

Resumen

Los indicadores utilizados muestran que con la crisis se ha producido un retroceso en la integración de los mercados financieros europeos que ha sido especialmente perjudicial para los países que han sufrido con mayor virulencia la crisis de la deuda soberana. La desintegración ha provocado que los tipos de interés bancarios respondan mucho más a la prima de riesgo de la deuda soberana que a los tipos de intervención del BCE, lo que ha dado lugar a una Europa de dos velocidades en términos del coste de la financiación. En este contexto, es fundamental avanzar hacia la unión bancaria que exige, no solo el mecanismo único de supervisión, sino una autoridad y fondo único de resolución y un fondo europeo de garantía de depósitos. Mientras que la autoridad de resolución no tenga autonomía financiera, ni la unión bancaria ni la económica y monetaria serán «genuinas».

Palabras clave: integración financiera, unión bancaria.

Abstract

The indicators show that there has been a set-back in the integration of European financial markets due to the crisis, that has been particularly damaging for the countries that suffered the most from the sovereign debt crisis. Such desintegration has caused bank interest rates to respond much more to the sovereign debt risk premium than to the ECB intervention rates, which has resulted in a two-speed Europe in terms of financing costs. In this context, it is essential to move towards a banking union which demands, not only a single supervisory mechanism, but also an authority and single resolution fund and a European deposit guarantee fund. As long as the resolution authority has no financial autonomy, neither the banking nor the economic and monetary union will be «genuine».

Key words: financial integration, banking union.

JEL classification: F36, G20.

DE LA INTEGRACIÓN A LA DESINTEGRACIÓN FINANCIERA EN EUROPA: LA IMPORTANCIA DE LA UNIÓN BANCARIA (*)

Joaquín MAUDOS

Universidad de Valencia e Ivie

I. INTRODUCCIÓN

EN junio de 2012, el presidente del Banco Central Europeo (BCE) pronunció la tan famosa frase de «Haré todo lo que haya que hacer y, créanme, será suficiente» para salvar el euro. Esta frase, que ha supuesto un punto de inflexión en el devenir del euro y en la escalada de las primas de riesgo de un buen número de países, es el mejor reflejo de la grave situación en la que se encontraba la UEM en ese momento.

La crisis de la deuda soberana que arrancó en 2010 con el rescate de Grecia también supuso otro punto de inflexión en el grado de estabilidad financiera de la eurozona. Dos años antes, en septiembre de 2008, la quiebra de Lehman Brothers desestabilizó los mercados financieros a nivel mundial, iniciándose en Europa una ruptura en el avance que hasta ese momento se había producido en el grado de integración financiera. El importante avance que se había conseguido con la puesta en marcha del euro en 1999 y un ambicioso plan de acción de los servicios financieros permitió iniciar un continuo proceso de convergencia en los tipos de interés en la UEM, así como una caída en el sesgo doméstico de las carteras de inversión y un aumento en el negocio transfronterizo entre los distintos países

del euro. Pero con la llegada de la crisis ese proceso se interrumpió como consecuencia de la falta de confianza que reinaba en los mercados. Los inversores comenzaron a discriminar en función del país emisor de los activos, aumentando enormemente las diferencias de tipos de interés para productos similares, y se produjo una caída en el negocio transfronterizo entre los países europeos. Las intervenciones puntuales del BCE y las acciones que se iban adoptando, permitían recuperar parte del terreno perdido en materia de integración, si bien los niveles nunca volvieron a los existentes antes del estallido de la crisis.

Los mercados mayoristas, que son los que antes de la crisis alcanzaron el mayor grado de integración, fueron los más duramente golpeados, aumentando exponencialmente las diferencias de tipos de interés en el mercado interbancario. En el mercado de la deuda pública, la crisis de la deuda soberana produjo un fuerte aumento de la prima de riesgo de los países más cuestionados, algunos de los cuales tuvieron que ser intervenidos y otros sufrieron el contagio de los anteriores. En cambio, en los mercados minoristas que habían alcanzado un grado de integración mucho más reducido, la crisis afectó con menor intensidad, si bien también aumentó la importancia relativa

del negocio doméstico y la divergencia de tipos de interés entre países.

Este proceso de desintegración o fragmentación del mercado financiero europeo ha tenido consecuencias negativas en distintos ámbitos y ha supuesto una rémora para la recuperación económica. Así, por ejemplo, se ha roto el canal de transmisión de la política monetaria, tal y como reconoció recientemente el propio presidente del BCE, el señor Draghi. Con la desintegración, los tipos de interés bancarios responden de forma bien distinta en los diferentes países de la UEM, ya que esos tipos están fuertemente influenciados por la prima de riesgo de la deuda soberana.

El mejor ejemplo de las graves consecuencias de la desintegración financiera y de la necesidad de recuperar la estabilidad y de ser «más Europa» es el comunicado conjunto de diciembre de 2012 del Consejo Europeo, la Comisión Europea y el BCE «Hacia una genuina unión económica y monetaria», donde se detallaba la hoja de ruta a la que se habían comprometido en otro comunicado de junio de ese año. Pues bien, uno de los pilares principales de la hoja de ruta es la integración financiera y, más concretamente, la unión bancaria.

En este contexto, el objetivo de este artículo es analizar la evolución de la integración de los mercados financieros europeos, poniendo el énfasis en el impacto de la crisis iniciada a mediados de 2007. Para ello, y en función de diversos indicadores, se analiza la evolución y el grado de integración de los principales segmentos del mercado financiero, distinguiendo entre los mayoristas (interbancario y deuda) y minoristas (bancarios). A partir de la evi-

dencia obtenida, se muestra la importancia de acelerar la construcción de la unión bancaria, sobre todo por las negativas consecuencias que la desintegración financiera está teniendo en las condiciones de financiación de los países que han sufrido con mayor virulencia el impacto de la crisis de la deuda soberana.

Además de esta introducción, el artículo se divide en cuatro secciones. La sección II analiza la evolución del proceso de integración de los mercados financieros europeos desde el nacimiento del euro, poniendo especial énfasis en analizar el impacto de la crisis. La sección III muestra una de las dimensiones de la llamada Europa de las dos velocidades: las enormes diferencias existentes en las condiciones de acceso a la financiación de los llamados *distressed countries*, que constata el análisis de las diferencias de tipos de interés bancarios entre estos países y el resto de la UEM. La sección IV describe los elementos necesarios para la construcción de la unión bancaria. Finalmente, la sección V contiene las conclusiones y una reflexión del estado de la cuestión de la unión bancaria.

II. EL IMPACTO DE LA CRISIS EN LA EVOLUCIÓN DE LA INTEGRACIÓN FINANCIERA

¿Cuándo decimos que un mercado financiero está integrado? Un mercado es único cuando todos los participantes pueden acceder a los productos y servicios financieros en igualdad de condiciones con independencia de su localización geográfica. Para ello es necesario: a) que la regulación sea la misma; b) que se cumpla la ley de un solo precio por la que los precios de productos con similares características en términos

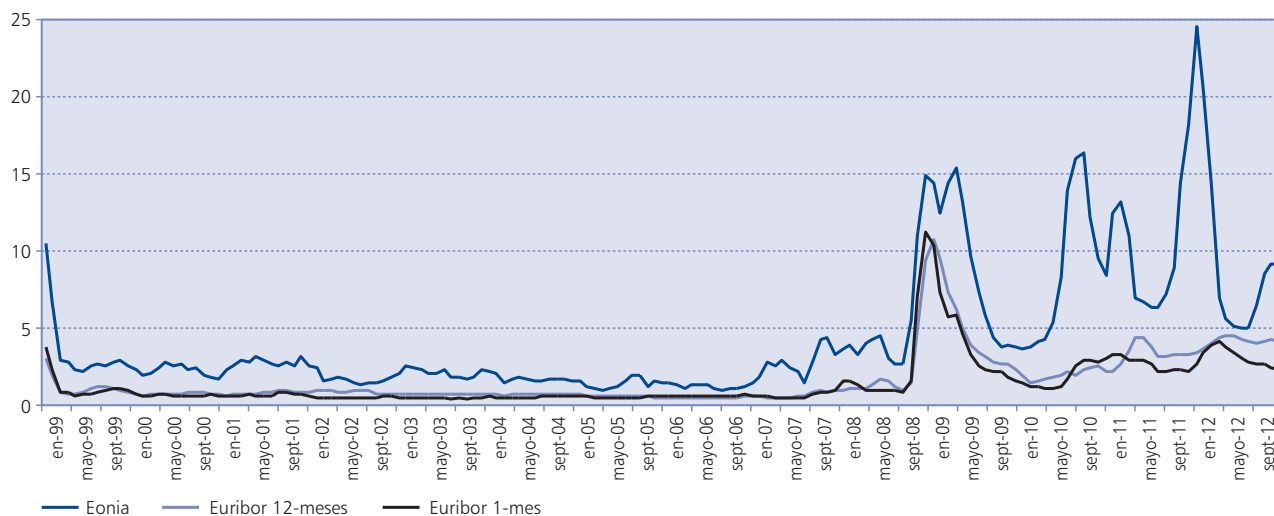
de vencimiento y riesgo deben ser similares; y c) que no haya un sesgo doméstico en las transacciones, por lo que conforme avanza la integración debería observarse una mayor presencia de activos extranjeros en las carteras de los inversores y un aumento en la importancia relativa de las operaciones transfronterizas con el resto de países del mercado único.

