
Los mercados de valores españoles ante el mercado y la moneda únicos: algunas implicaciones

Este artículo ha sido elaborado por Víctor García-Vaquero, del Servicio de Estudios.

1. INTRODUCCIÓN

A lo largo de los diez últimos años, y en buena parte como consecuencia de procesos generales de desintermediación, globalización y liberalización financiera, los mercados de capitales españoles han experimentado profundas transformaciones que han contribuido a hacerlos más eficientes y competitivos.

Así, a partir de 1987 el mercado de deuda pública anotada supuso el desarrollo de un sistema ágil y eficaz para la colocación, negociación y liquidación de grandes volúmenes de deuda. Por su parte, la ley del mercado de valores de 1988 representó una reforma institucional profunda en los mercados de capitales españoles, cuyos efectos se manifestaron con mayor intensidad en los mercados bursátiles.

Más adelante, la liberalización plena de movimientos de capital en febrero de 1992, el establecimiento del mercado único en 1993 —como fruto del Acta Única Europea—, el aumento de la competencia bancaria y la mejora de los sistemas de comunicación e información han continuado transformando el conjunto de la industria de valores, particularmente los mercados de renta fija y de derivados financieros. En este contexto han incidido otros fenómenos —como el cambio en la regulación de la inversión colectiva y el elevado protagonismo de las entidades de crédito en el proceso de «desintermediación» de los flujos financieros— que, en términos generales, han ampliado la base de los mercados primarios y secundarios de valores, especialmente de títulos públicos (1).

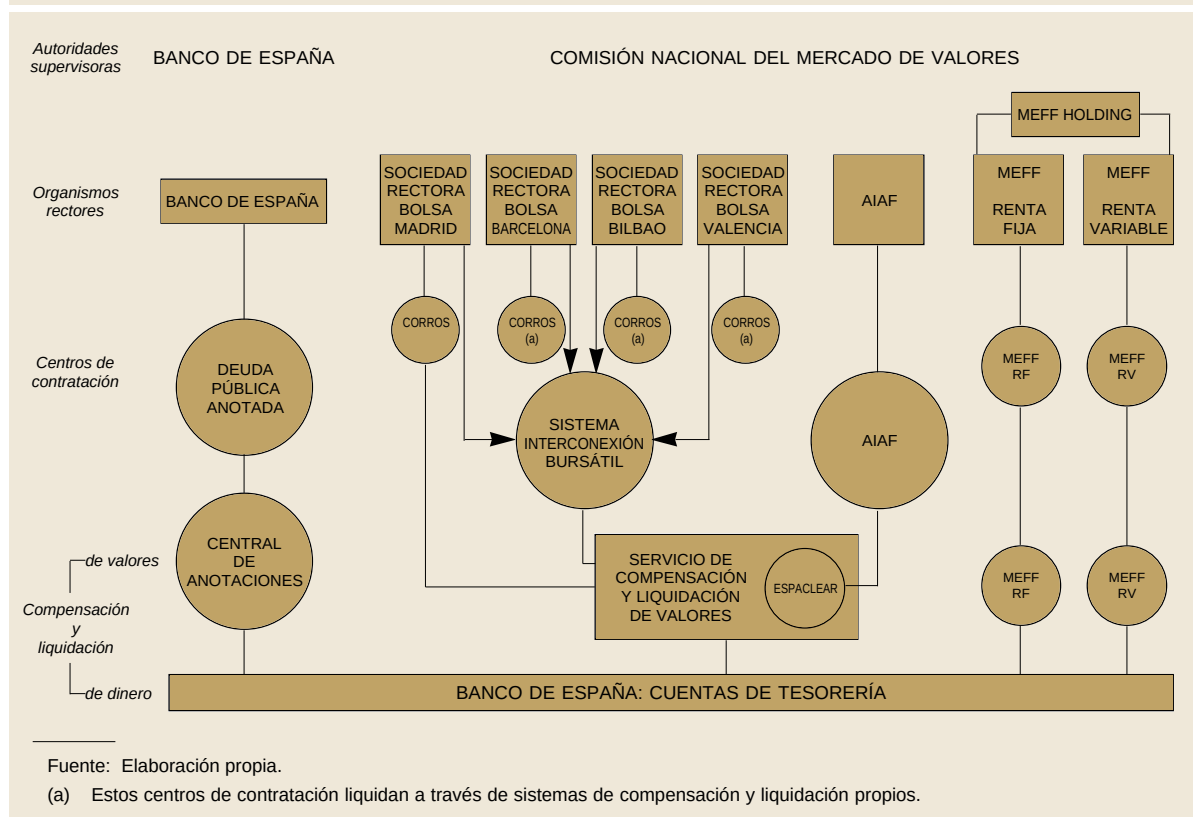
Por su parte, la consolidación del mercado único bancario está contribuyendo a la universalización de los servicios financieros, de manera que tiende a aumentar la integración entre los productos típicamente bancarios (créditos y depósitos) y la comercialización de los valores, los seguros (generalizándose el proceso de la denominada *bancassurance*) y otros servicios de inversión.

En la actualidad, los mercados de valores españoles se enfrentan a la culminación del mercado único de valores, en vigor desde 1996, y al proyecto de unión monetaria europea (UME), a partir de 1999. Estos dos nuevos ele-

(1) Un análisis detallado de las sucesivas transformaciones puede encontrarse en García-Vaquero y Gutiérrez (1990), García-Vaquero (1993) y García-Vaquero y Maza (1994).

GRÁFICO 1

Organización de los mercados de valores españoles



mentos introducen nuevas alteraciones en la industria de valores y, de manera global, tenderán a intensificar el grado de competencia, tanto entre los propios mercados e instituciones nacionales como con el conjunto de la industria de servicios financieros de la Unión Europea (UE). Este nuevo entorno va a exigir que los participantes en los mercados financieros españoles diseñen estrategias competitivas para mantener y aumentar su cuota de negocio en la industria europea de servicios de inversión.

El objetivo de este artículo es analizar los efectos más destacables que pueden tener la consolidación del mercado único financiero y el proyecto de moneda única sobre los mercados de valores españoles. Para ello, en el segundo apartado, se describe la situación actual y los condicionantes del desarrollo futuro de los mercados de valores y, en el tercer epígrafe, se detallan las implicaciones sobre la actividad y la estructura futura de cada uno de las instituciones y participantes en los mercados de valores: emisores, inversores, intermediarios, órganos rectores y autoridades supervisoras. Finalmente, se resumen las conclusiones y perspectivas entre las que se describen algunas de las estrategias competitivas que se podrían derivar del nuevo escenario.

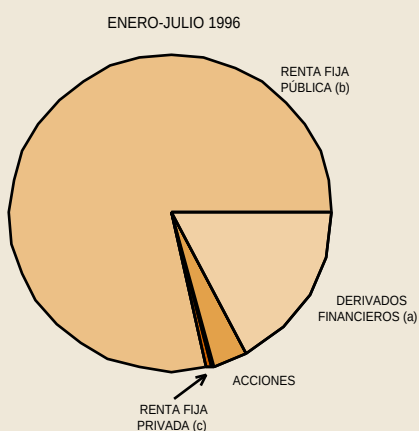
2. ENTORNO ACTUAL Y CONDICIONANTES DEL DESARROLLO FUTURO

La organización y el funcionamiento de los mercados de capitales españoles han estado condicionados por los sucesivos cambios regulatorios, técnicos e institucionales, mientras que el desarrollo reciente ha estado más condicionado por la evolución de la actividad económica y monetaria. En la actualidad, la estructura de los mercados de valores en España se caracteriza por: a) unos centros de contratación y, en menor medida, unos sistemas de liquidación dispersos (gráfico 1), si bien vinculados entre sí, y de funcionamiento relativamente eficaz; b) una negociación muy concentrada en valores públicos, en particular en títulos emitidos por el Estado (gráfico 2), y un desarrollo modesto de los valores privados, especialmente en el caso de la renta fija privada (gráfico 3); c) un crecimiento muy rápido de los mercados de futuros y opciones financieros (2), cuyos estándares de

(2) El análisis comparado de los mercados de contado frente a los de derivados debe realizarse con cautela, ya que la negociación nominal de los contratos de futuros y opciones (número de contratos por valor nominal del contrato) no coincide con la liquidación efectiva de los mismos: pago de garantías o primas y liquidación final del contrato (mediante entrega o por diferencias).

GRÁFICO 2

Negociación relativa de valores y de derivados (a)

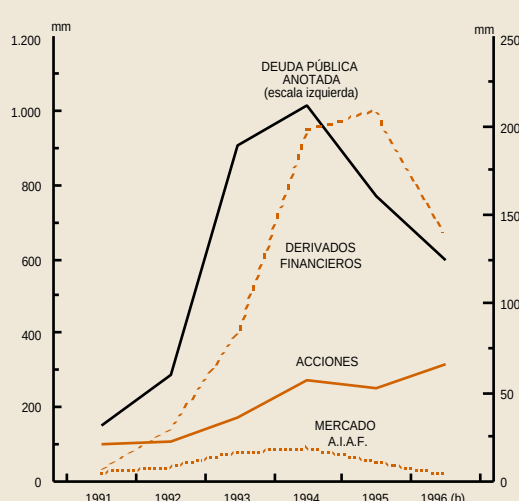


Fuente: Banco de España.

