuencia de ello, las entidades bancarias se han visto obligadas a incrementar su recurso al mercado con objeto de financiar su activo. En buena medida, ese recurso se ha canalizado a través de repos de deuda pública, adquiridos, prioritariamente, por los fondos de inversión, cuyas gestoras pertenecían en muchos casos al grupo bancario que requería los fondos. Este procedimiento financiero plantea, sin embargo, algunos inconvenientes para las entidades financieras. En primer lugar, la emisión de repos obliga a las entidades a ceder, a los fondos de inversión o a particulares, activos de deuda pública que pueden ser utilizados como garantías en los créditos de política monetaria, lo que limita su capacidad de acceder a las subastas de liquidez del Sistema Europeo de Bancos Centrales. Por otra parte, el recurso excesivo a la financiación en el mercado no resulta beneficioso desde el punto de vista del equilibrio financiero de la banca comercial y, en todo caso, puede potencialmente dañar las *ratios* de rentabilidad por unidad de activo. El

primer problema ha sido, en parte, paliado por las entidades en los últimos años, incrementando el recurso a la financiación exterior, ya sea en forma de préstamos en los mercados internacionales o mediante la emisión de papel⁽¹⁴⁾. El segundo problema tiene una resolución más compleja, al afectar a la estructura misma del negocio bancario.

Una vía prometedora que puede, simultáneamente, contribuir al equilibrio financiero de las entidades bancarias y expandir los mercados de renta fija privada es la que se abre con el fenómeno de titulización de activos cuya regulación ha sido recientemente flexibilizada en nuestro país⁽¹⁵⁾. Mediante el proceso de titulización, los bancos transmiten determinados paquetes de créditos, cuyo riesgo ha sido evaluado por empresas de "rating", a los fondos de titulización. Estos fondos financian su activo mediante emisiones de valores de renta fija, los bonos de titulización, y dependiendo de la mejora en la calidad crediticia de los bonos emitidos que se pretenda, mediante aportaciones de capital o emisión de deuda subordinada.

Mediante la titulización de activos, las entidades pueden incrementar el equilibrio de su balance y, aunque participen en el capital de los fondos de titulización, reducen sensiblemente el consumo de recursos propios que exige su activo. Además, en la medida en que los bancos continúan gestionando los créditos transferidos, pueden obtener, vía comisiones, unos ingresos que eviten, e incluso reviertan, posibles quebrantos en su cuenta de resultados.

Los bonos de titulización representan en países como EEUU un instrumento financiero de primer orden (ver cuadro 4.1). A título de ejemplo, según datos de la OCDE, un 50% de los créditos hipotecarios en EEUU se encuentran financiados con estos instrumentos. En nuestro país,

⁽¹⁴⁾ En julio de 1998, el volumen total de emisiones vivas de las entidades españolas en el exterior ascendía a 1.680 miles de millones de pesetas.

⁽¹⁵⁾ Real Decreto 926/1998, de 14 de mayo, que desarrolla la Ley 3/1994, de 14 de abril, que adaptaba a la legislación española la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria. En Ayuso (1998) se ofrece una panorámica más completa del proceso de regulación de la titulización de activos y sus implicaciones en nuestro país.

el volumen potencial de bonos de titulización es considerable. Según se aprecia en el cuadro 4.2, el volumen de créditos vigentes de las entidades bancarias alcanza los 73 billones de pesetas, que representan algo menos del doble de la capitalización actual del mercado de deuda pública anotada. Naturalmente, a pesar de que parece existir en nuestro país una demanda potencial evidente para la adquisición de estos instrumentos, las probabilidades de éxito se incrementarán si se adoptan las reformas organizativas, regulatorias y fiscales de los mercados de renta fija privada que se comentaban con anterioridad. Por otra parte, resulta necesario que las empresas bancarias maximicen la transparencia de modo que se facilite la calificación del riesgo crediticio por parte de las agencias de rating.

