

La integració financera europea: abans, durant i després de la crisi

El 1990, la Comissió Europea va presentar, sota el suggeridor títol d'«Un mercat, una moneda», un informe⁽¹⁾ que perfilava el camí per a la posada en marxa de l'euro. Juntament amb altres fronts d'actuació comunitària, el propòsit era fomentar la integració europea, començant pel pla monetari, passant pels mercats financers i arribant, finalment, a les dimensions econòmiques i socials. L'euro va arrencar, formalment, el 1999. Durant la seva primera dècada d'existència, la impressió generalitzada va ser de satisfacció i es van observar avanços notables en la integració dels mercats financers. No obstant això, la galopant crisi dels últims anys ha capgirat el panorama, i el fantasma d'una fragmentació financera irreversible és motiu de profunda preocupació, atès que podria amenaçar el conjunt del projecte d'Unió Europea.⁽²⁾

El concepte d'integració financera és una mica complex, i el seu mesurament, difícil.⁽³⁾ El BCE la defineix com una situació en què no hi ha friccions que discriminin, en particular sobre la base de la localització, entre agents econòmics en el seu accés al capital i en les seves possibilitats d'inversió. Aproximacions més operatives identifiquen la integració financera amb el compliment de la llei del preu únic (per exemple, empreses amb les mateixes característiques rellevants s'haurien d'enfrontar al mateix tipus d'interès en les emissions de bons o en els crèdits bancaris, amb independència del país d'origen) i amb la presència elevada o creixent de fluxos i de tinences transfrontereres d'actius financers (per exemple, fons de pensions que inverteixen en accions d'altres països o bancs amb operacions d'actiu i/o de passiu a l'estranger).

Sota aquesta concepció, els efectes de la integració financera adquireixen un caire peculiar en el cas de la zona de l'euro, tenint en compte dos dels seus trets distintius: es tracta d'una àrea monetària no òptima i el seu sistema financer està basat en els bancs. En primer lloc, una integració financera ben estructurada i que aconsegueix augmentar el desenvolupament financer contribueix a millorar l'eficiència del sistema econòmic i, de retruc, el benestar dels ciutadans. De fet, això és vàlid per a la majoria de processos internacionals d'aquest tipus, com, durant anys, ho han posat de manifest nombrosos estudis teòrics i empírics.⁽⁴⁾ En el cas europeu, es considera⁽⁵⁾ que la integració financera proporciona flexibilitat i, simultàniament, la disciplina pròpia del mer-

(1) «One Market, One Money. An Evaluation of the Potential Benefits and Costs of Forming an Economic and Monetary Union», European Economy, núm. 44, 1990.

(2) A J. Gual, «European Integration at the Crossroads», "la Caixa" Economic Papers, núm. 8, 2012, s'ofereix una discussió àmplia que aborda la integració financer-bancària juntament amb la integració fiscal, les polítiques econòmiques i la unió política.

(3) Cada any, el BCE publica l'informe «Financial Integration in Europe», que repassa, exhaustivament, l'evolució de la integració en una àmplia gamma de mercats. En paral·lel, la Comissió Europea elabora, també anualment, l'«European Financial Stability and Integration Report».

(4) Vegeu un repàs breu i actualitzat a T. Beck, «Finance and Growth: Lessons from the Literature and the Recent Crisis», LSE Growth Commission, 2012.

(5) Vegeu, per exemple, P.R. Lane, «The Macroeconomics of Financial Integration: a European Perspective», IIS Discussion Paper, núm. 265, 2008.