- (a) Corresponde a la negociación nominal (número de contratos por nominal del contrato), por lo que no es estrictamente comparable con la negociación efectiva de los mercados de contado.
- (b) Negociado en el mercado de deuda anotada y en bolsas.
- (c) Negociado en el mercado bursátil y en la AIAF.

GRÁFICO 3

Evolución de la negociación en los mercados españoles (a)



Fuente: Banco de España.

- (a) Medias diarias.
- (b) Datos enero-julio.

contratación y liquidación les permiten competir, en determinados productos, con las principales plazas europeas de derivados, y d) una elevada participación de los grupos bancarios tanto en la intermediación como en la actividad por cuenta propia en la industria de valores (3).

(3) Los grupos encabezados por los bancos y las cajas tienen una participación mayoritaria en la comercialización de deuda pública anotada, las sociedades y agencias de valores, la distribución y gestión de fondos de inversión, el aseguramiento y colocación de emisiones y privatizaciones y la liquidación y depósito de valores.

En cuanto a las principales tendencias que se observan en el desarrollo reciente de los mercados españoles hay que señalar, en primer lugar, un protagonismo creciente en la demanda de valores por parte de la inversión colectiva (cuadro 1) y de la inversión de no residentes (gráfico 4), lo que está contribuyendo, simultáneamente, a institucionalizar el ahorro concentrando la demanda de valores en un número relativamente reducido de gestores e inversores, y a internacionalizar los mercados nacionales, lo que, a su vez, explica el alto nivel de sincronía de sus tipos de interés y cotizaciones con las

CUADRO 1

Evolución de la inversión colectiva en España

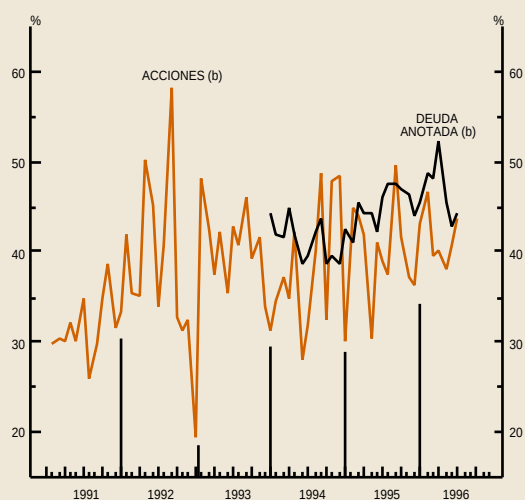
	1991	1992	1993	1994	1995	JUN 1996
Sociedades de inversión	463	356	308	410	333	485
Fondos de inversión	3.879	6.280	10.295	11.250	12.193	15.086
Fondos de pensiones	815	1.052	1.440	1.737	2.245	2.305
Total inversión colectiva	5.157	7.688	12.043	13.397	14.771	17.876
En % activos financieros familias	8,04	11,09	15,68	16,32	16,68	19,66 (a)
En % del PIB	9,39	13,01	19,77	20,73	21,19	24,52 (a)
PRO MEMORIA:						
Titulación de activos hipotecarios	—	—	36	77	87	-13
Titulación de activos no hipotecarios	—	—	—	—	—	215
Privatización de empresas públicas	—	—	405	197	364	162 (a)

Fuentes: Comisión Nacional del Mercado de Valores, Dirección General de Seguros y Banco de España.

(a) Datos estimados.

GRÁFICO 4

Inversión extranjera en los mercados de valores españoles (a)



Fuente: Banco de España.

- (a) Porcentaje de no residentes en negociación de valores.
 (b) Órdenes de no residentes ajustados.

de otros mercados extranjeros. En segundo lugar, los procesos de privatización de empresas públicas y, en menor medida, de titulización de activos —hipotecarios y no hipotecarios— están aumentando la oferta de valores negociables. La combinación de las dos tendencias anteriores está determinando un mayor protagonismo de las operaciones y mercados de valores en el conjunto de los flujos financieros.

Los aspectos descritos, junto al impacto del mercado y la moneda únicos, condicionarán en gran medida la evolución y la estructura de la industria de valores española. A continuación se describen aquellos factores que pueden influir en la mayor o menor integración, y la posible concentración o segmentación, de la actividad y de los participantes en los mercados de valores europeos en general, al tiempo que se exponen las ventajas o desventajas comparativas de los mercados de valores españoles en este contexto.

2.1. Elementos integradores de los mercados de valores europeos

El desarrollo del *mercado único de valores*, a través de la trasposición a la legislación española de la directiva de servicios de inversión (DSI), es uno de los elementos clave que está contribuyendo a hacer más abiertos e integrados

los mercados de capitales (4). En efecto: el establecimiento del «pasaporte europeo» para las empresas de inversión liberaliza al menos tres aspectos en el terreno de los mercados de valores: por un lado, la prestación de servicios de inversión; por otro, el establecimiento en todo el territorio de la UE, y, finalmente, el acceso directo (siendo miembro del mercado) y, en su caso, remoto a los mercados regulados.

Es preciso aclarar que, según la DSI, los actuales mercados organizados —oficiales y no oficiales—, tales como las bolsas, el mercado de deuda pública anotada, el mercado de la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros (AIAF) y los de derivados del Mercado Español de Futuros Financieros (MEFF), deberán calificarse como mercados regulados, mientras que los mercados interbancarios, como el de depósitos, el de Certificados del Banco de España (CEBES) o el de divisas, no están dentro del ámbito de aplicación de la directiva.

Los *aspectos técnicos* que incorpora la DSI serán muy importantes para impulsar la integración y la competencia entre mercados regulados y mercados no regulados (*Over the counter*, u OTC).

- a) Inicialmente, la DSI autoriza a los Estados miembros a imponer el principio de concentración de la negociación (5) (canalización y ejecución de órdenes) en sus mercados regulados domésticos respecto de las operaciones de valores negociables realizadas por inversores residentes, con lo que se pretende evitar la deslocalización del negocio hacia otras plazas financieras. No obstante, la excepción al principio de concentración que establece esta directiva permitirá, en la práctica, que los inversores finales —incluidos los residentes— ejecuten sus operaciones en cualquier otro mercado regulado u OTC, siempre que así lo autoricen expresamente a sus intermediarios financieros.
- b) El principio de transparencia, que se traduce en la difusión rápida y detallada de precios y volúmenes contratados (6), facilitará

(4) La directiva de adecuación de capital (DAC) está plenamente traspuesta en la actualidad.

(5) Este concepto de *concentración* no está relacionado con la denominación de «concentración» que se utiliza en el proceso de formación de precios asociado a modelos dirigidos por órdenes (o concentrados) y modelos dirigidos por precios.

(6) En particular, consiste en hacer públicos, al principio de la jornada, en los mercados tradicionales, y de forma periódica en los mercados continuos, los precios medios ponderados, los precios máximo y mínimo, y el volumen negociado en el transcurso de la jornada precedente.

el acercamiento y la posible integración de los distintos modelos de mercado —ya sean dirigidos por órdenes o dirigidos por precios— existentes en la UE. Asimismo, la difusión obligatoria de información en períodos de tiempo más cortos contribuirá a disminuir las posibles situaciones de poder de mercado de algunos intermediarios, especialmente creadores de mercado que actúan en los mercados distribuidos por precios.

La UME es el reto más importante que tiene planteado el proceso de integración financiera europea. De hecho, la sustitución de las monedas nacionales por el euro va a suponer la culminación del proyecto de creación del mercado único de servicios financieros. Aunque existen diversos aspectos pendientes de concretar, se puede afirmar que la eliminación del riesgo de cambio entre las divisas de la Unión, el diseño de una política monetaria única y su instrumentación con un tipo de interés único a corto plazo e intervención descentralizada, la creación y localización del Banco Central Europeo, la redenominación de la deuda pública y de otros activos, los compromisos adquiridos de consolidación fiscal, son aspectos que van a tener implicaciones notables tanto en la configuración como en la evolución futura de los mercados monetarios y de capitales nacionales.

La creación del euro será un avance significativo en el proceso de integración de los mercados de valores, en la medida en la que se eliminará una de las barreras más importantes para ampliar la competencia a otras áreas geográficas y para realizar arbitraje o, en su caso, para la interconexión de los centros de contratación y de liquidación de valores. Por otro lado, parece razonable pensar que la disminución de los déficit públicos y el compromiso de consolidación fiscal van a repercutir, a largo plazo, negativamente en el tamaño de los mercados de deuda pública, y de forma positiva en los mercados de renta fija y variable privados. Por otra parte, es de esperar que en determinados países, como España, se observe una reducción de los tipos de interés nominales y, probablemente, reales que contribuya a expandir la oferta de valores.