A pesar de que, como se ha comentado, la demanda de valores negociables por parte de agentes residentes constituye el factor más relevante de los que inciden sobre la actividad en los mercados nacionales, en absoluto puede obviarse el papel que hasta la fecha han desempeñado los agentes no residentes. Es notorio, por ejemplo, que, a pesar de que sus tenencias de deuda pública y acciones españolas representaban a finales de 1997 el 20% y el 27% de la capitalización total de los mercados respectivos, la participación de los no residentes en la negociación se ha situado, en los últimos años, en torno al 50% en el mercado de deuda pública y en el 40% en el de acciones.

Como se ha visto en la sección 3, la introducción de la moneda única podría no producir excesivos cambios en el atractivo de los valores españoles para agentes no residentes. Esto es así incluso en el mercado de deuda pública nacional, donde la experiencia de los últimos meses demuestra cómo es posible que la actividad de no residentes se mantenga incluso con diferenciales de rentabilidad reducidos respecto a otros mercados europeos de mayor tamaño. De este modo, el mantenimiento del peso asignado a activos españoles por parte de los agentes no residentes, unido al incremento generalizado de la demanda de valores negociables que se observa en los países desarrollados podría, en principio, contribuir, junto con la expansión de la demanda doméstica, al mantenimiento o, incluso, al incremento de la actividad de los mercados nacionales.

Cuadro 4.1.

EMISIONES DE VALORES PROCEDENTES DE LA TITULIZACIÓN (a)
(1997)

	\$USA (m.m)	% PIB
Estados Unidos	706,2	9,03
Unión Europea	45,3	0,56
Reino Unido	23,8	1,86
Francia	11,4	0,82
Holanda	6,8	1,87
Japón	3,1	0,07
Bélgica	1,5	0,62
Italia	0,9	0,08
España	0,8	0,15
Alemania	0,1	0,01

Fuentes: OCDE, International Securitisation Report y Main Economic Indicators -PIB-

(*) Se incluyen, exclusivamente, las emisiones procedentes de la titulación de activos dentro de la modalidad "fuera de balance". Es decir, se excluyen los instrumentos emitidos por las entidades bancarias que, perteneciendo al pasivo de estas, cuentas con la garantía de una parte de su activo (p. ej., cédulas hipotecarias).

Cuadro 4.2

CRÉDITOS CONCEDIDOS POR LAS ENTIDADES ESPAÑOLAS
(JUNIO DE 1998)

A las AAPP	5.537
A otros sectores residentes	63.786
Comercial	5.315
Con garantía real	27.582
Otros a plazo	24.588
Arrendamientos financieros	2.008
Resto	4.293
A no Residentes	3.836
Total	73.159

Fuente: Banco de España

No obstante, las adquisiciones de activos domésticos por parte de no residentes solo benefician plenamente a los mercados nacionales en la medida en que los activos adquiridos hayan sido emitidos en mercados nacionales y los procesos de contratación y liquidación se realicen en nuestro país. En el momento actual, las emisiones nacionales en mercados internacionales son, en términos relativos, muy reducidas. No parece que esta tendencia vaya a cambiar, sobre todo, si, como se deduce de la sección 3, no se producen incrementos notorios en la demanda de activos nacionales por no residentes. En cuanto a los procesos de contratación y liquidación, resulta preciso analizar, por separado, los distintos mercados.

En el caso del segmento bursátil, el mercado español tiene una organización centralizada que ofrece, para el grueso de las operaciones, un servicio automático de búsqueda de contrapartida. En la medida en que el sistema funciona de modo eficaz, existen pocos incentivos para la contratación fuera de mercado que, en el año 1997, solo ha alcanzado, aproximadamente, un 15% del total. De este modo, la mayor parte de las transacciones efectuadas por no residentes se han canalizado a través de las sociedades y agencias de valores miembros del mercado. Asimismo, el proceso de liquidación de las operaciones ha tendido a realizarse directamente a través de la SCLV, independientemente de la nacionalidad de las partes contratantes.

