

Conflictes nacionals i mercats de capitals a Europa

Josep Lluís Oller Ariño (*)

Abstract

The process of European construction is going on without any discussion in Spain. This is the result of the isolation and democratic weakness which impelled Spain into Europe. Spain will pay a price for the absence of thinking and planning of our interests. The lack of clout in agriculture and fishing are an example. Spain has joined the euro without having a clear idea of the effect of the new competition. Economic activity will be relocated, as capital, but not labour, is mobile. A single currency means a single financial system and all investment becomes domestic, accelerating the internationalisation of capital flows. The institutional domination of banks in continental Europe will give way to an explosive growth in stock markets, until now very marginal. Financial intermediaries will have to be large and this explains the current rush to merge. American banks with their multinational structure in Europe are well placed. London has been the predominant financial centre in Europe, but Paris and especially Frankfurt will promote virtual markets, inducing the disappearance of national stock exchanges. The strategic position of Spanish financial intermediaries is extremely weak, preferring South America to Europe. In the mid term large Spanish firms will obtain finance from European markets and foreign intermediaries will penetrate the Spanish market. The question is whether the French-German axis will succeed in imposing its outdated technology. A common market means specialising in competitive advantages, but the Spanish financial sector, despite its quality, has few.

La manca de reflexió i planificació dels nostres interessos

Agraïixo al professor Josep Jané Solà i a la Societat Catalana d'Economia l'ocasió que m'ofereixen d'expressar públicament algunes preocupacions i reflexions en torn al procés de construcció europea al que venim assistint i en el qual, de manera tan indirecta, participem. Intentaré no dir massa obvietats i, per suposat, voldria tancar amb un col·loqui.

Un dels aspectes més sorprenents d'aquest procés és el gran desequilibri observable en la intensitat i qualitat del debat públic i polític als diversos països de la Unió Europea, pel que fa a l'ajust de cada un d'ells a aquesta transformació radical del marc polític, institucional i econòmic. M'atreviria a dir que Espanya es troba a la cua d'una ordenació de països de la Unió Europea en raó a l'abast d'aquest debat. Hi ha explicacions d'aquest fet, que no justificacions, que es troben en la nostra història d'aïllament d'Europa durant bona part del segle xx i el nostre impuls cap a la Comunitat Europea, per raons de supervivència del tendre règim democràtic iniciat l'any 1978. No en tenim l'hàbit. Però per moltes justificacions que hi volem trobar, no evitarem pagar la manca de reflexió i planificació dels nostres interessos i, en conseqüència, de la definició d'objectius propis i de les estratègies adients per dur-los a terme. Fóra molt llarg documentar aquestes afirmacions. Valgui només fer esment de la tradicional i escandalosa comunicació entre els mi-

(*) Director general de MEFF.

nisteris d'exterioris i d'economia, de l'absència, pel que fa referència a la política davant de Brussel·les, d'estratègies a llarg termini per l'ocupació de llocs d'influència a la burocràcia comunitària, de les reaccions airades que provoquen les conseqüències sobre alguns productes agraris o sobre el sector de la pesca, de polítiques comunitàries que no hem tingut capacitat d'influir suficientment en el moment del seu període de formació.

El difícil ajust al nou marc de competència

L'interès espanyol s'ha concentrat més en demanar diners a la Comunitat Europea que en pensar en com no haver de necessitar-los. Entrem a l'euro quan hi ha dotzenes d'àrees d'activitat en les quals no sabem què farem per superar amb èxit les proves d'un nou marc de competència. Sembla que ningú no vulgui sentir a dir que l'efecte últim i a llarg termini dels mercats i la moneda única, és a dir, de la llibertat de moviments de mercaderies i de capitals, és la localització de les inversions i l'activitat productiva allà on resulti més rendible o convenient.