Para analizar el grado de integración es práctica habitual utilizar tres tipos de indicadores. En primer lugar, las desigualdades entre países de los precios de los productos financieros para así valorar el grado de cumplimiento de la ley del precio único. En segundo lugar, indicadores basados en cantidades, y, en concreto, la importancia relativa del negocio transfronterizo. Y en tercer lugar, otros indicadores que aportan información sobre el grado de integración, como la cuota de mercado de los operadores extranjeros en los mercados nacionales o el sesgo doméstico de los portafolios de los inversores institucionales.

1. Mercados mayoristas

Los informes que publica regularmente el BCE (el último en el momento de redactar estas líneas, abril de 2013) muestran que el grado de integración es muy superior en los mercados mayoristas que en los minoristas. En el primer caso, el mercado interbancario ha sido duramente golpeado por la crisis, tal y como muestra la evolución de las diferencias de tipos de interés entre países. Así, el gráfico 1, que muestra la desviación típica de los tipos de interés a los que se cruzan operaciones entre los bancos de cada país, nos indica que incluso antes de la puesta en marcha del euro los mercados ya anticiparon la con-

GRÁFICO 1
DESVIACIÓN TÍPICA DE LOS TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO INTERBANCARIO DE LOS PAÍSES DEL EURO



Fuente: Banco Central Europeo (BCE).

vergencia nominal que se iba a producir, por lo que meses antes empezó a disminuir la diferencia de tipos de interés entre países. La desviación típica permaneció en niveles reducidos hasta septiembre de 2008, en que la quiebra de Lehman Brothers desestabilizó los mercados, generalizándose una desconfianza que repercutió al alza en las diferencias de tipos de interés en la zona del euro, sobre todo en el segmento no asegurado. Posteriormente, en 2010, con el estallido de la crisis de la deuda soberana, las desigualdades de tipos volvieron a aumentar y solo se atenuaron con las acciones del BCE, sobre todo con las subastas extraordinarias realizadas a finales de 2011 y principios de 2012, que permitieron a muchos bancos hacer frente a sus problemas de liquidez tras el cierre de los mercados mayoristas de financiación. Ya en 2012, en la primera mitad prosiguió el proceso de desintegración, si bien en la segunda

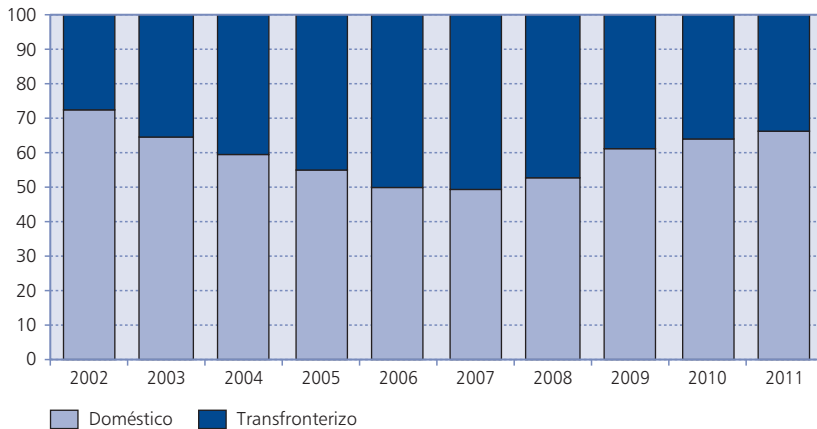
mitad las condiciones cambiaron por completo por varios motivos: las actuaciones del BCE con medidas no convencionales y el anuncio de la famosa frase del señor Draghi mencionada en la introducción; la puesta en marcha del programa de compra de deuda en los mercados secundarios (OMT, en sus siglas en inglés), y el comunicado conjunto del Consejo Europeo-Comisión Europea-BCE a favor del euro.

Un indicador que también muestra el retroceso en la integración financiera en el mercado interbancario es el análisis del origen geográfico del colateral utilizado en las transacciones. Así, como muestra el gráfico 2, si bien hasta 2007 aumentó la importancia relativa del colateral transfronterizo hasta alcanzar un 51 por 100 del total, en los años siguientes el porcentaje cayó hasta un 34 por 100 a finales de 2011. Algo similar ocurre en términos del origen

geográfico del contraparte, pues, como señala el BCE (2013), los tipos de interés son superiores en los países que han sufrido en mayor grado las consecuencias de la crisis de la deuda soberana (los llamados *distressed countries*). De esta forma se rompe el canal de transmisión de la política monetaria, ya que los tipos bancarios responden de muy distinta forma en los diferentes países del euro.

En el caso de los mercados de deuda, el correspondiente a la deuda pública ha acusado con intensidad la crisis de la deuda soberana, donde la prima de riesgo de algunos países se ha disparado, tanto en los países intervenidos como en otros periféricos. Así, como muestra el gráfico 3, la desviación típica de los tipos de interés de la deuda a diez años se multiplicó por cuatro de septiembre de 2008 a marzo de 2009, y siguió aumentando hasta alcanzar un valor máximo en el primer

GRÁFICO 2
DISTRIBUCIÓN PORCENTUAL DEL COLATERAL UTILIZADO EN EL CRÉDITO DEL EUROSISTEMA

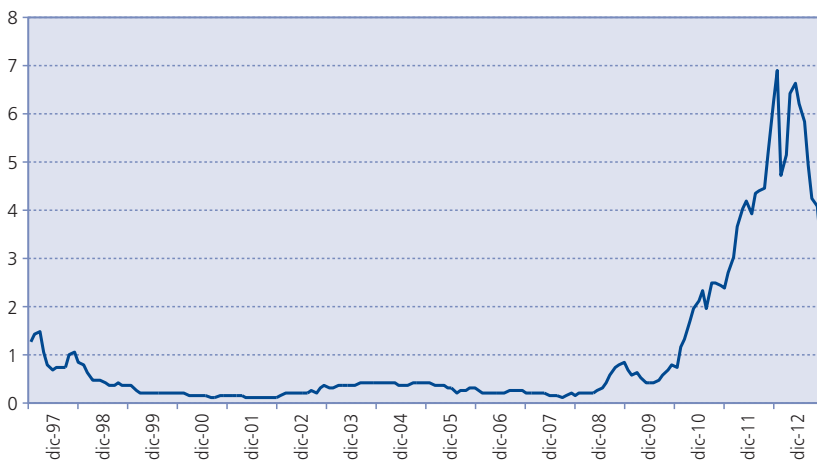


Fuente: Banco Central Europeo (BCE).

trimestre de 2012. Es a partir de junio de 2012 donde, como consecuencia del decidido apoyo a favor del euro con los anuncios

del BCE y el comunicado conjunto mencionado anteriormente marcando la hoja de ruta hacia la genuina unión económica y mo-

GRÁFICO 3
DESVIACIÓN TÍPICA DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE LA DEUDA PÚBLICA ENTRE PAÍSES DE LA UE-15



Fuentes: Banco de España y Banco Central Europeo (BCE).