Desde el punto de vista técnico, hay que destacar que el sistema TARGET (sistema de pagos con liquidación bruta en tiempo real, formado por los sistemas de cada uno de los bancos centrales de la UE más la conexión entre ellos) resuelve de manera muy eficiente y con la adecuada seguridad jurídica la liquidación de las transacciones mayoristas en euros: operaciones de política monetaria realizadas por el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) y operaciones de mercado monetario realiza-

das entre las entidades de crédito. Este sistema facilitará el arbitraje y la integración entre los mercados de depósitos interbancarios y, sin duda, también entre los mercados de capitales. A ello se debe unir el reciente proyecto de establecer una interconexión entre los sistemas de liquidación de valores de cada país.

Por su parte, la *innovación tecnológica*, al menos en dos aspectos, favorecerá un área financiera más integrada:

- Por un lado, los avances en el terreno de las comunicaciones (conexión por cable y fibra óptica, por satélite, por internet) facilitarán no solo una mayor concurrencia entre los mercados regulados ya existentes, sino también entre mercados OTC de nueva creación. Además, el desarrollo informático y de bancos de datos favorecerá el acceso sin establecimiento permanente y la penetración menos costosa en ámbitos geográficos lejanos (por ejemplo, la bolsa telefónica sin establecimiento permanente o la oferta de servicios de inversión a través de cajeros automáticos).
- Por otro lado, la mejora de los sistemas de compensación y liquidación y la desmaterialización generalizada de los valores son aspectos decisivos que afectarán al grado de eficiencia de los mercados financieros. La rapidez y bajo costo de estos procedimientos contribuirán a atraer el negocio de valores desde otros mercados exteriores hacia las plazas financieras más eficientes.

2.2. Algunas barreras a la plena integración financiera en Europa

Sin duda, los *aspectos fiscales* representan uno de los más claros obstáculos a la plena integración de los mercados monetarios y de capitales europeos. La armonización fiscal en el ámbito de la UE es muy complicada, porque para aprobar cualquier normativa comunitaria, directiva o reglamento se necesita la unanimidad de los Estados miembros (7). En consecuencia, la heterogeneidad en el tratamiento tributario de las rentas de capital y en la escala de **gravamen (tanto en IRPF como en sociedades)**, unida a la distinta tributación indirecta en las operaciones financieras entre los países de la UE, contribuyen a distorsionar la colocación eficiente de los recursos, marginando las consideraciones de rentabilidad y de riesgo financieros en favor de los aspectos fiscales.

(7) Tradicionalmente, los avances en la armonización en el terreno fiscal han sido escasos, debido a que esta normativa se mantiene invariable desde el Tratado de Roma (art. 100).

Importantes fenómenos de desplazamiento del ahorro se han vivido, por ejemplo, en Alemania, por el cambio de tributación de las rentas de capital. Episodios semejantes se han reproducido dentro de los mercados nacionales, como resultado de la fiscalidad de las rentas obtenidas por no residentes o de la tributación de las instituciones de inversión colectiva [García-Vaquero (1995)]. Es previsible que con la moneda única y una mayor integración de mercados, las operaciones financieras sean más sensibles a las diferencias fiscales, por lo que cobra mayor verosimilitud la posibilidad de que se produzca una armonización tributaria a la baja, fruto de la competencia entre centros financieros, que minimice estos problemas. En este sentido, el pasado mes de abril el Reino Unido ha aprobado un nuevo procedimiento, según el cual las personas jurídicas no están sometidas a retención a cuenta en los rendimientos del capital mobiliario. En este contexto, parece previsible que las personas físicas tienden a optar, aún en mayor medida, por la inversión colectiva o por la constitución de sociedades, para acogerse a estos beneficios tributarios, generalizándose así la defiscalización de esas rentas.

La incertidumbre sobre el proceso de UME puede, temporalmente, limitar la integración rápida de los mercados financieros. El establecimiento de una fecha fija (1 de enero de 1999) para el acceso, en primera instancia, a la unión monetaria, en una fase cíclica de crecimiento económico débil (lo que, a su vez, no contribuye a reducir rápidamente los déficit y la deuda pública), introduce elementos de incertidumbre e inestabilidad. Esta fuente de incertidumbre es, en todo caso, un elemento temporal, en la medida en que una vez que se haya producido la UME los países que accedan al euro dispondrán de un entorno más favorable para la integración de los mercados; simultáneamente, los países que no accedan deberán redoblar sus esfuerzos para armonizar sus sistemas y mercados para acceder al euro, en una segunda etapa, en las mejores condiciones.

El acceso y los costes de *obtención de información*, tanto para el emisor como para el inversor, jugarán un papel fundamental en la localización de la actividad en la industria de valores. Aspectos como el idioma, la distinta cultura financiera y la proximidad al cliente (demandante u oferente de papel) supondrán barreras de entrada a los diferentes intermediarios financieros. Sin embargo, parece que estas limitaciones podrían afectar con mayor intensidad a la actividad de los valores privados que a la de los valores públicos, y de forma más acusada a los inversores individuales (y minoristas) que a los institucionales (y mayoristas).

En efecto: la comercialización, después de la unión monetaria, de la deuda pública en euros exigirá acceder a la información global (datos macroeconómicos, financiación del Estado, evolución política), pero esta se podrá obtener más fácilmente de forma remota, mientras que en el caso de la renta variable será preciso un flujo regular de información más puntual y detallado sobre la evolución de la empresa y sobre las tomas de decisión del grupo directivo. De este modo, los mercados de acciones y bonos privados tendrán una mayor predisposición a localizarse en los mercados locales donde estén domiciliadas o tengan su actividad principal las empresas cotizadas.

En todo caso, la *fragmentación* de los mercados de valores europeos, en términos generales, es un aspecto negativo para la consecución de la eficiencia operativa, dadas las economías de escala y de alcance que presenta la industria de valores. El balance final de los elementos a favor y en contra de un mercado europeo más integrado convergerá, en todo caso, hacia una concentración de la actividad por cuenta propia y de la intermediación de valores. De este modo, se darán las condiciones para que las instituciones y los centros financieros más potentes y competitivos incrementen su cuota de mercado, mientras que los menos eficientes tenderán a reducirse o desaparecer. La concurrencia en Europa de un número alto de plazas financieras en zonas horarias comunes y localizaciones próximas introducirá un sensible aumento de la competencia. Esta situación sugiere la necesidad urgente, al menos entre las empresas de inversión y/o las plazas financieras de tamaño medio o pequeño, de abordar proyectos de interconexión, especialización o acuerdos de reparto de los mercados geográficos, por activos o por clientes.

3. PRINCIPALES CONSECUENCIAS DEL MERCADO Y LA MONEDA ÚNICOS

Debe destacarse que el momento en que se producirá el impacto sobre cada uno de los participantes en los mercados de valores será distinto para diferentes aspectos descritos en el epígrafe anterior. Así, la consolidación del mercado único de valores tendrá efectos a corto plazo, dado que se prevé que la trasposición de la DSI se realizará al principio de la actual legislatura, mientras que las consecuencias derivadas de la unión monetaria pueden ser a más largo plazo. En este apartado, prescindiendo del análisis temporal, se aportan, en primer lugar, algunas consideraciones generales sobre los efectos de estos factores, teniendo en cuenta la situación de partida de los mercados españoles de valores, y, a continuación, se apuntan

las implicaciones más importantes del nuevo escenario competitivo sobre cada uno de los participantes en los mercados de valores.

3.1. Efectos generales sobre los mercados españoles

La posición inicial del mercado de valores español es, en general, relativamente sólida frente a los retos del mercado y la moneda únicos, aunque respecto a algunos de los aspectos descritos anteriormente es necesario realizar un esfuerzo importante de mejora.

La desregulación que establece la DSI supondrá para España dar un paso más en la liberalización iniciada con la ley del mercado de valores (1988). En primer lugar, porque si bien a partir de 1992 (8) se permitió el libre acceso a la actividad en los mercados a través de filiales (mediante adquisición directa de sociedades y agencias de valores españolas), a partir de 1996 (9) se propone acceder a través de *sucursal o incluso sin establecimiento permanente*, es decir, comercializar productos o servicios de inversión sin presencia física. En segundo lugar, porque, por primera vez, se rompe la tradicional barrera entre los mercados de crédito y los de valores, dado que a partir del 1 de enero del año 2000 (10) se permitirá a las entidades bancarias (nacionales y del resto de la UE) ser directamente miembros de los mercados regulados españoles. Esta medida afectará, como se verá más adelante, fundamentalmente a los mercados bursátiles, que son los sistemas más impermeables a la banca, en contraposición al resto de los mercados no bursátiles, que desde su creación han admitido la participación directa de las entidades de crédito.

