

La integración financiera europea: antes, durante y después de la crisis

En 1990 la Comisión Europea presentó bajo el sugerente título de «Un mercado, una moneda» un informe⁽¹⁾ que perfilaba el camino para la puesta en marcha del euro. Junto con otros frentes de actuación comunitaria, el propósito no era sino fomentar la integración europea, empezando por el plano monetario, pasando por los mercados financieros, y llegando finalmente a las dimensiones económico-sociales. El euro arrancó formalmente en 1999. La impresión generalizada durante su primera década de existencia fue de satisfacción, observándose avances notables en la integración de los mercados financieros. Sin embargo, la galopante crisis de los últimos años ha dado un vuelco al panorama, y el fantasma de una fragmentación financiera irreversible es motivo de honda preocupación, dado que podría amenazar al conjunto del proyecto de Unión Europea.⁽²⁾

El concepto de integración financiera es un tanto complejo y su medición, difícil.⁽³⁾ El BCE la define como una situación en la que no existen fricciones que discriminen, particularmente sobre la base de la localización, entre agentes económicos en su acceso al capital y sus posibilidades de inversión. Aproximaciones más operativas identifican la integración financiera con el cumplimiento de la ley del precio único (por ejemplo, empresas con las mismas características relevantes se deberían enfrentar al mismo tipo de interés en sus emisiones de bonos o sus créditos bancarios, con independencia del país de origen), así como con la presencia elevada o creciente de flujos y tenencias transfronterizas de activos financieros (por ejemplo, fondos de pensiones que invierten en acciones de otros países, o bancos con operaciones de activo y/o pasivo en el extranjero).

Bajo esta concepción, los efectos de la integración financiera adquieren un cariz peculiar en el caso de la eurozona, habida cuenta de dos de sus rasgos distintivos: se trata de un área monetaria no óptima y su sistema financiero está basado en los bancos. En primer lugar, una integración financiera bien estructurada y que consigue aumentar el desarrollo financiero contribuye a mejorar la eficiencia del sistema económico y con ello el bienestar de los ciudadanos. De hecho, esto es válido para la generalidad de procesos internacionales de esta índole, tal como numerosos estudios teóricos y empíricos⁽⁴⁾ han puesto de manifiesto durante años. En el caso europeo, se considera⁽⁵⁾ que la integración financiera proporciona flexibilidad y simultáneamente la disciplina propia del mercado a las econo-

(1) «One Market, One Money. An Evaluation of the Potential Benefits and Costs of Forming An Economic and Monetary Union», European Economy, No. 44, 1990.

(2) En Gual, J., «European Integration at the Crossroads», "la Caixa" Economic Papers, No. 8, 2012 se ofrece una discusión amplia que aborda la integración financiero-bancaria junto con la integración fiscal, las políticas económicas y la unión política.

(3) Cada año el BCE publica el informe «Financial Integration in Europe», que repasa exhaustivamente la evolución de la integración en una amplia gama de mercados. En paralelo, la Comisión Europea elabora también anualmente el «European Financial Stability and Integration Report».

(4) Véase un repaso breve y actualizado en Beck, T., «Finance and Growth: Lessons From the Literature and the Recent Crisis», LSE Growth Commission, 2012.

(5) Véase, por ejemplo, Lane, P.R., «The Macroeconomics of Financial Integration: A European Perspective», IIS Discussion Paper No. 265, 2008.