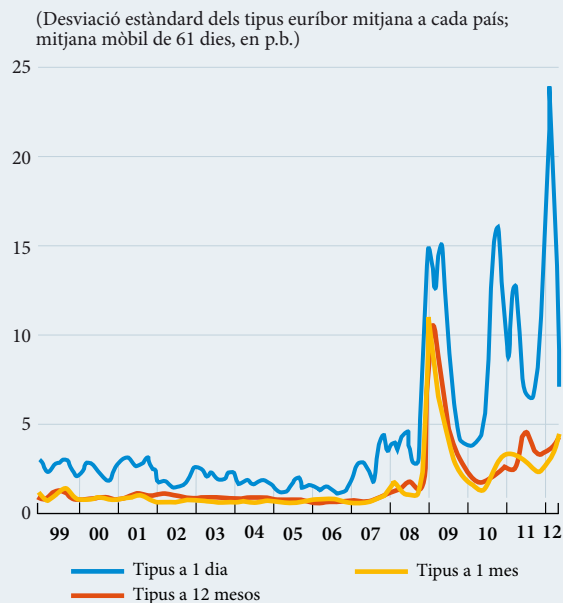
cat a les economies nacionals, així com convergència i sincronització entre elles. Però, perquè això sigui així, és necessari que el procés d'integració financera sigui harmònic internament i en la seva interacció amb la resta de la política econòmica i institucional, tant a nivell comunitari com dels Estats membres. En segon lloc, hi ha els efectes sobre l'estabilitat, amb els seus pros i contres. D'una banda, la integració aporta elements estabilitzadors, com l'ampliació de les possibilitats de diversificació de carteres i de les fonts de finançament. De l'altra, és un focus potencial de tensions a través de fenòmens com la major complexitat de les relacions financeres, els episodis de reversió sobtada dels fluxos de capital i el contagi transfronterer. Addicionalment, una correcta integració financera és necessària per al bon funcionament del procés de transmissió de la política monetària, eina bàsica d'estabilització.

Com en molts altres àmbits de les polítiques públiques a Europa i a la resta del món, durant les dues dècades prèvies a l'esclat de la crisi, l'enfocament adoptat va fer prevaler l'eficiència sobre l'estabilitat, confiant en un funcionament correcte dels mecanismes de mercat. Això ajuda a explicar l'estratègia que van adoptar les autoritats en l'impuls de la integració financera. Els dos elements principals del marc institucional van ser el Programa de Mercat Únic (llibertats de circulació i d'establiment) i la creació de l'euro (eliminació del risc canviari i simplificació de l'operativa). Alguns han qualificat aquest enfocament com una «estratègia d'arrossegament», en el sentit que aquests dos pilars posaven les bases i proporcionaven els incentius perquè les actuacions posteriors, tant dels agents privats com dels propis reguladors, anessin teixint, progressivament, un sistema financer integrat. Alternativament, la que podria ser anomenada «estratègia d'embranchada» hauria consistit a introduir a nivell comunitari, ja des d'un bon inici, totes les peces institucionals i legals de l'entramat que sustenta els mercats, «forçant» d'aquesta manera les accions d'integració per part dels agents. Certament, va haver-hi algunes aportacions destacades en aquest sentit, com el Pla d'Acció de Serveis Financers (coordinació de normes i d'institucions financeres diverses) i l'harmonització de la regulació bancària microprudencial (les directives que van implantar els acords de Basilea sobre requisits de capital dels bancs), però altres aportacions de gran transcendència, com després es comprovaria, en van quedar al marge. En qualsevol cas, durant anys, els resultats van ser satisfactoris i es va constatar un avanç considerable de la integració financera a la majoria de mercats. Va destacar la ràpida integració dels mercats d'accions i de bons, però també va ser notable en àrees bancàries, en particular als mercats de finançament majorista (interbancari, titulitzacions, etc.) i, amb menys intensitat, als mercats minoristes de préstecs i de dipòsits.