Respecto a la posibilidad que recoge la DSI para la desconcentración o dispersión de la intermediación de valores, puede que añada una nueva fuente de competencia en algunos intermediarios y mercados españoles, quizás de forma más acusada en aquellos que han estado más cerrados a la competencia, como el bursátil, pero, en general, este aspecto viene a refrenar

dar una situación que de hecho se estaba produciendo, tanto en los mercados de renta fija como en los de acciones a través de operaciones especiales, fuera de mercado, tomas de razón u otras análogas.

Asimismo, la aplicación del principio de transparencia no representará grandes cambios a los mercados de valores españoles, ya que las bolsas disponen de un sistema de información que difunde los datos simultáneamente a los intermediarios especializados y a la comunidad inversora. En lo que respecta a los mercados de deuda anotada, AIAF y derivados españoles, este aspecto no tendrá gran relevancia, ya que, a pesar de ser mercados distribuidos con información centralizada, la competencia y la fluidez en la negociación son tan grandes que, en la práctica, no existen grandes diferencias de cotizaciones entre el segmento ciego (mayorista) y el llamado segundo escalón, al que pueden tener acceso los inversores finales.

Como ya se ha descrito, la consolidación de la UME establecerá una política monetaria única, cuya instrumentación determinará un tipo de interés único a corto plazo en el área del euro. Esta situación no impedirá, necesariamente, que subsistan ciertas diferencias, aunque más reducidas de las que existen en la actualidad, en los tipos de interés en los mercados interbancarios a plazos más largos y, particularmente, en los mercados de valores de los países de la Unión. El arbitraje y la integración de mercados e intermediarios garantizará que los pequeños diferenciales entre los respectivos mercados nacionales sean reducidos y reflejen, principalmente, distintas valoraciones del riesgo de crédito.

La liquidación y compensación de valores y efectivo en los mercados españoles, como se verá más adelante, se encuentra en unos niveles de eficiencia operativa elevados, tanto por lo que se refiere a su coste y a los períodos de liquidación como a sus sistemas de garantía.

En cambio, la existencia en España de cinco bolsas de valores (cuatro sociedades rectoras y el sistema de interconexión bursátil o mercado continuo), tres mercados de renta fija (AIAF, deuda anotada y bolsa), otros dos de derivados financieros (MEFF renta fija y renta variable), un mercado de derivados no financieros (cítricos de Valencia), unido a la existencia de varias cámaras u organismos liquidadores (SCLV, Central de Anotaciones, MEFF y los servicios de compensación de Barcelona, Bilbao y Valencia), no favorecen, en general, la competitividad de los mercados nacionales frente a algunos de los voluminosos y potentes mercados de la UE (Londres, París, Frankfurt).

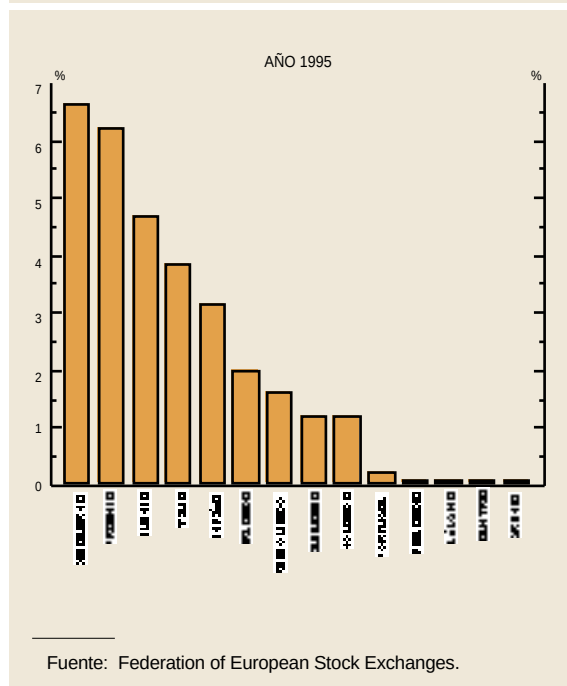
(8) Con anterioridad a esta fecha, entre 1989 y 1992, se estableció un período transitorio en el que las entidades de crédito y los no residentes podían adquirir progresivamente el capital de sociedades y agencias de valores.

(9) En la actualidad existen algunas lagunas jurídicas y administrativas, ya que la directiva de servicios de inversión entró en vigor el 1 de enero de 1996, pero hasta la fecha todavía no se ha traspuesto a la legislación española.

(10) Si bien la DSI liberaliza el acceso directo de las entidades de crédito a los mercados regulados a partir del 1 de enero de 1997, para los casos de España, Portugal y Grecia se amplía el período transitorio hasta el 1 de enero del 2000.

GRÁFICO 6

Participación relativa de la contratación de valores sobre el PIB en la Unión Europea



En segundo lugar, es previsible un descenso en la tributación de las rentas de capital, que mejorará la rentabilidad financiero-fiscal de la inversión. En España, en concreto, es probable que, con el objeto de evitar riesgos de deslocalización del ahorro nacional, continúe la mejora de fiscalidad del ahorro por medio de la reducción en la tributación de las rentas de capital.

Los inversores, especialmente los institucionales, y también los emisores de valores públicos y privados, han sido los mayores beneficia-

Por otra parte, la unión monetaria conducirá la eliminación del riesgo de tipo de cambio entre las monedas que accedan al euro. Este puede ser un argumento para impulsar la inversión colectiva en España: se ampliará la oferta de fondos de inversión, que se especializarán, o simplemente aumentarán su diversificación, en nuevas áreas geográficas o nuevos sectores económicos poco representados en la actualidad, debido al riesgo de cambio con respecto a otras divisas europeas.

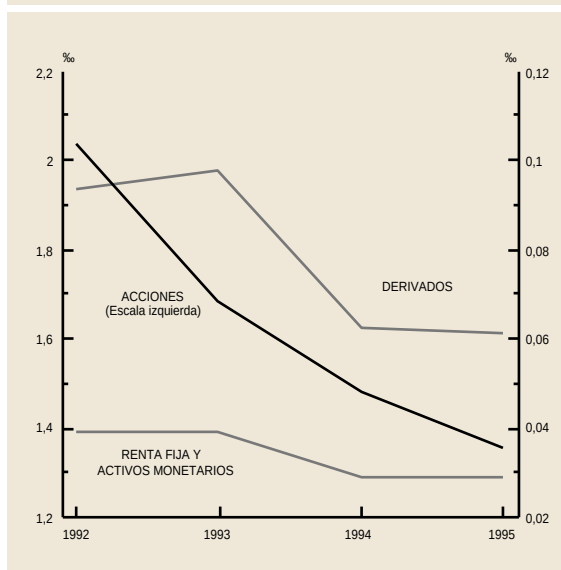
El ejemplo del importante desarrollo de los planes y fondos de pensiones en otros países europeos puede incentivar la demanda y la oferta de este tipo de ahorro colectivo en España, lo que potenciará un sector que, en la actualidad, no alcanza en España la importancia que tiene en los principales países de la UE.

Respecto a la demanda en activos denominados en euros resulta difícil determinar cuál será el efecto final neto. A favor de un aumento de la demanda global está el efecto positivo derivado de la constitución del euro como moneda de reserva mundial. Por el contrario, podría esperarse un efecto negativo, difícil de cuantificar, como resultado de una gestión de carteras, que redujera las tenencias en euros con respecto a las mantenidas por motivos de diversificación del riesgo cambiario en las distintas monedas europeas que los compongan. A ello se unirá el hecho de que la previsible reducción de los tipos nominales que experimentará la deuda pública y privada en euros, con respecto a la denominada en ciertas divisas actuales, ofrecerá incentivos a la inversión en otras monedas con tipos de interés nominales más elevados.

En cualquier caso, es razonable esperar que, tras la UME, las carteras españolas de inversión institucional aumenten su peso en acti-

GRÁFICO 7

Evolución de las comisiones de intermediación



Fuente: Comisión Nacional del Mercado de Valores.

vos emitidos en otros países del área del euro, respecto de la situación actual, habida cuenta de la aversión al riesgo cambiario que ha motivado hasta ahora la inversión colectiva (cuadro 2).

3.3. Sobre los emisores

Como resultado del aumento de la competencia entre los centros de negociación se prevé una disminución de los costes de admisión y mantenimiento de la cotización en los mercados. Esta es la tendencia que vienen sosteniendo en los últimos años los mercados regulados de la UE, y también otros centros de contratación OTC, con el objeto de atraer nuevos emi-

CUADRO 2

Carteras exteriores de la inversión colectiva

	1992	1993	1994	1995	II TR 1996
INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA:					
Activos exteriores	120	438	365	345	356
Total activo	6.636	10.603	11.660	12.526	15.971
Activos exteriores / Total activo (%)	1,81	4,13	3,13	2,75	2,23
ENTIDADES ASEGURADORAS:					
Activos exteriores	663	818	1.038	1.285	...
Total activo	7.025	8.239	10.394	12.106	...
Activos exteriores / Total activo (%)	9,44	9,93	9,99	10,61	...

Fuente: Banco de España.