En cuanto a la renta fija pública y la privada que cotiza fuera del mercado bursátil, la deslocalización de la contratación y liquidación de las operaciones en las que participan agentes no residentes es más frecuente. Dado que tanto el mercado de deuda pública anotada como el AIAF son mercados descentralizados, la búsqueda de contrapartida se realiza, normalmente, mediante brokers que, en algunos casos, se encuentran localizados fuera de nuestro país. Asimismo, buena parte de la liquidación de los valores de renta fija adquiridos por no residentes se realiza a través de centros de liquidación internacionales (Euroclear y Cedel) que participan como "terceros" en los mercados nacionales, pero que ofrecen servicios de compensación de operaciones para agentes no participantes en el mercado.

De cara al futuro, la posibilidad, que abre la DSI, de que los operadores extranjeros accedan mediante acceso remoto al mercado bursátil

nacional podría, potencialmente, dañar en alguna medida el negocio de los actuales miembros del mercado bursátil, siempre que se mantenga la actual falta de predisposición de los agentes nacionales a invertir en el exterior. El mismo análisis merece el proyecto de unificación de las bolsas europeas. Si, salvadas las considerables dificultades organizativas y regulatorias, se llegase a un sistema de interconexión de los mercados en Europa similar al que conecta las cuatro bolsas españolas, el beneficio indudable que esta iniciativa conllevaría para emisores e inversores solo se trasladaría a los intermediarios nacionales en la medida en que su eficiencia y las demandas de títulos extranjeros que recibieran de los agentes residentes les permitiera hacer frente a la competencia directa de los operadores extranjeros.

En cuanto a las perspectivas de la negociación de no residentes en los mercados de renta fija, estas resultan algo más claras. En la medida en que no se produzcan cambios en la eficacia relativa de los brokers nacionales y extranjeros, la actual distribución del negocio de contratación no debería verse alterada en exceso. Por el lado de la compensación y liquidación, resulta relevante el proyecto de interconexión de las centrales liquidadoras nacionales. Dado que gran parte de la actividad de liquidación en las operaciones de no residentes se encuentra ya deslocalizada en Euroclear y Cedel, la interconexión solo puede favorecer al segmento nacional de las centrales interconectadas, además de ofrecer mayor firmeza y seguridad jurídica a los participantes en el mercado.

Finalmente, en los mercados de derivados, el establecimiento de instrumentos "benchmark" de renta fija, a nivel europeo, la creación de índices bursátiles para el área, la unicidad de los tipos de interés en los mercados monetarios y la propia desaparición de los tipos de cambio, reducirán sensiblemente el mercado de contratos sobre índices domésticos, aunque las carteras al contado no se internacionalicen en exceso. Este efecto supondrá un reto muy considerable para la continuidad del ritmo de actividad de los mercados de derivados españoles que, como se ha señalado, es en la actualidad muy elevado. No obstante, parece razonable esperar el mantenimiento del mercado para un número razonable de contratos sobre instrumentos domésticos y, en todo caso, las alianzas estratégicas de las

entidades gestoras nacionales con las de otros mercados europeos debe permitir, al menos, el mantenimiento de un nivel de actividad satisfactorio.

5. CONCLUSIONES

La introducción de la moneda única en un contexto general de globalización de la actividad financiera y consolidación del mercado único de servicios financieros en Europa supondrá un enorme reto para los mercados de valores nacionales. El proceso de desregulación y apertura de los mercados, unido a la desaparición de los costes derivados de la existencia de diversas monedas en el área del euro intensificará, sin duda alguna, la competencia entre intermediarios financieros y centros de negociación, hasta el punto de amenazar la supervivencia de los agentes y mercados menos capaces de adaptarse al nuevo entorno competitivo.

Pero el comienzo de la Tercera Etapa de la UEM, *per se*, no parece conllevar elementos que supongan la concentración inevitable de la actividad financiera en uno o pocos centros. Para ello, sería necesario que la desaparición del riesgo cambiario y la reducción de los costes de adquisición y emisión de activos en el exterior alterara sustancialmente las pautas de inversión y financiación de los agentes. Aun cuando es difícil cuantificar la fortaleza real de estos efectos potenciales de la Unión Monetaria, existen argumentos teóricos e institucionales que permiten cuestionar que aquella vaya a propiciar cambios radicales inmediatos en las políticas de cartera de los agentes.