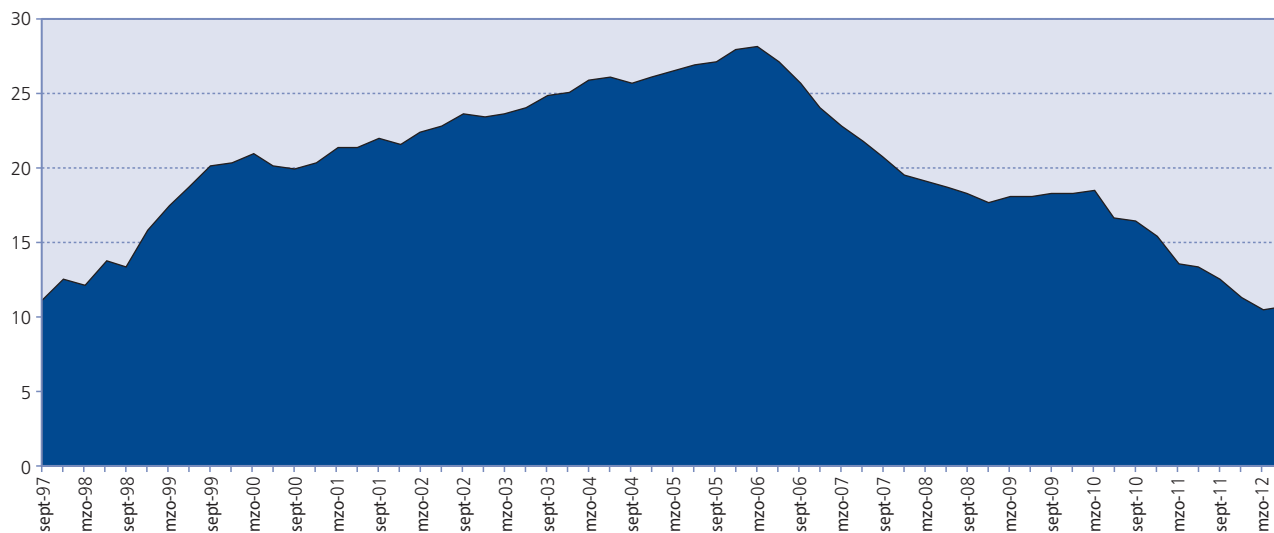
netaria, la situación se relaja, si bien los niveles actuales de las diferencias de tipos de interés entre países se sitúan muy por encima a los existentes antes de la crisis.

La información sobre tipos de interés puede complementarse con otra información basada en cantidades para analizar la evolución de la integración en el mercado de la deuda soberana. Es importante en este caso ver si con la crisis de la deuda soberana se ha producido una huida de deuda de los países periféricos, ya que el simple aumento de la dispersión de los tipos de interés entre países no implica necesariamente una menor integración, ya que el tipo de interés incluye la prima de riesgo que exige el inversor.

El análisis complementario basado en cantidades puede realizarse para el caso concreto de las tenencias de deuda pública por parte de la banca, ya que el BCE ofrece información desagregada del balance de las instituciones financieras monetarias (IFM) de los países de la UEM. Con estos datos, el gráfico 4 muestra que hasta mediados de 2005 aumentó la importancia relativa de la deuda pública emitida por el resto de países de la UEM y de la UE, lo que es un signo del avance en la integración. En cambio, en los años siguientes, la importancia relativa ha disminuido hasta situarse a finales de 2012 en el 11 por 100. Es importante advertir que este porcentaje es el más bajo desde 1997, por lo que se ha producido un completo retroceso en el avance previo de la integración.

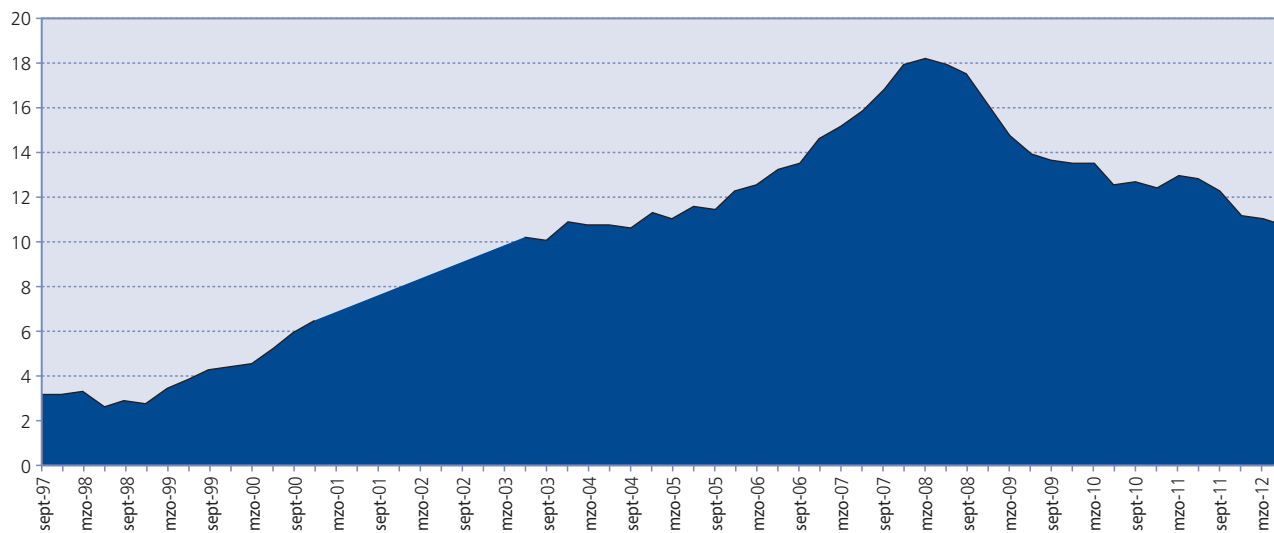
En el caso de la deuda privada no financiera, la integración también ha disminuido con la crisis. Así, según muestra el gráfico 5, el porcentaje que la deuda privada emitida por otros países de

GRÁFICO 4
PORCENTAJE DE LA RENTA PÚBLICA EMITIDA POR OTROS PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO
SOBRE EL TOTAL DE LA DEUDA PÚBLICA DE LAS IFM



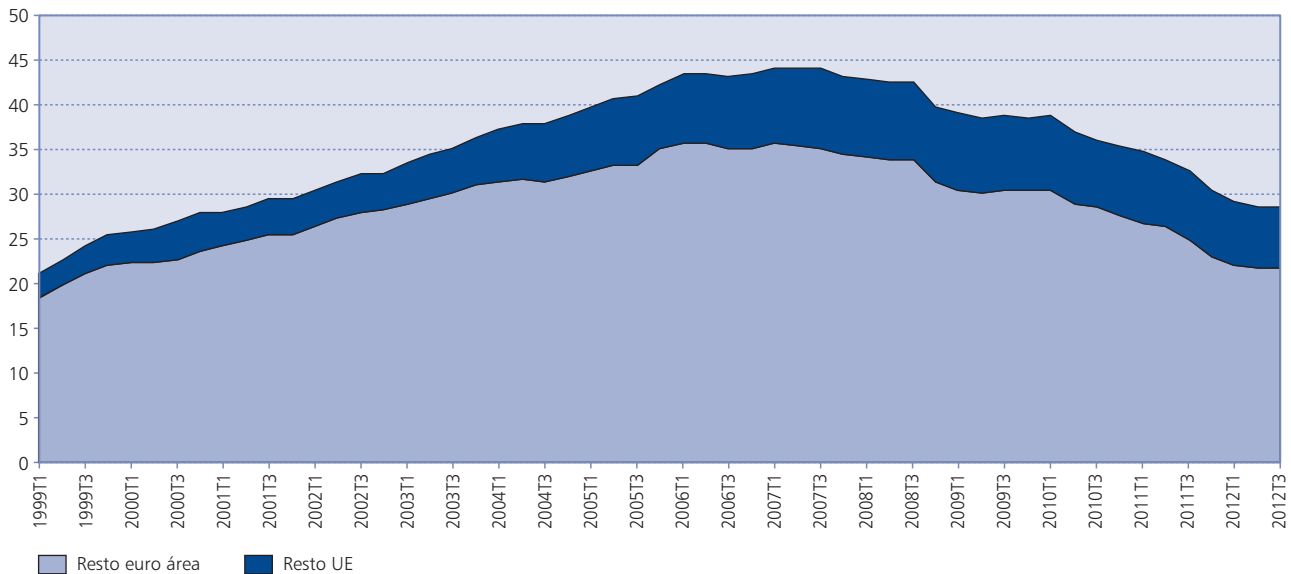
Fuente: Banco Central Europeo (BCE).