CUADRO 3

Volumen de contratación en la bolsa de Nueva York respecto al mercado bursátil español

	1991	1992	1993	1994	1995
PRINCIPALES SOCIEDADES:					
Argentaria	—	—	8,80	6,50	6,80
Banco Bilbao Vizcaya	1,60	10,10	9,10	14,80	8,10
Banco de Santander	2,10	5,00	11,10	9,10	7,80
Endesa	53,30	43,40	23,40	15,70	26,80
Repsol	65,10	22,70	43,60	40,00	49,90
Telefónica	80,40	64,90	39,50	34,90	24,80

Fuente: Comisión Nacional del Mercado de Valores.

sores y ampliar su cuota de mercado en los servicios financieros.

Como consecuencia de lo anterior, aumentará el riesgo de deslocalización de los grandes emisores nacionales y, quizás, de algunos medianos hacia otros mercados. No obstante, la mayor presión de otras plazas financieras no parece que vaya a ser excesiva en el futuro más próximo, ya que en los últimos años los emisores privados más potentes (pertenecientes a los sectores de bancos, energía y comunicaciones) ya se han desplazado hacia el exterior, en la medida en que lo han juzgado conveniente (cuadro 3).

Después del acceso al euro, lo más probable es que la supresión del riesgo de cambio, unida al mantenimiento de unos tipos de interés bajos, expanda las emisiones de valores negociables. Esta expansión debería ser más importante en los casos de las acciones y bonos privados que en el caso de los títulos públicos, como consecuencia de la reducción de los déficit públicos y del compromiso de consolidación fiscal de la unión monetaria. Es, por otra parte, previsible que el mayor impulso se registre en la demanda de acciones, en busca de rentabilidades superiores a las de la renta fija.

Una de las consecuencias más claras del acceso a la UME es que los emisores de renta fija en general y el Tesoro español en particular, como importante emisor de valores negociables, verán disminuir sensiblemente sus costes de financiación, debido a los amplios diferenciales de tipos de interés que aún mantienen los activos denominados en pesetas frente a las monedas que serán el núcleo del futuro euro.

3.4. Sobre los intermediarios

La trasposición de la DSI a la legislación española afectará especialmente a los intermedia-

rios en los mercados de valores, al menos en los siguientes aspectos: a) la aplicación del concepto de «empresa de servicios de inversión» ampliará el conjunto de intermediarios en los mercados de valores (actualmente, sociedades y agencias de valores) a las sociedades gestoras de cartera, las entidades de crédito y las personas físicas que presten servicios de inversión a terceros; b) se eliminará la especialización entre miembro de bolsa o no miembro, de manera que cualquier empresa de inversión podrá acceder directamente a los mercados bursátiles; c) se extenderá el acceso a nuestro mercado de valores a todas las empresas de inversión autorizadas por un país de la UE; d) es probable que se reduzcan los capitales iniciales mínimos, para evitar desventajas comparativas en la constitución en España de empresas de inversión (11), y e) se regulará un fondo de garantía de inversiones, de acuerdo con la propuesta de directiva que podría entrar en vigor próximamente.

Una de las consecuencias a más corto plazo de estas transformaciones será la apertura e internacionalización de nuestros mercados de valores a otros intermediarios de la UE, así como de los mercados europeos a las instituciones españolas. Sin embargo, el aumento de la competencia en España no debería ser demasiado brusco en el conjunto de los servicios de inversión, en tanto en cuanto la banca en general, incluyendo la de inversión, se encuentra totalmente liberalizada desde abril de 1994 (12), y

(11) En la actualidad, para constituir en España una agencia o una sociedad de valores se requieren 150 o 750 millones de pesetas, respectivamente. Por el contrario, la directiva establece que para crear una empresa de inversión del tipo agencia se exigen entre 8 y 20 millones, dependiendo de si se admite o no mantener depósitos o valores de clientes, y en torno a 120 millones, si es del tipo sociedad de valores.

(12) Ley 3/1994, de 14 de abril, de adaptación a la segunda directiva de coordinación bancaria a la legislación española, en materia de entidades de crédito, declara libre la apertura en España de sucursales de entidades de crédito procedentes de otros Estados miembros.

CUADRO 4

Rentabilidad de los recursos propios

	1992	1993	1994	1995
SOCIEDADES Y AGENCIAS DE VALORES:				
Total	6,27	29,72	21,60	19,20
Miembros	5,53	28,46	24,30	22,60
No miembros	7,40	31,63	17,50	13,90
ENTIDADES DE DEPÓSITO:				
Total	16,45	14,62	13,01	14,29
Bancos	15,50	13,20	11,23	12,44
Cajas de ahorros	18,77	18,00	17,13	18,19

Fuentes: Comisión Nacional del Mercado de Valores y Banco de España.

el acceso a los mercados de valores se podía realizar, desde 1992, de forma indirecta a través de la adquisición de filiales españolas (sociedades o agencias de valores), de manera que en los últimos años las principales casas de bolsa y bancos de inversión extranjeros no han tenido limitaciones serias para situarse en el mercado español.

Por otro lado, el acceso a la moneda única aportará a medio plazo elementos positivos para los intermediarios nacionales, tales como la eliminación de las últimas barreras importantes a la competencia geográfica o a la actividad financiera. En este sentido, la unión monetaria favorecerá que nuestras empresas de inversión puedan participar en el diseño, aseguramiento y colocación o distribución minorista de las importantes operaciones financieras —créditos movilizables, emisiones, privatizaciones, fusiones y adquisiciones— que se realicen en el ámbito del euro, y que en la actualidad están dominadas por las casas de valores o bancos de inversión, en su mayor parte, anglosajones.

En todo caso, el elevado nivel competitivo que alcanzará este sector contribuirá a mantener a largo plazo los beneficios en niveles medios moderados, por lo que parece razonable que continúe la tendencia a la compresión de la rentabilidad por recursos propios de los tres últimos años (cuadro 4) y, probablemente, converjan de forma progresiva hacia los niveles que mantiene el sistema bancario. Al mismo tiempo, es previsible que se produzca una acentuación de la concentración de la actividad en un número reducido de intermediarios. Como se observa en el cuadro 5, esta acumulación es particularmente acusada en los beneficios, ya que tan solo seis socieda-

des acumulan en torno al 60 % de los resultados del sector.

Ello permite suponer que el sector de las sociedades y agencias vigente continúa estando algo sobredimensionado, de forma que puede esperarse, en los próximos años, que continúe la tendencia de nuevas fusiones o adquisiciones, acuerdos de integración y/o un refuerzo en la especialización de actividades, al menos por lo que se refiere a las entidades de valores actuales. Esto llevaría a una reducción adicional del número de intermediarios y de las sucursales, aunque permanezca la tendencia a aumentar el negocio de la intermediación vía representantes autorizados (cuadro 6), modalidad que en otros países de la Unión está muy extendida. No obstante, resulta difícil estimar la situación final del sector, dado que la mayor apertura de los mercados de valores españoles derivará, previsiblemente, en un aumento del número de intermediarios procedentes de la UE, al menos en el corto plazo.

CUADRO 5

Grado de concentración de las sociedades y agencias de valores

	Miembros (a)		No miembros (a)
	Por nivel de contratación	Por nivel de beneficios	Por nivel de beneficios
1991	32,53	69,35	37,50
1993	48,93	56,57	56,38
1995	48,32	74,56	72,73
1996			
Primer semestre	49,23	63,29	57,75

Fuente: Comisión Nacional del Mercado de Valores.

(a) Se han seleccionado los seis primeros de 1996.

CUADRO 6

Evolución del número de intermediarios

	1991	1992	1993	1994	1995
Total	132	128	124	118	115
De los que con participación extranjera superior al 50 %	17	24	23	23	24
Miembros	54	55	53	53	51
No miembros	78	73	71	65	64
PRO MEMORIA:					
Sucursales	88	82	80	92	85
Representantes	2.020	3.292	3.841	4.511	4.797

Fuente: Comisión Nacional del Mercado de Valores.

3.5. Sobre los centros de contratación y liquidación y sus órganos rectores

Los mercados y sus rectoras se someterán a un nuevo aumento de la competencia, que, a diferencia de lo ocurrido en la primera desregulación de los mercados de valores en España (1988) en esta ocasión provendrá con mayor intensidad de los mercados internacionales, preferentemente comunitarios.

La nueva desregulación generará diversos cambios institucionales y operativos en el conjunto de las sociedades rectoras, entre los que cabe destacar:

- La liberalización del acceso a la condición de miembro a las empresas de inversión autorizadas en la UE y, a partir de enero del año 2000, la participación directa de las entidades de crédito nacionales y comunitarias. Este último aspecto solo incidirá en los mercados bursátiles, ya que el acceso al resto de los mercados españoles está abierto a la banca.
- La desconcentración de las operaciones de valores, si hay autorización expresa del inversor, lo que provocará un mayor riesgo de deslocalización de la actividad de intermediación.
- El acceso directo «sin presencia física» a los mercados continuos regulados que se autoricen. Según la DSI, este acceso remoto podría aplicarse, asimismo, a los sistemas de liquidación, si bien en la práctica dependerá mucho de las condiciones técnicas que impongan sus organismos rectores (o cámaras de compensación) (13).