Sembla que es vulgui creure que els moviments del treball s'ajustaran als del capital i la inversió però, malauradament, ni a Espanya ni a Europa el treball té la mobilitat que té als Estats Units. El capital té llibertat de moviment i els governs tenen llibertat d'afrontar-se a l'atur de la forma que creguin més convenient. Aquesta afirmació no vol ser una *boutade* ni una declaració de nacionalisme econòmic. Té més aviat el caràcter d'un avís. Davant d'un procés de relocalització d'activitats, interessa preveure allò que ens pugui perjudicar i mirar d'evitar-ho.

És possible que a Catalunya tinguem menys present aquesta dinàmica profunda del nou marc de relacions econòmiques perquè, ara per ara, gaudim d'un flux vigorós d'entrada de capitals estrangers i d'un nivell d'atur sensiblement inferior a la mitjana espanyola. Però nosaltres, com és ben sabut, som requerits a finançar la manca d'activitat competitiva d'altres regions espanyoles i les subvencions de tota mena, incloses les de l'atur, que en resulten. A més a més, formem part d'un sistema financer integrat que es veurà sotmès a noves regles de joc.

Un finançament borsari marginal

Una moneda única vol dir un sistema financer únic a tot Europa, impulsat per una política monetària única. Això vol dir que tots els actius europeus esdevenen domèstics per a qualsevol persona o entitat membre d'un país de la Unió Europea. El director d'inversions d'un fons de pensions no tindrà ja la limitació d'invertir fins el 80% en moneda, és a dir, en actius nacionals. D'un sol cop, el 4 de gener del 1999, l'emissor de paper de qualsevol país europeu competirà amb tots els altres pels fons de totes les companyies d'assegurances, fons d'inversió i fons de pensions d'Europa. Aquesta acceleració de l'internacionalització dels fluxos de capitals financers no serà l'única conseqüència important de la moneda única. Molt probablement es produirà un canvi de model en els sistemes financers de l'Europa continental.

Encara avui, els sistemes financers alemany, francès, espanyol i italià es diferencien dels sistemes anglosaxons, i principalment de l'americà, per l'enorme influència d'un petit nombre de

grups bancaris que juguen un paper determinant en el finançament de les respectives economies nacionals. Vull dir amb això que no són els mercats de valors ni de deute privat els que proporcionen la major part del finançament, ans al contrari, juguen un paper molt marginal i subordinat a les polítiques d'entitats bancàries que són, alhora, les que dominen els mercats i regulen la seva evolució d'acord amb llurs interessos comercials. Aquest model que podríem dir de predomini institucional per contraposició a un model de mercats, troba la seva expressió quantitativa en els fluxos de finançament a l'economia.

A la taula 1 es comparen les capitalitzacions borsàries i els actius bancaris a la Unió Europea, Regne Unit i els Estats Units, on hi queda palès quin és el vehicle privilegiat de finançament en cada un d'aquests àmbits. La taula 2 és encara més explícita. Pel que fa referència al cas espanyol, la taula 3 encara n'és més. El finançament total per la via del mercat borsari és pràcticament insignificant, sobretot si el comparem -taula 4- amb les xifres de crèdit del sistema bancari al sector privat durant el quart trimestre de l'any 1996. En resum, l'any 1996, mentre el crèdit del sistema bancari al sector privat va augmentar en 3,6 bilions de pessetes, el finançament net borsari ho va fer en 19 mil milions de pessetes. És a dir, un 0,7% del total. Si exclouem del finançament total del sistema bancari al sector privat el finançament a persones físiques per fer la comparació més homogènia, compararem els 19 mil milions de pessetes facilitats per la borsa amb els 1,4 bilions de finançament a les activitats productives, en resulta un 1,3%.

Creixement explosiu dels mercats de capitals

Així doncs, la unió monetària configura un escenari en el qual es produeixen simultàniament els següents fenòmens:

1. L'estalvi i els seus vehicles col·lectius (assegurances, fons de pensions i fons d'inversió) veuen ampliat el ventall de les seves opcions d'inversió a tots els actius europeus.