GRÁFICO 5
PORCENTAJE DE LA RENTA PRIVADA NO FINANCIERA EMITIDA POR OTROS PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO
SOBRE EL TOTAL DE LA DEUDA PRIVADA NO FINANCIERA DE LAS IFM



Fuente: Banco Central Europeo (BCE).

GRÁFICO 6

**PORCENTAJE DE LA RENTA FIJA EMITIDA POR OTROS PAÍSES DE LA ZONA EURO/UE
SOBRE EL TOTAL DE LA RENTA FIJA DE LAS IFM**


Fuente: Banco Central Europeo (BCE).

la UEM representa en el total de la deuda privada de las IFM se multiplicó por seis de 1997 a finales de 2007, alcanzando un valor máximo del 18 por 100. En cambio, en los años siguientes el porcentaje ha ido disminuyendo hasta situarse en junio de 2012 en el 11 por 100, regresando así a la situación existente a mediados de 2004.

Si incluimos adicionalmente la deuda emitida por otras IFM (gráfico 6), se ha producido una caída en la importancia relativa de las tenencias de deuda emitida por emisores de la zona del euro/EU desde mediados de 2007. Desde esa fecha, el peso de la deuda emitida por otros socios de la UE ha caído de un 44 a un 29 por 100. La mayor caída tiene lugar en la tenencia de deuda emitida por el sector privado no financiero, siendo el porcentaje

actual similar al existente en 1999.

En el mercado de capitales, el BCE nos ofrece en sus indicadores de integración la desviación típica de las rentabilidades implícitas en los índices bursátiles de las plazas europeas. Como muestra el gráfico 7, las diferencias disminuyeron a más de la mitad de 1999 a 2005, se mantuvieron en ese nivel más reducido unos meses y repuntaron posteriormente hasta finales de 2008. Desde entonces se han mantenido estables, lo que implica que la reciente crisis no ha impactado en el grado de integración del mercado de capitales, si bien la integración no ha avanzado.

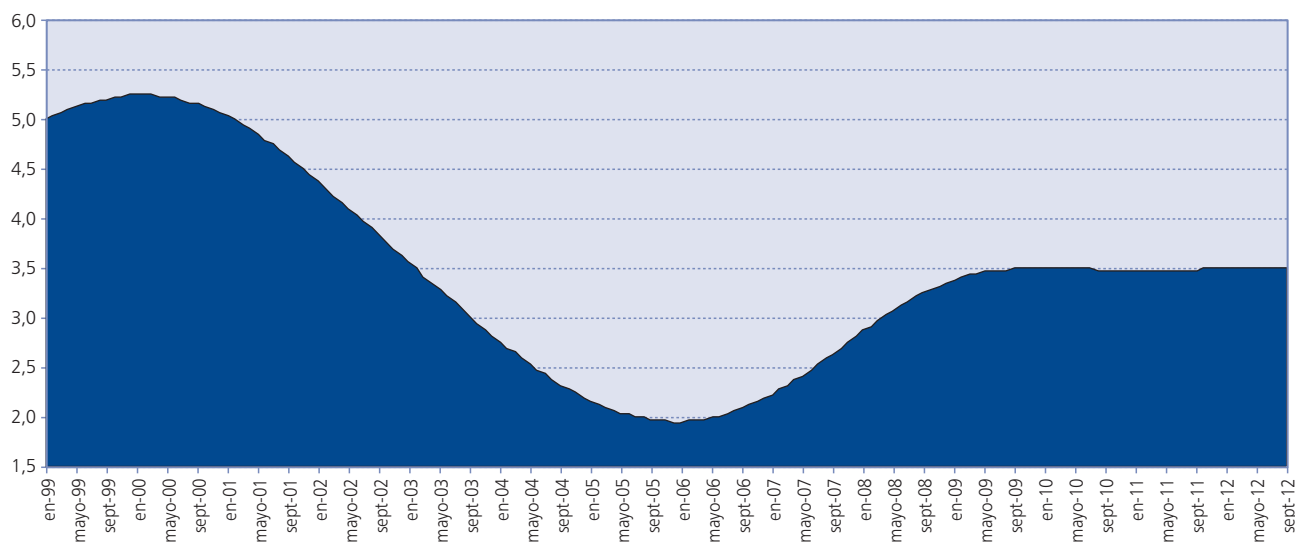
Una visión similar de la integración de los mercados de capitales europeos se obtiene si analizamos la evolución del peso

que la renta variable emitida por otros países de la UE tiene en el total de la renta variable existente en los balances de las IFM europeas. Así, como muestra el gráfico 8, de 1999 a principios de 2008 el grado de integración avanzó, aumentando en 10 puntos porcentuales el peso de la renta variable emitida por países de la UE en el total de la renta variable de las IFM europeas. Posteriormente se ha mantenido estable en torno a un 22-23 por 100, para disminuir, pero solo marginalmente, en 2012. Por tanto, más que hablar de retroceso en la integración de los mercados de capitales, con la crisis hay que hablar de paralización del avance en la integración.

2. Mercados bancarios

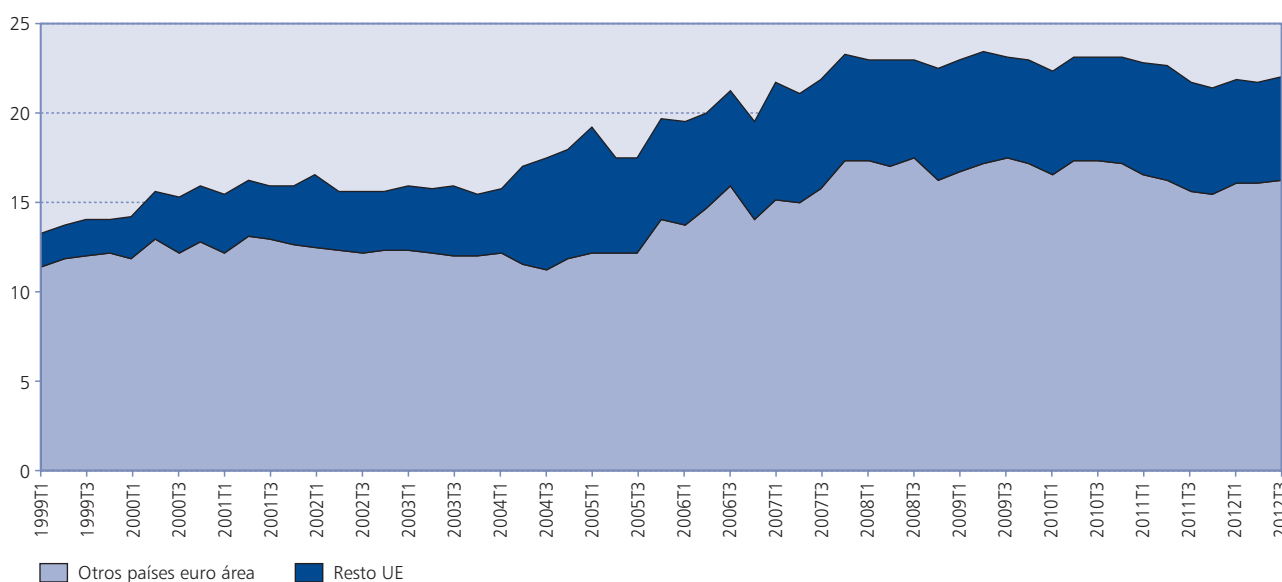
En el contexto de este número especial de *Papeles de Economía*

GRÁFICO 7
DESVIACIÓN TÍPICA DE LAS RENTABILIDADES IMPLÍCITAS EN LOS ÍNDICES BURSÁTILES DE LA UEM



Fuente: Banco Central Europeo (BCE).

GRÁFICO 8
PESO DE LA RENTA VARIABLE EMITIDA POR PAÍSES DE LA UEM EN EL TOTAL DE LA RENTA VARIABLE DE LAS IFM DE LA ZONA DEL EURO



Fuente: Banco Central Europeo (BCE).

Española dedicado a la unión bancaria adquiere especial interés analizar la evolución de la integración de los mercados bancarios, máxime teniendo en cuenta que en muchos países europeos la financiación bancaria es con diferencia la más importante, siendo además fundamental el papel de los bancos en el mecanismo de transmisión de la política monetaria.