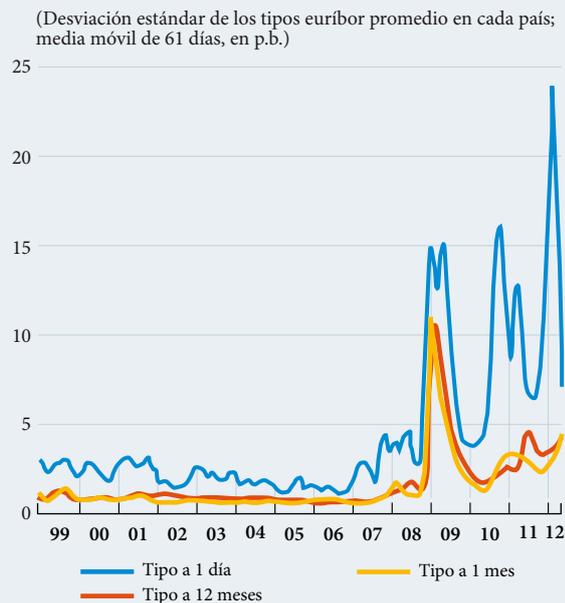
mías nacionales, así como convergencia y sincronización entre ellas. Pero para ello es necesario que el proceso de integración financiera sea armónico internamente y en su interacción con el resto de la política económica e institucional, tanto a nivel comunitario como de los Estados miembros. En segundo lugar están los efectos sobre la estabilidad, con sus pros y sus contras. Por un lado, la integración aporta elementos estabilizadores tales como la ampliación de las posibilidades de diversificación de carteras así como de las fuentes de financiación. Por otro, es un foco potencial de tensiones a través de fenómenos como la mayor complejidad de las relaciones financieras, los episodios de reversión súbita de los flujos de capital y el contagio transfronterizo. Adicionalmente, una correcta integración financiera es necesaria para el buen funcionamiento del proceso de transmisión de la política monetaria, herramienta básica de estabilización.

Como en otros muchos ámbitos de las políticas públicas en Europa y en el resto del mundo, durante las dos décadas previas al estallido de la crisis el enfoque adoptado primó la eficiencia sobre la estabilidad, confiando en un funcionamiento correcto de los mecanismos de mercado. Esto ayuda a explicar la estrategia que adoptaron las autoridades en el impulso de la integración financiera. Los dos principales elementos del marco institucional fueron el Programa de Mercado Único (libertades de circulación y de establecimiento) y la creación del euro (eliminación del riesgo cambiario y simplificación de la operativa). Algunos han calificado este enfoque como «estrategia de arrastre», en el sentido de que esos dos pilares ponían las bases y proporcionaban los incentivos para que las actuaciones posteriores, tanto de los agentes privados como de los propios reguladores, fueran tejiendo progresivamente un sistema financiero integrado. Alternativamente, la que podría denominarse como «estrategia de empuje» hubiera consistido en introducir a nivel comunitario, ya desde un buen inicio, todas las piezas institucionales y legales del entramado que sustenta los mercados, «forzando» con ello las acciones de integración por parte de los agentes. Ciertamente, hubo algunas aportaciones destacadas en este sentido, como el Plan de Acción de Servicios Financieros (coordinación de normas e instituciones financieras diversas) y la armonización de la regulación bancaria microprudencial (las directivas que implantaron los acuerdos de Basilea sobre requisitos de capital de los bancos), pero otros de gran trascendencia, como luego se comprobaría, estuvieron ausentes. En cualquier caso, durante años los resultados fueron satisfactorios, constatándose un considerable avance de la integración financiera en la generalidad de mercados. Destacó la rápida integración de los mercados de acciones y bonos, pero también fue notable en áreas bancarias, particularmente en los mercados de financiación mayorista (interbancario, titulaciones, etc.), y en menor medida los mercados minoristas de préstamos y depósitos.