Taula 1: Indicadors selectius del tamany dels mercats de capitals

	Any 1995, mil milions \$		
	<i>PIB</i>	<i>Capitalització borsària</i>	<i>Actius bancaris</i>
Unió Europea (1)	6.803,9	2.119,4	11.971,6
Regne Unit	1.106,3	1.407,7	2.424,4
Estats Units	7.253,8	6.857,6	5.000,0

Nota: (1) Àustria, Bèlgica, Finlàndia, França, Alemanya, Irlanda, Itàlia, Luxemburg, Holanda, Portugal i Espanya.

Font: Garry J. Schinasí, *Seminar on EMU and the International Monetary System*, Fondation Camille Gutt, International Monetary Fund.

Taula 2: Participació bancària en la intermediació financera

% recursos bancaris sobre recursos financers bancaris i no bancaris

<i>Països</i>	<i>Total</i>	<i>Caixes</i>	<i>Mútues i cooperatives</i>	<i>Bancs públics (1)</i>
Alemanya	77	36	14	50
Espanya	78	26	3	
Finlàndia ²	59			
França	73	8	15	12
Holanda ²	52			
Itàlia	81		16	60
Noruega	63	19		13
Regne Unit	56 ³			
Estats Units	22	3,8	1,2	
Japó ²	79			
Suïssa ²	53	3	5	3 ⁴

Notes: ¹ estimat parcialment. ² 1994. ³ Dels quals cooperatives de vivenda 8%

⁴ Exclou bancs regionals i d'estalvis, parcialment propietat de les comunes, amb una participació total dels recursos del 30%.

Font: OCDE i estadística dels països.

Taula 3: Crèdit del sistema bancari al sector privat

Quart trimestre de 1996 en milers de milions de pessetes

	Saldo	Variació any actual	
		%	Import
<i>Finançament d'activitats productives</i>	1.030,5	7,9	75,7
Agricultura, ramaderia i pesca			
Indústria	7.976,1	-4,7	-389,2
Indústries extractives	402,7	-1,7	-7,1
Aliments, begudes i tabac	1.104,2	2,7	28,5
Refinació de petroli	164,3	10,2	15,1
Indústria química	436,5	-7,4	-35,0
Fabricació de productes minerals no metàl·lics	478,7	11,8	50,3
Metal·lúrgia, construcció, maquinària i equips	1.709,7	-8,3	-154,9
Fabricació de material de transport	365,0	-23,2	-110,1
Altres	1.807,0	2,2	38,4
Producció i distribució electricitat, aigua i gas	1.508,0	-12,5	-214,5
Construcció	3.743,4	3,3	120,6
Serveis	13.509,2	13,3	1.590,2
Comerç i reparacions	3.456,7	-0,9	-30,9
Hostaleria	835,6	6,0	47,3
Transport, emmagatzematge i comunicacions	1.443,4	-4,8	-73,3
Intermediació financera (excepte entitats de crèdit)	1.978,5	121,4	1.084,9
Activitats immobiliàries	2.286,8	13,8	277,9
Altres serveis	3.508,3	8,8	284,2
Total	26.259,3	5,6	1.397,3
<i>Finançament a persones físiques</i>			
Adquisició d'habitatge propi	12.417,6	13,3	1.461,0
Rehabilitació d'habitatges	595,8	19,5	97,2
Adquisició de béns de consum durador	1.654,1	6,0	93,4
Adquisició de béns i serveis corrents	831,4	1,1	9,2
Adquisició de valors	107,2	4,0	4,1
Adquisició de terrenys, finques rústiques, etc.	188,9	38,1	52,1
Altres finançaments	2.385,5	3,2	74,1
Total	18.180,5	10,9	1.791,1
<i>Finançament a institucions sense finalitat de lucre</i>	172,5	3,0	5,0
<i>Resta sense classificar</i>	3.644,9	14,3	455,4
Total	48.257,1	8,2	3.648,8