En este contexto, los mercados españoles deben, normalmente, seguir beneficiándose del proceso de sustitución de las formas tradicionales de ahorro por la adquisición de valores negociables. El reto fundamental consiste en establecer las bases que permitan adecuar el tamaño y variedad de las emisiones que cotizan en nuestros mercados a la pujanza de la demanda interior. Asimismo, deben redoblarse los esfuerzos para adaptar la organización, regulación y fiscalidad de nuestros mercados a las exigencias de la competencia internacional, con objeto de que la demanda nacional o internacional de activos españoles redunde en una mayor actividad de emisión, contratación y liquidación en nuestros mercados.

Finalmente, corresponde a las entidades gestoras de los mercados y a los intermediarios financieros adoptar las estrategias oportunas y mejorar la eficacia con la que ejercen su actividad, de modo que les sea posible limitar los efectos negativos y beneficiarse de los positivos de la puesta en práctica del acceso remoto y la posible generalización de iniciativas de interconexión de mercados y centrales liquidadoras de valores.

ANEJO: TRATAMIENTO DE LOS DATOS

El cálculo de las primas de rentabilidad efectivas ajustadas para cada cartera agregada requiere conocer tanto la matriz de varianzas y covarianzas de sus rendimientos como el vector de proporciones invertidas por los agentes residentes del país en cada una de las carteras. A continuación se detalla el proceso de construcción de ambos.

1. MATRIZ DE VARIANZAS Y COVARIANZAS

La matriz se calcula a partir de los rendimientos históricos resultantes de la agregación de carteras nacionales. Los activos financieros disponibles para el inversor corresponden a los mercados de acciones, bonos y activos monetarios. La muestra contiene observaciones mensuales de estos tres mercados en 17 países y comprende desde diciembre de 1987 a abril de 1998. Los rendimientos de la renta variable se obtienen de los índices bursátiles mensuales de Morgan Stanley en moneda local con dividendos brutos reinvertidos. La rentabilidad de la renta fija se estima con los índices a final de mes de JP Morgan para bonos gubernamentales a todos los plazos en moneda local. Como tipo de interés representativo del mercado monetario se recoge el tipo interbancario de demanda a un año en el euromercado. El paso de moneda local a la moneda relevante para el inversor nacional se realiza con el tipo de cambio correspondiente al final de mes.

Los 17 países se han agrupado en cuatro áreas: España, el área del euro sin España ni Luxemburgo (UEM), el resto de la Unión Europea (UE), es decir, Dinamarca, Grecia, Reino Unido y Suecia, y el resto de mundo (RM), representado por Canadá, Japón, EEUU y Suiza. Para los tres mercados de cada una de las áreas se estima el rendimiento histórico de cada cartera en dos versiones: una que ofrece rentabilidad descubierta, y, por tanto, el riesgo asumido por el inversor depende de los movimientos del tipo de cambio de la moneda de su país de origen, y otra con rentabilidad cubierta, en la que los agentes eliminan el riesgo asociado a las fluctuaciones del tipo de cambio mediante la adquisición de los correspondientes contratos forward. Cuando se analizan las primas de

rentabilidad desde el punto de vista de los residentes en Alemania y EEUU se añaden como carteras adicionales las correspondientes al propio país, a la vez que estas se eliminan de las carteras agregadas correspondientes.

Las carteras agregadas para cada área se obtienen utilizando las ponderaciones siguientes: para las acciones, se utiliza la capitalización de cada bolsa nacional según figura en "Morgan Stanley Capital International EAFE and world perspective"; para los bonos, se emplea el volumen de deuda pública y privada en circulación en cada país según datos del BIS ("International Banking and Financial Market Developments"); mientras que para los activos monetarios, se emplea el PIB corriente a precios de mercado facilitado por la OCDE ("Main Economics Indicators"). Todos los datos de ponderaciones corresponden a diciembre de 1997.