Como se muestra a continuación, nuevamente el grado de integración es muy superior en los segmentos mayoristas que en los minoristas, y esto es algo que se constata sobre todo analizando el peso relativo de las operaciones transfronterizas en el total. Pero antes de hacer este análisis basado en cantidades, nos vamos a detener en analizar el grado de cumplimiento de la ley de un solo precio, utilizando para ello la información que con carácter mensual y desde 2003 ofrece el BCE sobre tipos de interés de operaciones bancarias. En concreto, utilizamos los tipos referidos a las nuevas operaciones, ya que reflejan con mucho más acierto el impacto de la crisis.

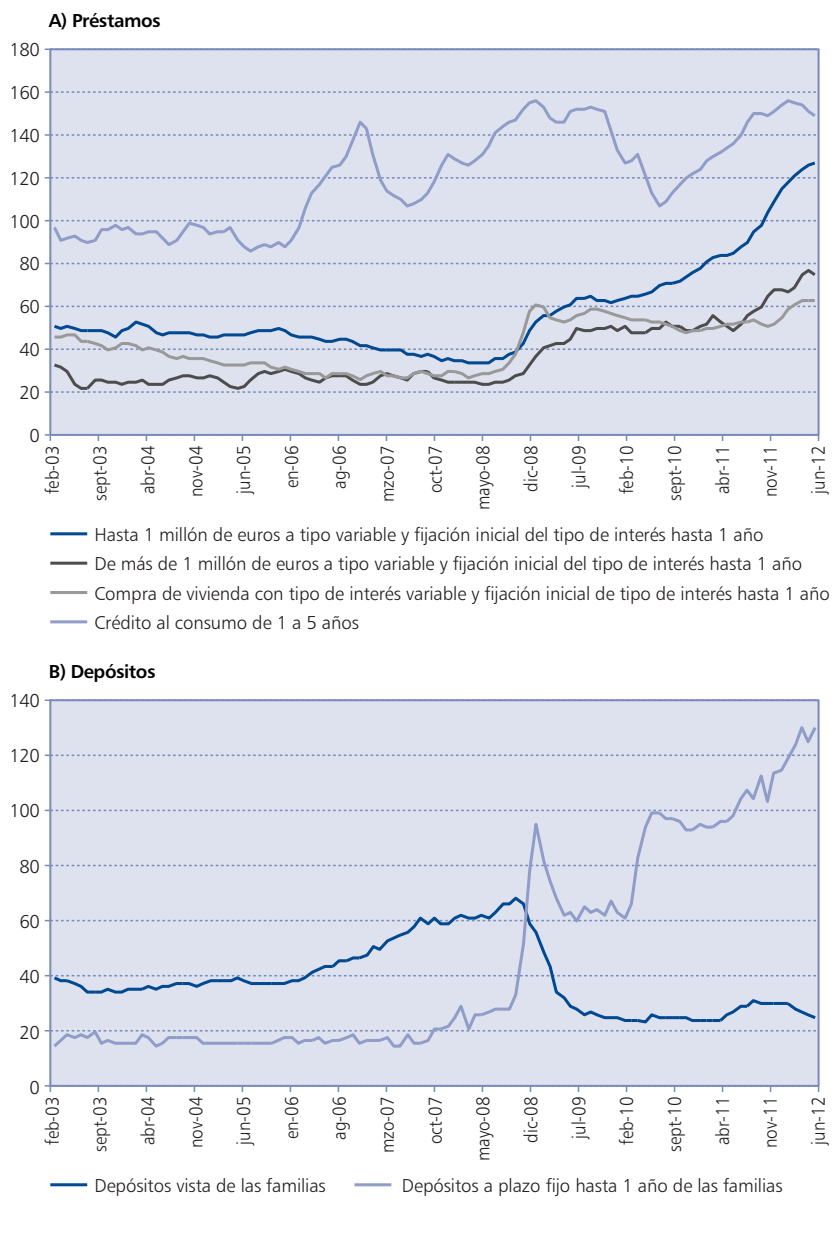
El gráfico 9 muestra la evolución de la desviación típica de los tipos de interés de los préstamos bancarios que fijan los distintos sectores bancarios de la UEM. En la parte superior el gráfico muestra la evolución tanto para los préstamos a las empresas como a las familias. En el caso de las empresas, las diferencias entre países son más reducidas, por lo que el grado de integración es mayor. La desviación típica es mayor en los préstamos de menos de un millón de euros, que son los típicos de las operaciones minoristas con pequeñas y medianas empresas. Es en el préstamo al consumo de las familias donde las diferencias de tipos de interés

entre países son mayores. En el caso de las hipotecas para la compra de vivienda de las familias, la desviación típica es más reducida y de un valor muy similar

a la del préstamo a las grandes empresas.

Si prestamos atención a la evolución temporal, en el gráfico ob-

GRÁFICO 9
DESVIACIÓN TÍPICA DE LOS TIPOS DE INTERÉS (NUEVAS OPERACIONES) DE LOS PRÉSTAMOS Y DEPÓSITOS BANCARIOS EN LOS PAÍSES DE LA UE



Fuente: Banco Central Europeo (BCE).

servamos que en el caso de los préstamos a las empresas y a la compra de vivienda de las familias, en la segunda mitad de 2008, coincidiendo con la quiebra de Lehman Brothers, se produce un salto en la desviación típica de los tipos de interés, de forma que las desigualdades se triplican en muy poco tiempo. Posteriormente, en el caso de los préstamos de menos de un millón de euros, se inicia una escalada ininterrumpida de forma que se alcanza la máxima divergencia de tipos de interés en el último dato disponible referido a junio de 2012. En ese momento la desviación típica es casi cuatro veces superior a la existente antes de la crisis. En los préstamos a las empresas de mayor importe, también la desviación típica aumenta en el periodo de crisis, alcanzándose las mayores desigualdades de tipos en junio de 2012. En las hipotecas, también el último dato es el mayor de toda la serie.

En el caso de los depósitos bancarios, y centrándonos en las familias, el panel inferior del gráfico 9 muestra un comportamiento bien dispar en el caso de los depósitos a plazo y en los depósitos a la vista. Así, mientras que en el primer caso se produce un proceso de divergencia en los tipos de interés que aplican los distintos países de la UEM desde mediados de 2008, en los depósitos a la vista el comportamiento es justo el contrario. El impacto de la crisis en el retroceso del grado de integración es muy intenso en los depósitos a plazo, ya que la desviación típica en 2012 es seis veces superior a la de antes de la crisis.

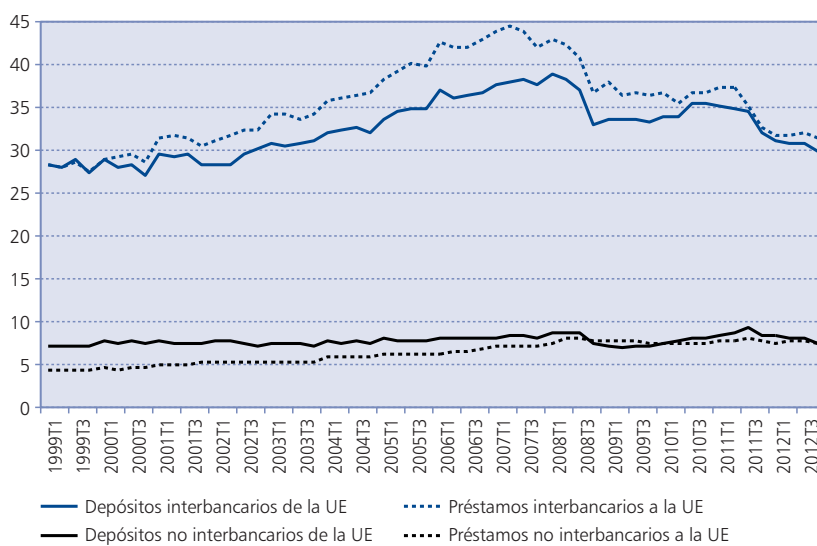
El retroceso en el grado de integración de los mercados bancarios, así como el menor nivel de integración de los mercados minoristas, también se pone de manifiesto cuando analizamos la importancia relativa del negocio

transfronterizo con el resto de países de la UEM. Como muestra el gráfico 10, la importancia del negocio *cross-border* es muy superior en los préstamos y depósitos interbancarios que en el segmento minorista. En el primer caso, el negocio transfronterizo con otros países del euro aumentó hasta mediados de 2007, hasta alcanzar porcentajes máximos del 44 y el 38 por 100 en préstamos y depósitos, respectivamente. Desde esos máximos se produjo una brusca caída hasta finales de 2008 para, tras unos trimestres de estabilidad, volver a caer hasta alcanzar un porcentaje del 30 por 100 a finales de 2012, regresando así a los niveles de 2002. En el caso de los préstamos y depósitos no interbancarios, el negocio *cross-border* aumentó hasta mediados de 2008, con mayor intensidad en los préstamos que en los depósitos hasta alcanzar porcentajes máximos en torno al

8 por 100. En diciembre de 2012 el peso relativo de ese negocio se sitúa tanto en préstamos como en depósitos en el 7,5 por 100.