Font: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

Taula 4: Variació del capital d'empreses cotitzades a borsa

milions de pessetes

	1994			1995			1996		
	<i>Ampliació</i>	<i>Reducció</i>	<i>Net</i>	<i>Ampliació</i>	<i>Reducció</i>	<i>Net</i>	<i>Ampliació</i>	<i>Reducció</i>	<i>Net</i>
<i>No financeres</i>	182.783,0	145.147,1	37.635,9	83.011,7	42.462,0	40.549,7	56.024,9	27.660,4	28.364,5
Construcció	14.735,7	453,1	14.282,5	32.777,7	27.409,4	5.368,3	19.047,5	8.653,9	10.393,6
Electricitat	51.313,8	67.805,5	-16.491,8	423,0	1.500,0	-1.077,0	2.228,7	4.543,	-2.314,5
Alimentació	41.220,9	6.544,9	34.676,0	2.130,0	0,0	2.130,0	0,0	3.191,0	-3.191,0
Metall mecànica	56.905,5	23.286,0	33.619,4	12.655,4	5.478,4	7.177,0	30.613,0	4.169,6	26.443,4
Petroli químiques	146,8	37.788,	-37.641,5	26.526,9	3.418,2	23.108,7	1.618,2	1.420,6	197,6
Comunicacions	0,0	5.641,9	-5.641,9	0,0	4.656,0	-4.656,0	0,0	4.589,3	-4.589,3
Serveis	18.460,3	3.627,2	14.833,1	8.498,7	0,0	8.498,7	2.517,5	1.093,0	1.424,6
<i>Financeres</i>	449.208,4	59.945,9	389.262,5	24.057,0	4.418,8	19.638,2	1.382,0	9.918,	-8.536,6
<i>Total</i>	631.991,4	205.093,0	426.898,4	107.068,7	46.880,8	60.187,9	57.406,8	37.578,9	19.827,9

2. El mirall d'aquesta situació és que els emissors de paper poden arribar a qualsevol estalviador personal o col·lectiu d'Europa.

3. Els grans grups bancaris perden pes relatiu perquè la competència s'estén al conjunt dels bancs europeus.

4. La previsible estabilitat de preus i el consegüent baix nivell dels tipus d'interès produirà una demanda creixent d'actius de més risc, és a dir, bons d'emissors privats substituiran en part l'interès pels bons dels governs i hi haurà un increment de demanda, al qual ja hi estem assistint, de valors de renda variable.

La coincidència d'aquestes quatre forces fa pensar amb un creixement explosiu dels volums negociats als mercats de capitals, tant els organitzats -les borses- com els no organitzats o així dits mercats OTC.

Qui intermediarà?

Les tendències que he descrit es materialitzen necessàriament mitjançant l'activitat d'intermediaris financers. Qui intermediarà aquests fluxos de capital i d'estalvi? I, on es localitzaran els

grans intermediaris? Perquè és evident que tan els estalviadors com els emissors acudeixen al mercat mitjançant entitats especialitzades en l'administració de patrimonis els primers, i en la distribució d'actius financers els segons.

M'avançaré primer a la primera qüestió: qui intermediarà, previsiblement, aquests nous fluxos de capitals financers?. Una breu reflexió és suficient per veure que per emetre paper a escala continental cal una forta organització tècnica i comercial i forts lligams comercials amb els grans inversors institucionals de tot Europa. El mateix succeeix per oferir serveis de gestió d'inversions d'àmbit europeu: calen forts equips d'analistes i gestors coneixedors de cadascun dels mercats europeus. És evident que s'imposa el tamany i la capacitat d'organització a escala continental per reeixir en cadascuna d'aquestes activitats. Queda així explicat el recent moviment de fusions bancàries al qual estem assistint.

Abans de passar a la segona qüestió, crec important assenyalar que els grans beneficiaris de l'euro en el món bancari europeu seran, probablement, els grans bancs americans implantats a tot Europa i, per tant, experts ja en l'organització multinacional tant en la gestió de patrimonis com en la distribució d'actius. Mentre que la nova situació imposa exigències noves als bancs típicament nacionals, facilita les coses als bancs multinacionals d'origen americà. Jo estic convençut que algun d'ells sabrà treure'n profit.

Quines places financeres prosperaran?