2. PROPORCIONES EMPÍRICAS INVERTIDAS EN ACTIVOS FINANCIEROS

El otro elemento necesario para construir la primas de rentabilidad efectivas ajustadas es la proporción de activos financieros que los residentes de cada país mantienen en las distintas carteras construidas anteriormente. El análisis se realiza desde el punto de vista de inversores con domicilio en España, Alemania y EEUU.

ESPAÑA

Los datos de cartera han sido tomados del desglose del balance agregado de los fondos de inversión por monedas de emisión facilitado por la CNMV.

EEUU

En las cuentas financieras americanas ("Flow of Funds Accounts of the United States. 1991-1997") se recoge el monto total de activos frente al exterior, pero no se desglosa por países de origen ni monedas de emisión, mientras que el "Survey of Current Business" (SCB) desglosa por países emisores la tenencia de activos exteriores en diciembre de 1994, 1995, 1996 y 1997. Las discrepancias entre ambas publicaciones se han resuelto aplicando a los datos de cuentas financieras los porcentajes de activos por

país de origen ofrecidos por el SCB. Desafortunadamente, al no disponer de la información referente a inversiones en activos a corto plazo, el análisis se ha realizado solamente con las carteras de bonos y de acciones.

ALEMANIA

Al igual que para EEUU, en las cuentas financieras nacionales no se ofrece el necesario detalle ni por monedas ni por emisores. Sin embargo, el Deutsche Bundesbank publica, con periodicidad irregular en su Informe Mensual la inversión en activos frente al exterior con una agrupación de países emisores similar a la utilizada en este trabajo, pero sin ofrecer por separado datos para España y los cuatro países integrantes de la UE que no pertenecen al área del euro. Este informe fue publicado por última vez en marzo de 1998 referido a diciembre de 1995 y 1996. Esta información se ha complementado mediante los flujos anuales por países obtenidos del "Balance of Payments by Region". Así, para obtener el vector de proporciones invertidas se ha realizado el siguiente ajuste: en primer lugar, se han obtenido las proporciones de cartera, para la agrupación del Bundesbank utilizando el stock publicado de 1996 y los flujos de la balanza de pagos correspondientes a 1997. En segundo lugar, se han corregido estos datos distribuyendo de modo proporcional las discrepancias entre la cifra total de activos exteriores obtenida por el procedimiento anterior y el dato publicado en las Cuentas Financieras para 1997. En tercer lugar, se ha obtenido el desglose por países utilizado en el trabajo acumulando los flujos disponibles por países en la balanza de pagos (corrigiendo por revalorizaciones) y aplicando las proporciones de flujos acumulados corregidos a los datos de cartera de la agrupación del Bundesbank resultantes de la aplicación del ajuste anteriormente descrito.

EFFECTOS DEL ESCENARIO UEM SOBRE LA VARIABILIDAD DE LOS RENDIMIENTOS
(en %)

	ETAPA 2		ETAPA 3			
	Descub.	Cubierta	rho = +0	rho=+0,05	rho = +0,1	rho = +0,2
D. Típica Acc. ESP	65,77	65,77	65,77	65,77	65,77	65,77
D. Típica Acc. UEM	54,25	54,77	54,77	56,12	57,45	59,61
D. Típica Bonos ESP	12,90	12,90	9,79	9,79	9,79	9,79
D. Típica Bonos UEM	11,41	11,43	10,53	10,53	10,53	10,53
Corr. Acc. ESP, UEM	0,69	0,71	0,71	0,75	0,79	0,86
Corr. Bonos ESP, UEM	0,72	0,79	0,97	0,97	0,97	0,97

Notas:

- ⌘ Rendimientos expresados en pesetas.
- ⌘ Estadísticos calculados en el período 1995-1998.
- ⌘ rho: incremento en el coeficiente de correlación entre rendimientos bursátiles de los países de la UEM.