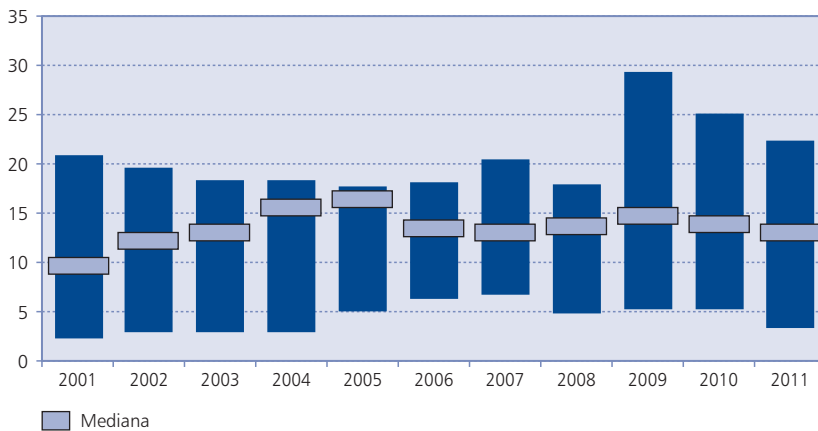
Otro indicador que aporta información sobre la evolución de la integración de los mercados bancarios europeos es la cuota de mercado de los bancos extranjeros en los mercados nacionales. Utilizando la información que ofrece el BCE, en el gráfico 11 aparecen representados las medianas y los rangos intercuartílicos (del primer al tercer cuartil) de la cuota de mercado de la banca extranjera de otros países de la UEM (sucursales y filiales) en los mercados nacionales. Se observa que el negocio de la banca extranjera aumentó de 1999 a 2008, pero ya en el periodo de crisis la cuota ha estado cayendo, a la vez que ha aumentado la dispersión entre países, como refleja el mayor rango intercuartílico.

GRÁFICO 10
PESO DEL NEGOCIO TRANSFRONTERIZO CON LA UE EN EL TOTAL DE LA IFM EUROPEAS (PORCENTAJE)



Fuente: Banco Central Europeo (BCE).

GRÁFICO 11
**CUOTA DE MERCADO DE LA BANCA DE OTROS PAÍSES
 DE LA UEM EN LOS MERCADOS NACIONALES
 (RANGO INTERCUARTÍLICO Y MEDIANA)**



Fuente: Banco Central Europeo (BCE).

III. LA RUPTURA DEL MERCADO ÚNICO: PAÍSES PERIFÉRICOS VS. NO PERIFÉRICOS

Tal y como ponen de manifiesto los informes más recientes del BCE (como el *Informe Anual* o el *Informe sobre la Integración Financiera*), la crisis que comenzó a mediados de 2007, y que se ha recrudecido en el episodio de la crisis de la deuda soberana a mediados de 2010, ha supuesto una ruptura en la UEM, de forma que las condiciones en el acceso a la financiación (tanto del sector público como del privado), así como el crecimiento de la economía real, difiere ampliamente entre los países que están sufriendo con mayor intensidad la crisis y el resto de países. El primer grupo, llamado en ocasiones periféricos o *distressed countries*, está formado por los países hasta ahora intervenidos (Grecia, Irlanda, Portugal y Chipre), los que han necesitado asistencia financiera

para la reestructuración bancaria (España) y otros países que han visto aumentar sus primas de riesgo (Italia, Malta y Eslovenia).

Un primer indicador de esta Europa de las dos velocidades la ofrece el cuadro n.º 1, en el que se muestra la evolución de 2007 a 2012 de los tipos de interés bancarios a los que se financian tanto las empresas como las economías domésticas en operaciones nuevas, así como para los depósitos vista y a plazo (a un año) de las familias. En el cuadro se muestran las medias de los tipos de interés (porcentajes) de los *distressed countries*, del resto de países y de la zona del euro, así como la diferencia en puntos básicos y en porcentaje entre los *distressed* y el resto de países de la UEM. Debe advertirse que se utilizan los datos disponibles en cada año y para cada operación bancaria, ya que los países en ocasiones difieren en el tiempo y entre productos.

En el caso de los préstamos bancarios a las empresas, se observa claramente que, si bien hasta 2008 los países periféricos soportaban un coste de la financiación ligeramente más elevado que el resto de países, la diferencia era reducida y en ningún caso superó los 70 puntos básicos (pb). Sin embargo, en 2009 la diferencia ya se acerca a los 150 pb en los préstamos de menos de un millón de euros y en 2010 también para los de mayor importe. En 2012, utilizando el promedio de los datos mensuales, las empresas de los países periféricos soportan un tipo de interés en un préstamo bancario 272 pb por encima de las del resto de países, lo que supone un 90 por 100 más. En los préstamos de mayor cuantía, la diferencia es del 211 pb, lo que supone pagar un 91 por 100 más.

En 2012, las economías domésticas de los países más castigados por la crisis soportan un tipo de interés en un préstamo para la compra de vivienda que es 57 pb superior al resto de países de la UEM, es decir, un 18 por 100 superior. En los años anteriores la diferencia era muy reducida pero creciente. En el caso del préstamo al consumo, mientras que hasta 2010 los países periféricos soportaban un tipo de interés más alto que llegó a 119 pb en 2009, en 2011 y 2012 la situación es la contraria. Sin embargo, esta comparativa se ve influenciada por el elevado tipo de interés de Estonia en 2011 y 2012, de forma que, si se excluye, los países periféricos siguen soportando tipos de interés más elevados.

Si centramos la atención en los productos pasivos, los bancos de los países periféricos remunerarán en mayor medida los depósitos a plazo, siendo la diferencia

CUADRO N.º 1

TIPOS DE INTERÉS DE OPERACIONES NUEVAS

	Préstamo de menos de 1 millón de euros a empresas				Préstamo de más de 1 millón de euros a empresas			
			Diferencia				Diferencia	
	Distressed	Resto	Puntos básicos	%	Distressed	Resto	Puntos básicos	%
2007	6,02	5,55	46,7	8,4	5,46	4,85	61,0	12,6
2008	6,68	5,98	69,9	11,7	5,82	5,26	55,8	10,6
2009	5,01	3,55	145,7	41,0	3,82	2,67	115,3	43,3
2010	4,81	3,24	157,1	48,5	3,72	2,37	134,4	56,6
2011	5,54	3,50	203,9	58,2	4,50	2,88	161,9	56,3
2012	5,75	3,03	271,8	89,6	4,43	2,31	211,5	91,5
	Préstamo al consumo				Préstamo para la compra de vivienda			
			Diferencia				Diferencia	
	Distressed	Resto	Puntos básicos	%	Distressed	Resto	Puntos básicos	%
2007	7,77	6,67	110,5	16,6	4,89	5,14	-25,1	-4,9
2008	8,45	7,23	121,7	16,8	5,54	5,52	2,2	0,4
2009	7,34	6,15	118,8	19,3	3,59	3,56	3,0	0,8
2010	6,79	6,12	67,2	11,0	3,10	3,00	10,4	3,5
2011	6,85	7,80	-95,4	-12,2	3,72	3,33	39,0	11,7
2012	7,00	8,27	-126,5	-15,3	3,65	3,08	56,9	18,5
	Depósitos vista				Depósitos a plazo			
			Diferencia				Diferencia	
	Distressed	Resto	Puntos básicos	%	Distressed	Resto	Puntos básicos	%
2007	0,88	1,50	-62,4	-41,6	3,48	3,82	-33,6	-8,8
2008	1,04	1,30	-25,8	-19,9	4,29	4,15	14,9	3,6
2009	0,53	0,58	-5,3	-9,1	2,51	1,51	100,6	66,9
2010	0,41	0,42	-1,3	-3,1	2,31	1,31	99,4	75,8
2011	0,44	0,48	-4,4	-9,2	2,95	1,70	125,6	74,0
2012	0,42	0,43	-1,0	-2,4	3,14	1,42	171,9	120,9

Fuente: Banco Central Europeo (BCE) y elaboración propia.

superior a los 100 pb en 2011 y 2012, hasta llegar en este último año a 172 pb. Esta diferencia en 2012 implica un sobrecoste para los bancos de los países periféricos del 121 por 100, es decir, más del doble que el resto de bancos de la eurozona. Este hecho refleja que los problemas que la banca de los países periféricos tienen a la hora de acceder a la financiación en los mercados mayoristas implica que tienen que recurrir a los depósitos como fuente básica de financiación, lo que les obliga a aumentar su remuneración, llegando en algún

país (como España) a declararse una «guerra» en el mercado de los depósitos. Obviamente, si sus costes de financiación son elevados, los trasladan a sus clientes y aumentan los tipos de interés de los préstamos, lo que supone un lastre para la recuperación de la inversión y el empleo.