¿On es trobaran físicament els fluxos d'estalvi d'inversió? O, en altres paraules, quines places financeres prosperaran i quines moriran? Aquesta és la qüestió que genera els conflictes als quals em refereixo en el títol d'aquesta reflexió i els meus primers pensaments sobre la conveniència de definir i planificar els propis objectius, perquè a Europa fa anys que hi ha gent treballant per guanyar la batalla de la localització dels mercats.

És sabut que Londres és la capital financera d'Europa perquè allà s'hi concentra la més gran població de professionals i experts en mercats financers, la seu europea dels grans intermediaris del món i un règim jurídic generalment acceptat com convenient al món mercantil, reforçat per un sistema judicial prestigiós. Però Frankfurt i París no semblen massa disposats a permetre la continuació d'aquesta supremacia financera. En particular Frankfurt, seu del Banc Central Europeu. La visió estratègica de Frankfurt i París ha consistit, en aquesta ocasió, a evitar el clàssic error de tots els estats majors que han perdut les guerres, a l'inspirar-se en l'estratègia que va tenir èxit en passades batalles.

Han entès que en el segle XXI no regirà els mercats qui aconsegueixi concentrar els fluxos en un lloc geogràfic concret, sinó qui domini les plataformes, que podríem dir-ne mercats virtuals. En altres paraules, es tracta avui de controlar les plataformes electròniques per les quals hi circulen els fluxos de capitals financers. Només tindran èxit els promotors de mercats que aconsegueixin la més gran participació a les seves plataformes informàtiques dels intermediaris multinacionals més actius.

Aquesta és la via d'atac a l'hegemonia de Londres que han escollit els estrategs alemanys. Els seus objectius són clars i públics: estendre una plataforma de negociació electrònica de tota

mena d'actius, i principalment de valors, per tot el continent europeu, i òbviament també a Londres, i promoure la desaparició de borses nacionals que consideren inútils i anacròniques.

Sota el paraigua de la tecnologia Frankfurt voldria unificar la plataforma de negociació de valors a tota Europa. Com hem vist abans, el premi per qui guanyi aquesta batalla és de dimensions molt considerables i Frankfurt, que ho ha vist fa anys, planifica i actua en conseqüència. La visió alemanya no deixa de tenir la seva lògica. Els centres de contractació dels diferents països europeus s'han anat concentrant al llarg de l'última dècada fins a quasi desaparèixer. Si Europa és un sol espai econòmic té lògica pensar que es produirà un procés similar i que els centres de contractació, és a dir, aquells que administren els mercats virtuals electrònics, també es concentraran.

La feble posició estratègica d'Espanya

Aquest argument té tant de pes que a Espanya el comparteixen moltes persones ben informades del món financer. A més a més, la posició estratègica dels grans intermediaris espanyols en els mercats de capitals europeus és extremadament feble. Fins mitjans de 1998 no hi havia ni un sol intermediari espanyol que fos membre de cap borsa europea -ni de valors ni de derivats- mentre que tots els grans bancs europeus en són membres de varies. En el mateix sentit cal observar que els grans bancs espanyols han fet l'opció estratègica de concentrar les seves inversions (personal i *know-how*) no tant a competir a Europa, que consideren un mercat madur i saturat, com a posicionar-se a Llatinoamèrica.

Tendències més probables a mig termini

Així doncs, el punt de partida del sistema financer espanyol per competir en el mercat de capitals d'Europa després de l'euro, és extremadament feble. Hi ha un reconeixement implícit d'aquesta feblesa en la pròpia actuació de l'Administració espanyola en el moment de privatitzacions importants. En cap cas s'ha posat en mans d'un banc espanyol la distribució internacional d'accions. Amb raó o sense, l'Administració ha considerat que no estaven en condicions de fer el mateix que altres institucions multinacionals. Quin és, a partir d'aquest punt, l'escenari tendencial més probable a mig termini -diguem 5 ó 10 anys?. Com es finançarà l'activitat productiva 10 anys després d'implantar l'euro? I, on es cotitzaran i valoraran els actius financers?