REFERENCIAS

- Ayuso, J., I. Fuentes, J. Peñalosa y F. Restoy (1998).** Los mercados monetarios españoles ante la Unión Monetaria, Banco de España. Serie de Estudios Económicos.
- Ayuso, J. (1998).** "Perspectivas de la titulización de activos en España", Banco de España, Boletín Económico, octubre.
- Beltrati, A. (1998).** The EURO and the Asset Allocation of European Investors, mimeo, Universidad de Turín.
- Cooper, I. y E. Kaplanis (1994).** "Home Bias in Equity Portfolios, Inflation Hedging and International Capital Market Equilibrium", The Review of Financial Studies. vol. 7, pp. 45-60.
- Eichengreen, B. (1992).** "Is Europe an Optimum Currency Area?", en The European Community after 1992, Borner and H. Grubel, ed. London Mc. Millan.
- French, K. y J. Poterba (1991).** "Investor Diversification and International Equity Markets", American Economic Review, vol. 81, pp. 222-226.
- Lombardi, D. y L. Stracca (1998).** International Investment, Information, and the Consequences of EMU: Theory and Evidence on Portfolio Allocation, mimeo, Banco de Italia.
- Pellicer, M. (1992).** Los mercados financieros organizados en España, Banco de España, Estudios Económicos, n° 50.
- Restoy, F. y R. Rodríguez (1998).** Can Fundamentals Explain Cross-Country Correlations of Asset Returns?, CEPR Discussion Paper # 1996.
- Steil, B (ed.) (1996).** The European Equity Markets. The State of the Union and an Agenda for the Millennium. The Royal Institute of International Affairs, Copenhagen.

Tesar, L. e I. Werner (1995). "Home bias and High Turnover", Journal of International Money and Finance, vol. 14, pp. 467-492.

DOCUMENTOS DE TRABAJO (1)

- 9617 **Juan J. Dolado and Francesc Marmol:** Efficient estimation of cointegrating relationships among higher order and fractionally integrated processes.
- 9618 **Juan J. Dolado y Ramón Gómez:** La relación entre vacantes y desempleo en España: perturbaciones agregadas y de reasignación.
- 9619 **Alberto Cabrero and Juan Carlos Delrieu:** Construction of a composite indicator for predicting inflation in Spain.
- 9620 **Una-Louise Bell:** Adjustment costs, uncertainty and employment inertia.
- 9621 **M.º de los Llanos Matea y Ana Valentina Regil:** Indicadores de inflación a corto plazo.
- 9622 **James Conklin:** Computing value correspondences for repeated games with state variables.
- 9623 **James Conklin:** The theory of sovereign debt and Spain under Philip II.
- 9624 **José Viñals and Juan F. Jimeno:** Monetary Union and European unemployment.
- 9625 **María Jesús Nieto Carol:** Central and Eastern European Financial Systems: Towards integration in the European Union.
- 9626 **Matthew B. Canzoneri, Javier Vallés and José Viñals:** Do exchange rates move to address international macroeconomic imbalances?
- 9627 **Enrique Alberola Iba:** Integración económica y unión monetaria: el contraste entre Norteamérica y Europa.
- 9628 **Víctor Gómez and Agustín Maravall:** Programs TRAMO and SEATS.
- 9629 **Javier Andrés, Ricardo Mestre y Javier Vallés:** Un modelo estructural para el análisis del mecanismo de transmisión monetaria: el caso español.
- 9630 **Francisco Alonso y Juan Ayuso:** Una estimación de las primas de riesgo por inflación en el caso español.
- 9631 **Javier Santillán:** Política cambiaria y autonomía del Banco Central.
- 9632 **Marcial Suárez:** Vocábula (Notas sobre usos lingüísticos).
- 9633 **Juan Ayuso and J. David López-Salido:** What does consumption tell us about inflation expectations and real interest rates?
- 9701 **Víctor Gómez, Agustín Maravall and Daniel Peña:** Missing observations in ARIMA models: Skipping strategy versus outlier approach.
- 9702 **José Ramón Martínez Resano:** Los contratos DIFF y el tipo de cambio.
- 9703 **Gabriel Quirós Romero:** Una valoración comparativa del mercado español de deuda pública.
- 9704 **Agustín Maravall:** Two discussions on new seasonal adjustment methods.
- 9705 **J. David López-Salido y Pilar Velilla:** La dinámica de los márgenes en España (Una primera aproximación con datos agregados).
- 9706 **Javier Andrés and Ignacio Hernando:** Does inflation harm economic growth? Evidence for the OECD.