Esta mayor concurrencia, no obstante, no tiene por qué suponer un impacto negativo sobre la cifra global de negocio de los mercados, por dos motivos. Primero y más importante, porque la deslocalización de la actividad se puede producir en las dos direcciones y, por tanto, los mercados españoles, con mayor claridad a partir de la unión monetaria, podrán captar nuevos clientes (en este caso, emisores que decidan solicitar la admisión a un mercado nacional) e intermediarios que se «desplacen» desde mercados exteriores hacia los domésticos. Segundo, porque la consolidación de un área financiera estable y un mayor número de inversores e intermediarios inducirán un aumento generalizado de la actividad de intermediación y por cuenta propia.

Un elemento decisivo para la atracción de nuevo negocio será la oferta de unos sistemas de liquidación y compensación ágiles y eficientes que permitan a los inversores realizar sus transacciones al menor coste posible.

En el caso de España, la situación competitiva de la compensación y liquidación de valores es favorable, ya que, por un lado, todos los valores negociados en los mercados oficiales están representados por anotaciones en cuenta. Por otro, los organismos correspondientes disponen de un procedimiento único para la liquidación de las diferentes categorías de valores y realizan una liquidación diaria bajo el principio de entrega contra pago; además, los períodos de liquidación son de cinco días hábiles posteriores a la fecha de contratación (d + 5) en las operaciones de Bolsa y de la AIAF (Servicio de Compensación y Liquidación de Valores), de un día hábil (d + 1) para derivados financieros (MEFF) y el mismo día al de contratación

(13) Respecto a los sistemas de liquidación y compensación existe un mayor margen para exigir el establecimiento permanente, dado que los procedimientos diarios de resolu-

ción de incidencias, liquidación de efectivo, la compensación y liquidación en tiempo real, en su caso, de los valores anotados requieren de una comunicación especialmente fluida.

(d + 0) en las operaciones de deuda anotada (14) (Central de Anotaciones). La unidad de los procedimientos y el reducido plazo de liquidación en España contrastan con la dispersión de los sistemas de liquidación en Francia, Alemania y el Reino Unido, donde los períodos van desde los d + 2 hasta los d + 40.

La culminación del mercado y la moneda únicos, junto con la coincidencia de áreas geográficas y zonas horarias comunes incentivará la interconexión y la integración de los distintos centros de contratación, lo que les permitirá producir los distintos tipos de servicios de inversión en mejores condiciones y a un menor coste, dadas las economías de escala y de alcance que existen en la industria de valores. Como resultado de esta interconexión y de la fragmentación existente en Europa, es probable que se reproduzcan, a escala comunitaria, algunos de los efectos de concentración que la implantación del mercado continuo tuvo en las cuatro bolsas españolas. Como se aprecia en el gráfico 8, la plaza con mayor volumen de negociación y con más liquidez acumuló una mayor parte de la actividad después de la interconexión en abril de 1989.

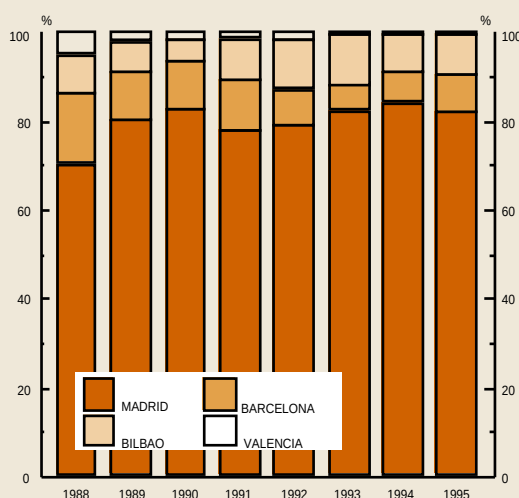
Por lo que al *mercado de deuda anotada* se refiere, hay que señalar que el proceso de la unión monetaria determinará algunas transformaciones que están siendo objeto de discusión, como: la redenominación de la deuda en pesetas para su conversión en euros, la transformación gradual o inmediata (*big-bang*) de todas las referencias, el procedimiento de registro en las cuentas de los miembros de mercado (titulares en cuenta) y de las gestoras (registro con los terceros), la posible dualidad de una cotización en euros (la instrumentación de la política monetaria se realizará mediante operaciones de mercado abierto con activos públicos y privados en euros) y una liquidación en pesetas, en la medida en que la circulación fiduciaria seguirá estando denominada en pesetas durante los tres primeros años de la unión monetaria.

Respecto a la configuración futura de este mercado hay que hacer tres consideraciones. En primer lugar, es previsible que subsista, a medio plazo, la emisión y negociación de deuda pública de forma localizada en cada uno de los países que accedan al euro, ya que cada uno de ellos mantendrá el compromiso de pago de sus respectivas deudas. Por consiguiente, es previsible que se apliquen distintas cotizaciones a cada una de ellas, en función de la fis-

(14) En particular, en las órdenes superiores a 50 millones de pesetas realizadas en la sesión del mercado antes de las 13 horas.

GRÁFICO 8

Contratación efectiva por bolsas



Fuente: Comisión Nacional del Mercado de Valores.

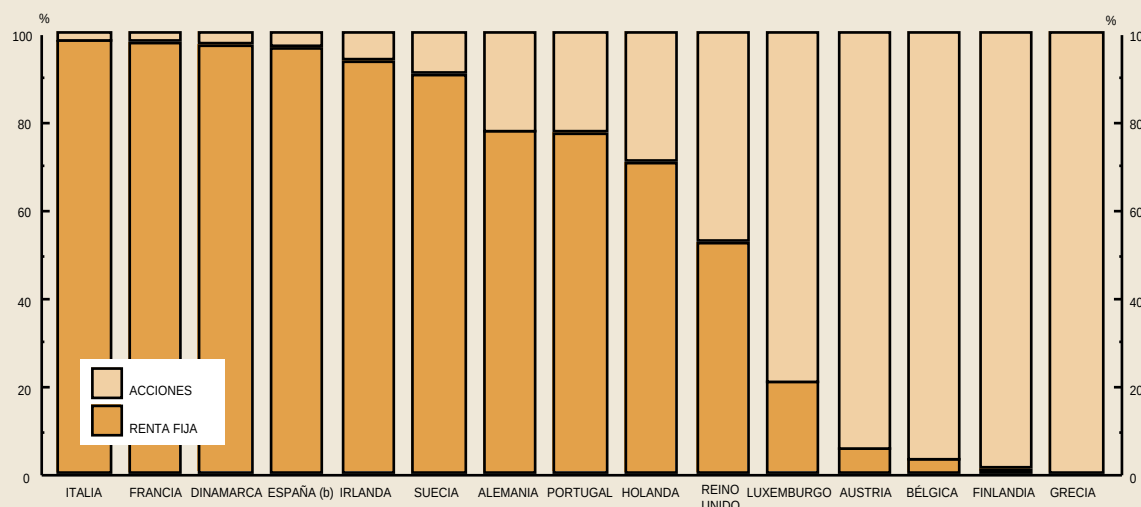
calidad, del nivel y la sostenibilidad de su déficit público y del grado de liquidez de sus centros de contratación y liquidación. No obstante, se estima que los diferenciales de tipos de interés entre los distintos riesgos soberanos no serán muy significativos.

En segundo lugar, lo más verosímil es que la liquidez de los mercados de deuda pública aumentará como resultado del acceso más fácil a un mayor número de inversores institucionales e individuales, del aumento de la capitalización de los intermediarios y de la consideración del euro como moneda de reserva mundial. Por el contrario, el volumen de las emisiones y, particularmente, el saldo vivo de la deuda pública en euros sufrirán una merma en su tamaño respecto del conjunto de las deudas negociables en la actualidad, tanto más grande cuanto mayor sea el grado de reducción de los déficit públicos y mayor compromiso de consolidación fiscal adquirido después de la Unión.

Como consecuencia de lo anterior, es razonable pensar que los mercados de deuda pública se reducirán progresivamente y perderán la hegemonía que han tenido en la última década frente a otros segmentos de activos negociados. Como se aprecia en el gráfico 9, parece claro que en la actualidad los mercados de renta fija y los de deuda, en particular, dominan en tamaño y actividad frente a los de acciones cotizadas, sobre todo tomando en consideración que las estadísticas pueden estar algo sesgadas hacia la negociación en los mercados bursátiles.

GRÁFICO 9

Contratación renta fija vs acciones (a)
en la Unión Europea



Fuente: Federation of European Stock Exchanges y Banco de España.

(a) Incluye negociación de acciones nacionales e internacionales.

(b) Se incluye la negociación al contado del mercado de deuda anotada.