Crec que aquest escenari de futur inclou els següents elements:

1. La gran empresa espanyola es finançarà creixentment als mercats europeus utilitzant els serveis dels intermediaris que li ofereixin més capacitat de col·locació de les seves emissions, al millor preu. Aquests seran, previsiblement, d'origen americà en primer lloc i europeus en segon lloc, amb la probable incorporació als grups de capçalera d'alguns bancs holandesos (Holanda és un país petit però amb tres segles de tradició de comerç internacional, que ha sabut crear empreses multinacionals, tan en el camp de la indústria com en el dels serveis financers, i que està reeixint en aquest últim de forma insospitada fa 20 anys).
2. La penetració creixent de gestors de patrimonis internacionals en el mercat espanyol. En

altres paraules, augmentarà la compra de *know-how* dels gestors estrangers per part dels inversors institucionals espanyols.

3. És previsible que es produeixi un increment del volum negociat de valors espanyols a altres mercats europeus. Si miren la pàgina borsària de El País veuran que hi ha 18 societats espanyoles, que representen al voltant del 80% de l'Ibex, que ja cotitzen formalment a Frankfurt, encara que de fet en volums petits o inexistents, però la seva admissió a aquest mercat ja és un fet. Si el mercat alemany aconsegueix que els índexs d'accions europees - entre els quals hi figuren algunes accions espanyoles- siguin ben acceptats, i desenvolupa amb èxit futurs i opcions sobre aquests índexs, l'arbitratge entre comptat i derivats serà el motor del creixement de la negociació de títols espanyols a Frankfurt.

Tecnologia franco-alemanya *demodé*

El quart element d'aquest escenari previsible vull deixar-lo en forma d'interrogant: tindrà èxit l'eix franco-alemany en substituir les actuals plataformes de negociació espanyoles per les seves? Aquesta no és una qüestió tancada perquè l'argument tecnològic utilitzat per Alemanya és parcial i fins i tot possiblement *demodé*. La tecnologia actual no exigeix que un mercat electrònic funcioni sobre una sola xarxa que connecta un ordinador central amb terminals. La nostra tesi és que resulta més eficient, i sobretot més barat, establir una xarxa de xarxes, que és el concepte implícit en la tecnologia Internet. La xarxa de xarxes ens permetria mantenir i continuar desenvolupant les xarxes electròniques que tenim a Espanya, tant la de negociació de valors com la de negociació de derivats, i connectar-les a les xarxes que vulguin establir els franco-alemanys. Això suposaria donar accés d'un sol cop a totes les entitats que ara utilitzen les xarxes espanyoles -que són la quasi totalitat dels bancs i caixes- als mercats europeus, amb un nivell de costos reduït pel fet d'actuar cooperativament. En aquest segment de la prestació de serveis financers som molt competitiu i, per tant, val la pena lluitar per obtenir l'oportunitat de competir.

El valor afegit a l'ocupació i la prosperitat

Voldria concloure aquestes reflexions recordant que no es pot desitjar un canvi i rebutjar part de les seves conseqüències. El govern espanyol i el català han volgut i volen l'espai i la moneda únics i així sembla que ho vol també l'opinió pública catalana i espanyola. Però, com he dit abans, la conseqüència d'un espai econòmic únic és que hom s'ha de concentrar en allò on hi té avantatges competitives i que les activitats es desplaçaran allà on trobin millors condicions. El sistema financer espanyol, malgrat la seva qualitat en molts aspectes, no té avantatges competitives en el camp dels serveis relacionats amb el mercat de capitals en general, encara que hi ha alguns subsegments en els quals sí que pot defensar-se.

Crec que cal desdramatitzar les pèrdues de protagonisme que pugui comportar competir en el mercat de l'euro. És probable que en l'àmbit financer guanyem alguna batalla i en perdem varies però, a la fi, el que compte des del punt de vista econòmic no és tan en quina activitat s'afegeix valor, sinó afegir-ne el suficient per aconseguir un alt grau d'ocupació i una raonable prosperitat al llarg del temps.