- 9707 **Marga Peeters:** Does demand and price uncertainty affect Belgian and Spanish corporate investment?
- 9708 **Jeffrey Franks:** Labor market policies and unemployment dynamics in Spain.
- 9709 **José Ramón Martínez Resano:** Los mercados de derivados y el euro.
- 9710 **Juan Ayuso and J. David López-Salido:** Are *ex-post* real interest rates a good proxy for *ex-ante* real rates? An international comparison within a CCAPM framework.
- 9711 **Ana Buisán y Miguel Pérez:** Un indicador de gasto en construcción para la economía española.
- 9712 **Juan J. Dolado, J. David López-Salido and Juan Luis Vega:** Spanish unemployment and inflation persistence: Are there phillips trade-offs?
- 9713 **José M. González Mínguez:** The balance-sheet transmission channel of monetary policy: The cases of Germany and Spain.
- 9714 **Olympia Bover:** Cambios en la composición del empleo y actividad laboral femenina.
- 9715 **Francisco de Castro and Alfonso Novales:** The joint dynamics of spot and forward exchange rates.
- 9716 **Juan Carlos Caballero, Jorge Martínez y M.ª Teresa Sastre:** La utilización de los índices de condiciones monetarias desde la perspectiva de un banco central.
- 9717 **José Viñals y Juan F. Jimeno:** El mercado de trabajo español y la Unión Económica y Monetaria Europea.
- 9718 **Samuel Bentolila:** La inmovilidad del trabajo en las regiones españolas.
- 9719 **Enrique Alberola, Juan Ayuso and J. David López-Salido:** When may peseta depreciations fuel inflation?
- 9720 **José M. González Mínguez:** The back calculation of nominal historical series after the introduction of the european currency (An application to the GDP).
- 9721 **Una-Louise Bell:** A Comparative Analysis of the Aggregate Matching Process in France, Great Britain and Spain.
- 9722 **Francisco Alonso Sánchez, Juan Ayuso Huertas y Jorge Martínez Pagés:** El poder predictivo de los tipos de interés sobre la tasa de inflación española.
- 9723 **Isabel Argimón, Concha Artola y José Manuel González-Páramo:** Empresa pública y empresa privada: titularidad y eficiencia relativa.
- 9724 **Enrique Alberola and Pierfederico Asdrubali:** How do countries smooth regional disturbances? Risksharing in Spain: 1973-1993.
- 9725 **Enrique Alberola, José Manuel Marqués y Alicia Sanchís:** Persistencia en el desempleo, independencia de los bancos centrales y su relación con la inflación. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9726 **Francisco Alonso, Juan Ayuso and Jorge Martínez Pagés:** How informative are financial asset prices in Spain?
- 9727 **Javier Andrés, Ricardo Mestre and Javier Vallés:** Monetary policy and exchange rate dynamics in the Spanish economy.
- 9728 **Juan J. Dolado, José M. González-Páramo and José Viñals:** A cost-benefit analysis of going from low inflation to price stability in Spain.