Finalmente, en el caso de los depósitos a la vista, los bancos de los *distressed countries* siempre fijan un tipo de interés inferior al resto de países, si bien las diferencias son muy reducidas. No obstante, en 2007 la diferencia

llegó a un máximo de 42 pb, lo que significa una remuneración un 42 por 100 inferior al resto de países de la zona del euro.

¿A qué puede deberse esta diferencia tan elevada del coste de la financiación en los países periféricos frente al resto? Sin duda, uno de los motivos es que los costes de la financiación bancaria de estos países están fuertemente influenciados por la prima de riesgo de la deuda soberana. De hecho, desde 2008 existe una elevada y creciente correlación entre el tipo de interés de las emi-

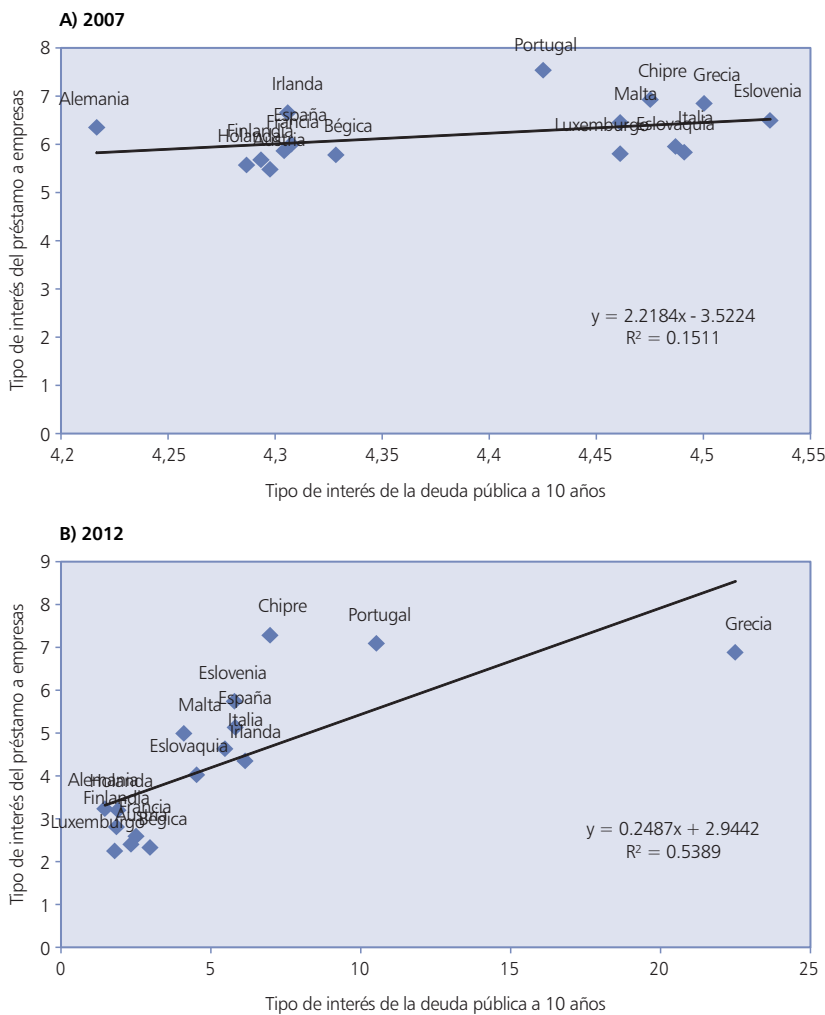
siones bancarias y el tipo de interés de la deuda pública de los países de la UE y, en consecuencia, una también elevada relación positiva entre los tipos de interés de los préstamos bancarios y la prima de riesgo de cada país. De forma paralela, ha aumentado la correlación entre los seguros de riesgo (CDS) de las emisiones bancarias y de la deuda pública, por lo que los mercados de finan-

ciación se han fragmentado desde la crisis de la deuda soberana.

Como muestra el gráfico 12 con datos de 2012, existe una elevada correlación positiva entre el tipo de interés que fijan los bancos en sus préstamos a las empresas (se ha tomado como referencia el préstamo de menos de un millón de euros) y el tipo

de interés de la deuda pública a diez años, lo que muestra la fragmentación existente en el mercado del crédito europeo y la ruptura del mecanismo de transmisión de la política monetaria. En cambio, con datos de 2007, la correlación es muy reducida, por lo que antes del estallido de la crisis los tipos bancarios se veían escasamente influenciados por la prima de riesgo de la deuda soberana.

GRÁFICO 12
TIPO DE INTERÉS DE LA DEUDA PÚBLICA A 10 AÑOS Y DEL PRÉSTAMO A EMPRESAS HASTA UN MILLÓN DE EUROS



Fuente: Banco Central Europeo (BCE) y elaboración propia.

IV. LOS IMPULSOS A LA INTEGRACIÓN: LA IMPORTANCIA DE LA UNIÓN BANCARIA

Como se ha señalado en la introducción de este artículo, la grave situación por la que atravesó la UEM a mediados de 2012 puso de manifiesto la importancia de trazar una hoja de ruta para hacer frente a los problemas existentes en el contexto de la crisis de la deuda soberana. El comunicado conjunto de junio de 2012 del Consejo Europeo, la Comisión Europea y el BCE supone un punto de inflexión que posteriormente fue confirmado en el documento de diciembre «Hacia una genuina unión económica y monetaria».

La hoja de ruta marca tres fases de implementación, una de las cuales es completar el proceso de integración financiera. Y para ello la apuesta es crear un mercado único bancario apoyado en cuatro pilares: la armonización de los requisitos de capital (a través de la directiva CRD IV); el mecanismo único de supervisión; un marco común en materia de garantía de los depósitos; y un mecanismo de resolución de crisis bancarias único a nivel europeo.

El primero de los pilares consiste básicamente en implementar a escala europea los acuerdos

de Basilea III. La crisis ha demostrado que los niveles de recursos propios existentes han sido claramente insuficientes para afrontar las pérdidas bancarias, lo que ha aconsejado aumentar los requisitos de capital además de exigir nuevos requisitos de liquidez y de apalancamiento. La propuesta de directiva CRD IV, además de implementar Basilea III a escala europea, introduce novedades importantes en la regulación bancaria en aspectos como la remuneración de los directivos, gobierno corporativo, transparencia, colchones extra de capital para los bancos sistémicos, etcétera.

En el caso del mecanismo único de supervisión bancaria, es una de las condiciones que se han impuesto para romper el círculo vicioso entre el riesgo soberano y el riesgo bancario, exigiéndose que una autoridad supranacional supervise los bancos que reciban ayudas directamente de los fondos de rescate europeos sin pasar por los Estados nacionales.

En el Consejo Europeo de diciembre de 2012 se ha alcanzado un acuerdo para la constitución del *mecanismo único de supervisión* (SSM en sus siglas en inglés). La propuesta deja en manos del BCE la supervisión de las entidades de crédito de la eurozona con un activo superior a 30.000 millones de euros, las que tengan un activo superior al 20 por 100 del PIB de su país, las tres mayores entidades de cada país y otras que las autoridades nacionales pueden sugerir por ser de especial relevancia, dejando abierta la puerta a otros países para que se incorporen al SSM. El BCE es el responsable de temas como la aprobación de nuevas entidades de crédito o cierre de las existentes, valoración de las propuestas de fusión, intervención temprana de una entidad, etc. Desde el punto

de vista de la supervisión macroprudencial, el BCE tiene diversas atribuciones en temas como proponer mayores requerimientos de capital. Los supervisores nacionales se ocupan de tareas como la protección del consumidor, la lucha contra el lavado de dinero, los medios de pago, etcétera.