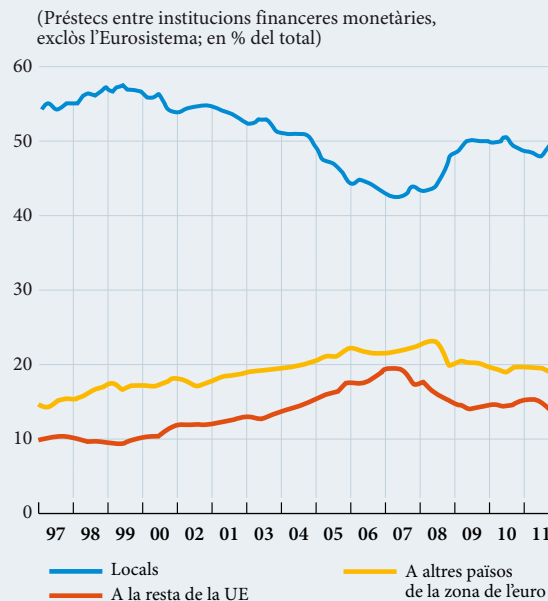
En un clima de complaença sobre aquesta estratègia, va irrompre la greu i persistent crisi que es va iniciar el 2008 als Estats Units i que va empitjorar des del 2009 amb els problemes de Grècia i, després, d'altres països de la perifèria. La dinàmica constructiva d'integració financera es va truncar en sec i, amb posterioritat, ha revertit. D'entrada, van aflorar les insuficiències i les disfuncions de l'entramat institucional existent. A més a més, amb freqüència, les respostes que les autoritats van anar donant sobre la marxa van accentuar la fragmentació. L'epicentre dels problemes s'ha localitzat en el nucli del sistema financer europeu: els bancs. El fet que la xarxa de seguretat sobre la qual opera la banca sigui d'abast nacional, en lloc de comunitari, ha estat determinant en el replegament de les entitats a l'interior de les seves fronteres. Així, els dispositius d'assegurança de dipòsits són diferents i separats per a cada país. Igualment, els rescats d'entitats s'han operat a nivell nacional, llevat de casos excepcionals (com els de Dexia i Fortis), que han necessitat acords bilaterals entre els governs afectats, però lluny d'implicar una solució col·lectiva. Igualment, la funció de prestador d'última instància per part del BCE ha topat amb el problema fatal de l'absència d'una autoritat fiscal central amb prou capacitat per donar suport als seus riscos. En conseqüència, una part de la liquiditat s'ha proporcionat sota el règim ELA (Emergency Liquidity Assistance), en virtut de la qual és el banc central del país afectat qui assumeix el risc. Aquest tipus de desenvolupaments ha propiciat un procés sever de desintegració o de segmentació dels mercats, especialment agut en els de finançament majorista dels bancs (mercats monetari i de bons) i, per extensió, en el del deute sobirà i ha engegat un bucle pervers de retroalimentació.

INDICADORS DE PREUS I DE QUANTITATS MOSTREN UNA CLARA SEGMENTACIÓ DEL MERCAT INTERBANCARI

Dispersió dels tipus d'interès interbancaris entre els països de la zona de l'euro



Repartiment dels préstecs interbancaris segons el país de residència de la contrapart



FONT: Banc Central Europeu.

Molts observadors opinen que aquesta involució evidencia el fracàs de l'estratègia d'integració adoptada durant 20 anys i la qualifiquen d'ingènua o, simplement, d'errònia en el seu disseny tècnic.⁽⁶⁾ Una visió més benvolent considera que es va tractar d'una opció pragmàtica i subtil, ateses les reticències polítiques a acceptar les implicacions fiscals d'implantar, a nivell comunitari, la xarxa de seguretat bancària. En aquest sentit, es pot dir que l'estratègia ha funcionat i ens ha conduït a una situació d'emergència que podria ser l'única manera de fer saltar els ressorts de les decisions polítiques compromeses. Possiblement, les dues lectures són parcialment vàlides. Sigui com sigui, ara és peremptòria la necessitat d'actuar. De fet, les autoritats ja han reaccionat amb la formulació de noves propostes: l'anomenada «unió bancària», els elements principals de la qual⁽⁷⁾ són analitzats a la resta de requadres d'aquest volum. Es confia que aquestes reformes serveixin de revulsiu per reprendre el camí de la integració, corregint els errors o disfuncions del passat i reforçant els ensenyaments positius. Determinació política i cert tècnic seran crucials per superar el parany d'«una moneda, diversos mercats» en què hem caigut.

(6) De fet, no van faltar els advertiments previs sobre les febleses del model adoptat, per exemple a J. Dermine, «European Banking Integration: Don't Put the Cart Before the Horse», *Journal of Financial Markets, Institutions and Instruments*, vol. 15 (2), 2006.

(7) Aquests elements són, d'una banda, els que configuren la xarxa de seguretat (en particular, l'assegurança de dipòsits i els mecanismes de recuperació i de resolució de crisis bancàries) i, de l'altra, els que permeten controlar el comportament dels bancs (la regulació i la supervisió).

*Aquest requadre ha estat elaborat per Avelino Hernández
Departament de Mercats Financers, Àrea d'Estudis i Anàlisi Econòmica, "la Caixa"*