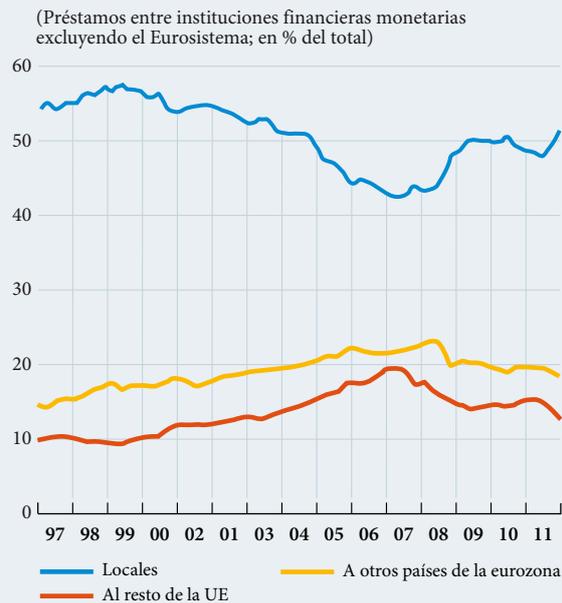
En un clima de complacencia respecto a esta estrategia, irrumpió la grave y persistente crisis que se inició en 2008 en Estados Unidos y se recrudeció desde 2009 con los problemas de Grecia y luego los de otros países de la periferia. La dinámica constructiva de integración financiera se truncó en seco, y posteriormente ha revertido. De entrada, afloraron las insuficiencias y disfunciones del entramado institucional existente. Además, las respuestas que las autoridades fueron dando sobre la marcha con frecuencia no hicieron sino acentuar la fragmentación. El epicentro de los problemas se ha localizado en el núcleo del sistema financiero europeo: los bancos. El hecho de que la red de seguridad sobre la que opera la banca sea de alcance nacional en lugar de comunitaria ha sido determinante en el repliegue de las entidades al interior de sus fronteras. Así, los dispositivos de seguro de depósitos son distintos y separados para cada país. Igualmente, los rescates de entidades se han operado a nivel nacional, salvo en casos excepcionales (como los de Dexia y Fortis) que han necesitado acuerdos bilaterales entre los gobiernos afectados, pero lejos de implicar una solución colectiva. Igualmente, la función de prestamista de última instancia por parte del BCE ha topado con el fatal problema de la ausencia de una autoridad fiscal central con suficiente capacidad como para respaldar sus riesgos. En consecuencia, parte de la liquidez se ha proporcionado bajo el régimen ELA (Emergency Liquidity Assistance), en virtud del cual es el banco central del país afectado quien asume el riesgo. Este tipo de desarrollos han dado pie a un proceso severo de desintegración o segmentación de mercados, especialmente agudo en los de financiación mayorista de los bancos (mercados monetario y de bonos), y por extensión en el de deuda soberana, poniendo en marcha un perverso bucle de retroalimentación.

INDICADORES DE PRECIOS Y DE CANTIDADES MUESTRAN UNA CLARA SEGMENTACIÓN DEL MERCADO INTERBANCARIO

Dispersión de los tipos de interés interbancarios entre los países de la eurozona



Reparto de los préstamos interbancarios según país de residencia de la contraparte



FUENTE: Banco Central Europeo.

Muchos observadores opinan que esta involución evidencia el fracaso de la estrategia de integración adoptada durante 20 años, calificándola de ingenua o simplemente errónea en su diseño técnico.⁽⁶⁾ Una visión más benevolente considera que se trató de una opción pragmática y sutil, dadas las reticencias políticas a aceptar las implicaciones fiscales de implantar a nivel comunitario la red de seguridad bancaria. En este sentido se puede decir que la estrategia ha funcionado, conduciéndonos a una situación de emergencia que sería la única manera de hacer saltar los resortes de decisiones políticas comprometidas. Posiblemente las dos lecturas son parcialmente válidas. Sea como fuere, ahora es prementoria la necesidad de actuar. De hecho, las autoridades ya han reaccionado con la formulación de nuevas propuestas: la denominada «unión bancaria», cuyos elementos principales⁽⁷⁾ son analizados en el resto de recuadros de este volumen. Se confía en que estas reformas sirvan de revulsivo para reanudar el camino de la integración, corrigiendo los errores o disfunciones del pasado y reforzando las enseñanzas positivas. Determinación política y acierto técnico serán cruciales para superar la trampa de «una moneda, varios mercados» en la que nos hemos deslizado.

(6) De hecho, no faltaron las advertencias previas sobre las debilidades del modelo adoptado, por ejemplo en Dermine, J., «European Banking Integration: Don't Put the Cart Before the Horse», *Journal of Financial Markets, Institutions and Instruments*, Vol. 15 (2), 2006.

(7) Dichos elementos son, de un lado, los que configuran la red de seguridad (en particular, el seguro de depósitos y los mecanismos de recuperación y resolución de crisis bancarias) y, de otro, los que permiten controlar el comportamiento de los bancos (la regulación y la supervisión).

*Este recuadro ha sido elaborado por Avelino Hernández
Departamento de Mercados Financieros, Área de Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"*