En tercer lugar, la configuración definitiva de los mercados monetarios y, en particular, de los mercados de depósitos interbancarios en euros afectará decisivamente a la estructura y organización de los mercados de deuda pública, así como a los de renta fija, en general. En este sentido, aunque están aún pendientes de definir algunos detalles del futuro modelo de instrumentación de la política monetaria común, parece consensuado que se mantendrá un modelo descentralizado, donde las operaciones de política monetaria se realizarán a través de los bancos centrales nacionales, y, por consiguiente, el impacto sobre los mercados nacionales será más reducido que si se hubiera optado por un modelo centralizado. No obstante, la implantación del sistema TARGET de liquidación bruta en tiempo real de operaciones mayoristas contribuirá a interconectar y a favorecer acuerdos de integración entre los mercados monetarios en euros y, por consiguiente, entre sus respectivos mercados de valores.

Respecto a las *bolsas de valores* es previsible que el acceso remoto al mercado continuo —en el caso de que así lo decida el regulador—, la posibilidad de desconcentración de la negociación y la participación directa de la banca en la actividad bursátil tengan un mayor impacto que sobre el resto de los centros de contratación, que reflejaría, principalmente, la menor permeabilidad que han mostrado las bolsas a la penetración extranjera. Este mayor riesgo

de deslocalización puede verse compensado, aunque sea parcialmente, por la mayor inercia que los mercados de acciones tienen por localizarse de forma próxima a los lugares de residencia de los emisores.

Por tanto, parece que, al menos en un primer análisis, este impacto sobre las bolsas puede manifestarse como una mayor deslocalización de la negociación y, consecuentemente, como un mayor riesgo de pérdida de ingresos de los intermediarios y de las rectoras. Este desplazamiento de la actividad podría darse quizás con más claridad hacia los mercados anglosajones, como se observa en el cuadro 7. No obstante, si analizamos la tendencia de las bolsas nacionales respecto al conjunto de la UE (cuadro 8), observamos que la negociación de *acciones domésticas* en los mercados bursátiles españoles ha aumentado su peso en relación con el conjunto de la contratación europea, lo que podría estar manifestando una situación favorable de competitividad de las bolsas nacionales respecto de las europeas.

Un aspecto que resulta muy revelador es que la Bolsa de Londres no está aumentando su cuota de mercado en el conjunto de las bolsas de la UE, más bien al contrario. Con la información procedente de la Federación Europea de Bolsas de Valores, se aprecia que desde 1992 la principal plaza financiera europea esta perdiendo terreno en el ámbito de la nego-

CUADRO 7

Contratación de valores españoles en bolsas internacionales
Porcentaje de contratación respecto al mercado español

	Bolsa de Nueva York	Bolsa de Londres	Bolsa de Francfort	Bolsa de París	Total Bolsas
1991	8,04	7,51	1,37	0,17	17,09
1992	9,47	12,30	0,54	0,09	22,39
1993	10,19	14,93	0,52	0,08	25,72
1994	10,52	17,63	0,31	0,04	28,50
1995	12,89	16,60	0,33	0,03	29,84

Fuente: Bolsa de Madrid.

ciación de acciones. Algunos de los motivos de este comportamiento pueden ser: que las reformas en los procedimientos de cotización y negociación de las bolsas continentales (mercados continuos con sistemas de formación y distribución de precios por concentración de órdenes) han mejorado sensiblemente y que dichas bolsas se encuentran en un nivel competitivo elevado (15); que el sistema de liquidación y compensación (en términos de coste y, sobre todo, en términos de plazo de entrega) de la Bolsa de Londres sigue lastrando la negociación de esa plaza.

(15) Este puede ser uno de los motivos por los que la Bolsa de Londres ha lanzado el nuevo sistema de contratación, *TRADEPOINT*, basado en un sistema dirigido por órdenes y con información centralizada que pretende competir y/o interconectarse con los principales mercados continentales.

Los procesos de privatización de empresas públicas y de titulización de activos —como el reciente de titulización de la moratoria nuclear— impulsarán sensiblemente la oferta de los mercados primarios de valores privados, lo que unido al impulso en la inversión colectiva debería inducir un aumento de la liquidez y profundidad de los secundarios.

Otra consecuencia destacable del proceso de unión monetaria sobre el conjunto de los mercados de valores privados es el efecto positivo, en este caso, sobre los activos y los mercados de renta fija privada, de la instrumentación de la política monetaria de los bancos centrales con papel privado. Esta tendencia obligará a una mejora de los aspectos operativos de los mercados secundarios, de manera que alcancen estándares similares a los de la deuda pública anotada. En concreto, es previsible que los sistemas de compensación de renta fija

CUADRO 8

Contratación de acciones en la Unión Europea

	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Total	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Holanda	3,75	4,00	4,34	4,59	5,04	7,34
Grecia	0,34	0,25	0,15	0,18	0,30	0,36
Bélgica	0,63	0,67	0,74	0,75	0,73	0,90
Dinamarca	1,03	0,98	1,52	1,64	1,68	1,61
Irlanda	0,26	0,28	0,25	0,30	0,28	0,41
Alemania	46,98	40,39	38,29	40,06	35,57	34,64
Finlandia	0,37	0,16	0,21	0,55	0,78	1,12
Portugal	0,11	0,12	0,12	0,15	0,22	0,25
Reino Unido	26,38	32,54	34,82	29,06	27,34	26,17
Luxemburgo	0,02	0,02	0,02	0,08	0,06	0,03
España	3,36	3,75	3,24	2,89	3,05	3,18
Italia	3,94	2,64	2,57	5,26	8,51	5,10
Francia	10,79	11,56	11,02	11,23	11,29	12,25
Suecia	1,43	1,95	2,31	2,78	4,66	5,89
Austria	0,62	0,69	0,40	0,47	0,49	0,76

Fuente: Federation of European Stock Exchanges.

(SCLV y servicios de liquidación de las bolsas) procedan a reducir sus períodos de liquidación desde $D + 5$ a $D + 3$, para en el futuro poder liquidar con valor día siguiente.

En lo relativo a los *mercado derivados de instrumentos financieros* hay que señalar que:

- En primer lugar, la eliminación de los derivados sobre divisas intracomunitarias inducirá a corto plazo —después de la unión monetaria— una merma del negocio de futuros y opciones sobre divisas y la sustitución de aquellos por derivados sobre el euro frente al resto de monedas internacionales (principalmente, euro/dólar y euro/yen). Aunque en el caso del mercado MEFF esta transformación no le afectará directamente, ya que en la actualidad no se comercializan futuros y opciones sobre divisas, esta circunstancia puede ser aprovechada para reiniciar en el futuro este tipo de operatoria.
- En segundo lugar, la supresión del riesgo cambiario implicará la desaparición de los contratos de tipos de interés en distintas monedas nacionales y su transformación por derivados sobre tipos de interés —a los distintos plazos— en euros: a corto plazo (sobre depósitos interbancarios) y a medio y largo plazo (sobre deuda pública). Es posible que gran parte de esta actividad se concentre en los grandes centros financieros internacionales, por lo que las entidades españolas habrán de realizar un gran esfuerzo para asegurarse una presencia significativa. La experiencia reciente muestra que es previsible que continúen los acuerdos entre los distintos mercados derivados (16) mediante la especialización de productos o el reparto de los mercados.

Con todo, es posible la subsistencia de algunos mercados derivados sobre tipos de interés de deuda pública nacionales, sobre la base de la existencia de diferenciales entre deudas de distintos países de la Unión. En este sentido, la iniciativa reciente de MEFF renta fija de lanzar un nuevo contrato sobre diferenciales de tipos de interés de la deuda pública española, frente a distintos países europeos, resulta muy positiva. No obstante, a largo plazo, en la medida en que este diferencial sea muy reducido y/o estable,

(16) En 1995, los mercados MEFF llegaron a un acuerdo con la «Commodities Futures Trading Commission» para comercializar sus contratos de futuros y opciones entre inversores americanos. Asimismo, desde 1994 existen preacuerdos entre MEFF y el *Marché à Terme International de France* (MATIF) y el *Deutsche Terminbörse* (DTB) para comercializar de forma cruzada productos derivados de los mercados respectivos.

el margen para el desarrollo de estos productos derivados será cada vez más estrecho.

Donde probablemente surgen *a priori* mayores ventajas comparativas para la localización nacional de los mercados de derivados es en los futuros y opciones sobre renta variable, donde algunos de los activos subyacentes tienden a localizarse en el domicilio del emisor. En el caso de MEFF renta variable, cabe esperar que se generen nuevos contratos más específicos sobre las bolsas españolas, como los derivados sobre nuevas acciones, cestas de valores e índices bursátiles.