- 9801 **Ángel Estrada, Pilar García Perea, Alberto Urtañun y Jesús Briones:** Indicadores de precios, costes y márgenes en las diversas ramas productivas.
- 9802 **Pilar Álvarez Canal:** Evolución de la banca extranjera en el período 1992-1996.
- 9803 **Ángel Estrada y Alberto Urtañun:** Cuantificación de expectativas a partir de las encuestas de opinión.
- 9804 **Soyoung Kim:** Monetary Policy Rules and Business Cycles.
- 9805 **Víctor Gómez and Agustín Maravall:** Guide for using the programs TRAMO and SEATS.
- 9806 **Javier Andrés, Ignacio Hernando and J. David López-Salido:** Disinflation, output and unemployment: the case of Spain.
- 9807 **Olympia Bover, Pilar García-Perea and Pedro Portugal:** A comparative study of the Portuguese and Spanish labour markets.
- 9808 **Víctor Gómez and Agustín Maravall:** Automatic modeling methods for univariate series.
- 9809 **Víctor Gómez and Agustín Maravall:** Seasonal adjustment and signal extraction in economic time series.
- 9810 **Pablo Hernández de Cos e Ignacio Hernando:** El crédito comercial en las empresas manufactureras españolas.
- 9811 **Soyoung Kim:** Identifying European Monetary Policy Interactions: French and Spanish System with German Variables.
- 9812 **Juan Ayuso, Roberto Blanco y Alicia Sanchís:** Una clasificación por riesgo de los fondos de inversión españoles.
- 9813 **José Viñals:** The retreat of inflation and the making of monetary policy: where do we stand?
- 9814 **Juan Ayuso, Graciela L. Kaminsky and David López-Salido:** A switching-regime model for the Spanish inflation: 1962-1997.
- 9815 **Roberto Blanco:** Transmisión de información y volatilidad entre el mercado de futuros sobre el índice Ibex 35 y el mercado al contado.
- 9816 **M.ª Cruz Manzano e Isabel Sánchez:** Indicadores de expectativas sobre los tipos de interés a corto plazo. La información contenida en el mercado de opciones. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9817 **Alberto Cabrero, José Luis Escrivá, Emilio Muñoz and Juan Peñalosa:** The controllability of a monetary aggregate in EMU.
- 9818 **José M. González Mínguez y Javier Santillán Fraile:** El papel del euro en el Sistema Monetario Internacional.
- 9819 **Eva Ortega:** The Spanish business cycle and its relationship to Europe.
- 9820 **Eva Ortega:** Comparing Evaluation Methodologies for Stochastic Dynamic General Equilibrium Models.
- 9821 **Eva Ortega:** Assessing the fit of simulated multivariate dynamic models.
- 9822 **Coral García y Esther Gordo:** Funciones trimestrales de exportación e importación para la economía española.
- 9823 **Enrique Alberola-Illa and Timo Tyrväinen:** Is there scope for inflation differentials in EMU? An empirical evaluation of the Balassa-Samuelson model in EMU countries.
- 9824 **Concha Artola e Isabel Argimón:** Titularidad y eficiencia relativa en las manufacturas españolas.

- 9825 **Javier Andrés, Ignacio Hernando and J. David López-Salido:** The long-run effect of permanent disinflations.
- 9901 **José Ramón Martínez Resano:** Instrumentos derivados de los tipos *Overnight: call money swaps* y futuros sobre fondos federales.
- 9902 **J. Andrés, J. D. López-Salido and J. Vallés:** The liquidity effect in a small open economy model.
- 9903 **Olympia Bover y Ramón Gómez:** Nuevos resultados sobre la duración del desempleo: el paro de larga duración y la salida a un empleo fijo. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9904 **Ignacio Hernando y Josep A. Tribó:** Relación entre contratos laborales y financieros: un estudio teórico y empírico para el caso español.
- 9905 **Cristina Mazón and Soledad Núñez:** On the optimality of treasury bond auctions: the Spanish case.
- 9906 **Nadine Watson:** Bank Lending Channel Evidence at the Firm Level.
- 9907 **José Viñals:** El marco general de la política monetaria única: racionalidad, consecuencias y cuestiones pendientes.
- 9908 **Olympia Bover and Manuel Arellano:** Learning about migration decisions from the migrants: an exercise in endogenous sampling and complementary datasets.
- 9909 **Olympia Bover and Pilar Velilla:** Migrations in Spain: Historical background and current trends.
- 9910 **Fernando Restoy:** Los mercados financieros españoles ante la Unión Monetaria.

(1) Los Documentos de Trabajo anteriores figuran en el catálogo de publicaciones del Banco de España.

<p>Información: Banco de España Sección de Publicaciones. Negociado de Distribución y Gestión Teléfono: 91 338 5180 Alcalá, 50. 28014 Madrid</p>