Una vez se apruebe la propuesta legislativa en curso, el BCE dispondrá de un año para poner en marcha la supervisión única. Para evitar un posible conflicto de intereses entre los objetivos de política monetaria y su tarea como supervisor, se propone la creación de un Consejo de Supervisión formado por representantes de los supervisores nacionales y del BCE, siendo el máximo responsable en materia de supervisión.

Otro ingrediente fundamental de la unión bancaria es la aprobación de un mecanismo único de resolución de crisis bancarias. Para ello es necesario disponer de un marco común de resolución que se ha concretado en una propuesta de directiva de 6 de junio de 2012, donde se establece el marco de referencia para gestionar el rescate y la resolución de entidades con objeto de minimizar los costes para el contribuyente.

En el Consejo Europeo de junio de 2013 se alcanzó un acuerdo sobre el orden de prelación de los acreedores en caso de asunción de pérdidas bancarias, garantizándose plenamente los depósitos de menos de 100.000 euros. Si bien los de mayor importe no están 100 por 100 garantizados, la propuesta ofrece un alto grado de protección en el caso de las pymes y las economías domésticas con cargo a fondos de resolución nacionales siempre y cuando se cumplen algunos requisitos: que la quita a asumir por

los acreedores privados sea de al menos el 8 por 100 del activo total del banco y que los fondos públicos no superen el 5 por 100 del pasivo total. Superado este último umbral, es posible la recapitalización directa del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), pero de forma excepcional.

Un punto crítico en los esquemas de resolución en su financiación. Para ello se propone que se creen fondos de resolución nutridos de aportaciones de los bancos en proporción a su tamaño y riesgo. Estos fondos deberán acumular recursos hasta alcanzar el 0,8 por 100 de los depósitos cubiertos en un plazo de diez años.

Finalmente, la unión bancaria requiere eliminar las enormes diferencias actualmente existentes en Europa en materia de protección de los depositantes, en aspectos como los depósitos cubiertos, el carácter público vs. privado del fondo, el carácter de las aportaciones (*ex ante* vs. *ex post*), etcétera. Dadas estas diferencias, en julio de 2010 la Comisión redactó una propuesta de directiva cuyos elementos más importantes son los siguientes: a) en un plazo de diez años todos los países deben disponer de un fondo financiado *ex ante* con hasta el 1,5 por 100 de los depósitos cubiertos; b) propone acortar a siete días el plazo de devolución de los depósitos cubiertos; c) propone un mecanismo de solidaridad entre fondos de forma que se hagan préstamos en caso de necesidad; d) la financiación *ex ante* se complementa con un *back stop* o facilidad de préstamos en caso de que el FGD agote sus recursos; e) las aportaciones deben ser en función del riesgo.

Con esta propuesta, el objetivo final no es la creación de un único fondo de depósitos euro-

peo, sino armonizar las diferencias existentes y proponer un mecanismo de solidaridad mediante préstamos de unos fondos a otros en caso de necesidad. Es una propuesta pragmática, pero alejada del principio de unidad.

V. CONCLUSIONES

En un contexto de crecimiento económico y estabilidad financiera como el que caracterizó la situación de la UEM desde su nacimiento y hasta el inicio de la gran recesión, los diferentes desequilibrios macroeconómicos existentes en los diversos países de la eurozona no generaron problemas. Pero en un contexto de crisis de una magnitud que evoca a la gran depresión, esos desequilibrios han dado lugar a una Europa de dos velocidades que han fragmentado tanto el mercado real como el financiero.

La crisis ha demostrado más que nunca que la economía real y la financiera son dos caras de una misma moneda. Así, los desequilibrios acumulados en la anterior etapa de expansión por muchos países (crecientes déficits públicos, elevados niveles de endeudamiento, déficit en la balanza por cuenta corriente, etc.) no hacen sino reflejar que el ahorro nacional ha sido insuficiente para financiar un gasto excesivo, en ocasiones por parte del sector privado y en otras por el sector público. De esta forma, cuando se supera un umbral en el que los prestatarios externos pierden la confianza, esa falta de confianza se materializa en crecientes primas de riesgo que abocan a los países más cuestionados a la intervención.

Hasta mediados de 2007, el euro actuó de catalizador del proceso de integración financiera, favoreciendo la estabilidad finan-

ciera y el crecimiento económico. Los mercados financieros se desarrollaron, ya que la eliminación de barreras a la competencia y el aumento en la eficiencia en la intermediación permitían acceder a mayores fuentes de financiación y en mejores condiciones, alimentando un crecimiento excesivo del crédito en muchos países. Los mercados mayoristas alcanzaron elevados grados de integración, mientras que los minoristas, si bien también vieron aumentar la integración, alcanzaron niveles mucho más reducidos como consecuencia de las barreras de distinto tipo existentes.

Con la crisis se ha producido un retroceso en el grado de integración, mayor en los mercados que habían alcanzado niveles más elevados. Así, el mercado interbancario ha visto aumentar enormemente las diferencias de tipos de interés entre países, siendo cada vez más importante el origen geográfico de las garantías aportadas y del contraparte. En el mercado de deuda soberana, las enormes diferencias en las primas de riesgo entre países han supuesto una creciente divergencia de tipos, que ha afectado a los tipos de interés bancarios. Y en los mercados bancarios, han aumentado las diferencias en los costes de la financiación. Además, en todos los mercados, ha disminuido el peso relativo del negocio transfronterizo entre los países de la UEM.

La desintegración del mercado financiero tiene graves consecuencias sobre el crecimiento económico, sobre todo a través del coste del capital. Los países que han sufrido con especial virulencia las consecuencias de la crisis de la deuda soberana soportan costes de la financiación muy superiores al resto de los países de la UEM, lo que les aleja

aún más de la recuperación. Los tipos de interés bancarios responden mucho más a las variaciones de la prima de riesgo soberana que a los tipos de intervención del BCE, por lo que se rompe la efectividad y el carácter único de la política monetaria.

En este contexto, es fundamental recuperar el terreno perdido en materia de integración financiera y ello pasa por construir una unión bancaria dentro de la propuesta de crear una «genuina unión económica y monetaria».

El BCE expone, y con razón, que no puede hacer mucho más para que su política monetaria sea más eficaz si el mercado financiero está fragmentado. Por eso es tan importante avanzar simultáneamente hacia los tres pilares en los que se asienta la unión bancaria. El énfasis se ha puesto en el mecanismo único de supervisión, que es el más fácil de construir en el actual contexto de crisis. Pero hay que ser conscientes de que este pilar es insuficiente para conseguir un mercado único si no va acompañado de una autoridad y fondo de resolución y de un fondo europeo de protección de los depósitos. De nada sirve que el supervisor único detecte un problema en un banco que requiera ayuda pública si esa ayuda tiene que ser aportada por una autoridad nacional. Obviamente, el conflicto de intereses está servido.

En el fondo, lo que la situación actual refleja es que es muy difícil mutualizar deudas en un contexto de crisis en el que las condiciones macroeconómicas y la salud de los sistemas bancarios es muy distinta entre países. Pero no compartir riesgo puede tener un coste mayor. Si optamos por una estrategia gradualista de construir a «fuego lento» la unión

bancaria, conseguir la «genuina» unión bancaria costará muchos años, lo que alargará enormemente la reconstrucción del mercado único. Y en este punto las propuestas en temas de mecanismos de resolución y garantía de depósitos son muy poco ambiciosas, ya que más que unificar,

tienden a armonizar. Mientras que la autoridad de resolución no tenga autonomía financiera, ni la unión bancaria ni la económica y monetaria serán «genuinas».

NOTA

(*) Este artículo se enmarca en el proyecto de investigación ECO2011/17333 del Ministe-

rio de Ciencia e Innovación y del proyecto PROMETEO/2009/066 de la Generalitat Valenciana.

BIBLIOGRAFÍA

BANCO CENTRAL EUROPEO (BCE) (2013), *Financial integration in Europe*, abril.

CONSEJO EUROPEO (2012), *Towards a genuine economic and monetary union*, 26 de junio, Bruselas.