3.6. Sobre las autoridades supervisoras

La aplicación del principio de reconocimiento mutuo implicará que la autoridad supervisora del país de origen deberá ampliar su competencia territorial para supervisar las sucursales en el resto de los países de la UE. En este orden de cosas, hay que señalar que el futuro Banco Central Europeo no tendrá competencias en materia de supervisión, por lo que estas se mantendrán, en el caso de España, en el Banco de España y en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

Debido a esto, y al previsible aumento de la internacionalización de la actividad, será deseable que se refuercen y se mejoren los intercambios de información con el resto de los organismos supervisores comunitarios. Asimismo, será necesario ampliar las competencias de las autoridades supervisoras españolas en asuntos relacionados con las normas de conducta.

4. CONCLUSIONES Y PERSPECTIVAS

La consolidación del mercado único de valores y el proyecto de moneda única contribuirán a que los mercados monetarios y de capitales europeos sean en el futuro más eficientes y competitivos, favoreciendo la disminución de los costes de transacción (eficiencia operativa) y la asignación del ahorro a los mejores proyectos de inversión.

En efecto: la trasposición en España de la DSI supondrá uno de los mayores retos del amplio proceso de liberalización y de globalización, en el que están inmersos los mercados de valores españoles, al tiempo que, el acceso al euro eliminará las últimas barreras importantes a la competencia geográfica de la actividad financiera que restringen el mercado único de servicios de inversión.

Las consecuencias finales de este nuevo escenario afectarán de forma distinta a los participantes en los mercados de valores. Los inversores —especialmente los institucionales— y los emisores de valores deberían ser los beneficiarios de la consecución del mercado único de servicios financieros y de la unión monetaria, si bien es previsible que las ganancias adicionales serán más moderadas que las obtenidas en los últimos años por estos participantes, como consecuencia del aumento de la competencia y de la globalización de las operaciones financieras.

Así, el mercado y la moneda únicos darán un nuevo impulso a la inversión colectiva, quizás de forma más acusada en los planes y fondos de pensiones, debido a su bajo desarrollo actual; mantendrán reducida la presión fiscal de las rentas de capital, y parece previsible que aumentarán el peso de la renta variable en las carteras de las familias y empresas y de las instituciones financieras.

Los emisores de acciones disminuirán sus costes de admisión y mantenimiento en la cotización, al tiempo que los emisores de renta fija, y de forma más intensa el Estado, como gran emisor de deuda, disminuirán sus costes de financiación, como consecuencia de los menores tipos de interés nominales que tendrá el euro.

Los intermediarios y los centros de contratación y sus organismos rectores estarán sometidos a un nuevo aumento de la competencia, mientras que las autoridades supervisoras deberán ampliar su ámbito territorial de actuación y reforzar sus acuerdos de colaboración con otros organismos supervisores, con el objeto de mejorar la protección al inversor en un área más amplia.

La posibilidad de cotizar, negociar o liquidar valores sin establecimiento permanente y el acceso de un mayor número de empresas de inversión (intermediarios en los mercados de valores) llevarán a un mantenimiento de los beneficios de estos intermediarios en niveles moderados —y probablemente más alineados con los obtenidos por el sistema bancario—, a una concentración de la actividad por cuenta propia y de la intermediación de valores, y representa un indudable riesgo de deslocalización del negocio de la intermediación, que a su vez puede generar una merma de ingresos por contratación y liquidación. Este riesgo incidirá en todos los centros de contratación europeos, aunque parece que de forma más acusada en algunas de las bolsas de valores continentales que han estado más cerradas a la competencia extranjera y bancaria.

El reto que supone este nuevo escenario exigirá, principalmente a los colectivos de intermediarios y sociedades rectoras, redoblar sus esfuerzos por mantener su cuota de mercado en el conjunto de la industria de valores.

Algunas de las estrategias que se pueden plantear para impulsar la competitividad de estos participantes en el marco de la moneda y el mercado únicos de servicios financieros son: acomodarse a una perspectiva más internacional, aprovechando la mayor apertura a los mercados exteriores: las plazas financieras de tamaño pequeño o mediano podrían impulsar convenios de comercialización cruzada de sus servicios de inversión —como ya ocurre con los mercados derivados— o incluso la interconexión de sus sistemas de contratación y liquidación, mientras que en el caso de los intermediarios podrían potenciar la presencia exterior, bien directamente, mediante sucursales, o de forma remota —cajeros automáticos, bolsa telefónica—, o bien a través de intercambios accionariales entre empresas de inversión de distintos países.

Otra posible línea de estrategia sería participar de forma más activa en el fenómeno, generalizado en Europa, de desintermediación financiera; ello implica que las empresas de inversión y los centros de negociación y sus rectoras adopten posiciones de liderazgo en los amplios procesos de privatización de empresas públicas y de titulación de activos, así como reforzar la gestión y comercialización de instituciones de inversión colectiva. Adicionalmente, parece probable una tendencia a la especialización operativa en los servicios en los que existan ventajas comparativas, ya sea por criterios de discriminación geográfica, por tipos de clientes —distribución mayorista o minorista— o por servicios de inversión —depósito y custodia, ejecución de órdenes, diseño y colocación de operaciones especiales—.

En conjunto, la consolidación del mercado único de servicios financieros y la unión monetaria contribuirán a impulsar la tendencia a la acumulación de la actividad por cuenta propia en un menor número de intermediarios y de instituciones de inversión colectiva, así como a la concentración de la intermediación de valores en las plazas más eficientes y líquidas. No obstante, el resto de los centros financieros podrían mantener una cierta importancia en la distribución minorista de valores negociables, al tiempo que seguirían gozando de ventajas comparativas en el acceso y difusión de información de los emisores e inversores de su área de influencia. Con todo, la tecnología informática y el avance de las comunicaciones podrían llevar a que la configuración final del mercado

de valores europeo, lejos de constituir un centro financiero único de actividad, pase a ser un sistema altamente integrado de diversos mercados nacionales y de instituciones de valores competitivas y eficientes, entre las que pueden encontrar un lugar aquellas que, sin tener un tamaño «europeo», ofrezcan servicios especialmente orientados a un tipo concreto de clientela, o tengan un conocimiento particular de ciertos segmentos del mercado.

23.9.1996.

BIBLIOGRAFÍA

- BLANCO LLEDO, E. y MORATE AISA, M. (1995). «Implicaciones para el sistema financiero y bancario de la moneda única», *Presupuesto y gasto público*, nº 17.
- FUENTES, I. (1995). *Las instituciones bancarias españolas y el mercado único*, Documento de Trabajo nº 9531, Banco de España.
- GARCÍA-VAQUERO, V. (1993). «Los mercados de valores españoles ante el espacio financiero común: evolución reciente y perspectivas», *Boletín económico*, Banco de España, noviembre.
- (1995). «La fiscalidad de los activos y el desarrollo de los mercados financieros», *Boletín económico*, Banco de España, marzo.
- GARCÍA-VAQUERO, V. y GUTIÉRREZ, F. (1990). «Evolución reciente del mercado bursátil: desarrollo y resultados de la reforma», *Boletín económico*, Banco de España, marzo.
- GARCÍA-VAQUERO, V. y MAZA, L. A. (1994). «Evolución y perspectivas de los fondos de inversión: 1991-1993», *Boletín económico*, Banco de España, marzo.
- HERNÁNDEZ GARCÍA, A. (1995). «El Mercado Único de Valores: la Directiva sobre servicios de inversión. Algunas implicaciones para España», *Perspectivas del sistema financiero*, nº 49, enero-marzo.
- ISRAEL, E. (1995). «The role of the securities markets within the economic fabric of the European Union», *Economic and financial review*, European Economics and Financial Centre, vol. 2, nº 2, verano 1995, pp 71-78.
- LEAL MALDONADO, J. L. (1993). *Las consecuencias de la Unión Económica y Monetaria para la banca y los mercados financieros*, Documento de Trabajo, Asociación Española de Banca Privada.
- LONDON INVESTMENT BANKING ASSOCIATION (1995). *The practical implications of converting London's capital markets to a single currency*, Working papers LIBA, octubre.
- MAROTO ACÍN, J. A. (1994). «Estrategias competitivas de las entidades financieras ante el mercado único y la Unión Monetaria», *Perspectivas del sistema financiero*, nº 45.
- MCDONALD, R. (1994). «A Euro-passport for investment services», *The Economist Intelligence Unit Limited*, segundo trimestre de 1994.
- MINGUEZ PRIETO, R. (1995). «Las implicaciones del Mercado Único de Valores sobre las empresas de servicios de inversión españolas», *Perspectivas del sistema financiero*, nº 49, enero-marzo.
- ORTEGA, R. y MÁRQUEZ, A. (1995). «Implicaciones del Mercado Único de Valores sobre el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores», *Perspectivas del sistema financiero*, nº 49, enero-marzo.
- SÁNCHEZ SOLIÑO, A. (1996). «La unión monetaria y la liquidación de las operaciones de mercado monetario», *Perspectivas del sistema financiero*, nº 53.
- STEIL, B. (1996). *The European equity markets: the state of the union and an agenda for the millennium*, Royal Institute of International Affairs, Londres.
- WALTER, I. (1995). *Global competition and market access in the securities industry*, New York University Salomon Center.