



De la Unión Monetaria a la Financiera

Vencer los obstáculos pendientes para la integración financiera en Europa

Wim Fonteyne

EN 1957, con el Tratado de Roma, los padres fundadores de la Unión Europea (UE) iniciaron la creación de un mercado común en el que bienes, servicios, personas y capital pudieran circular libremente. El impulso hacia la integración financiera comenzó en serio en los años ochenta, con la apertura de las cuentas de capital y la introducción de la licencia bancaria única. Aunque el mercado único se completó oficialmente a finales de 1992, los obstáculos a la actividad transfronteriza, incluidos los servicios financieros, eran aún importantes. La introducción del euro en 1999 supuso un nuevo impulso para la integración financiera al eliminar los costos relacionados con el tipo de cambio y los riesgos de las operaciones financieras internacionales. Desde entonces, el progreso ha sido más difícil de lo esperado.

El enfoque de las autoridades europeas con respecto a la integración ha sido pragmático; han identificado y eliminado obstáculos concretos y han dejado en manos de los participantes en el mercado lograr que la integración sea una realidad. Este pragmatismo se debe a la complejidad de las tareas pendientes y al hecho de que no se consideren políticamente factibles las soluciones radicales, como por ejemplo un único sistema europeo jurídico, normativo y de supervisión. Hasta ahora, este enfoque ha funcionado bien porque se han superado muchos de los obstáculos puramente técnicos, lo que ha llevado a importantes beneficios en términos de abaratamiento del capital y a mejores servicios para empresas y consumidores. Pero las barreras que aún quedan para lograr la integración financiera plena son enormes y para eliminarlas será necesario un firme compromiso político.

¿Por qué es importante la integración financiera?

La integración financiera permite que los inversores traten de obtener mayores rendimientos y menores riesgos gracias a la diversificación y que los prestatarios consigan financiamiento menos costoso y más seguro en mercados financieros más desarrollados y completos. Los beneficios para los consumidores y las empresas son inmediatos y la interacción con otros avances económicos, como la innovación tecnológica, debería dar lugar a una aceleración de la productividad y del crecimiento económico. Sin embargo, estos efectos dinámicos son difíciles de separar, modelar y cuantificar. Por tanto, la mayoría de los estudios sobre los beneficios de la integración financiera se limitan a cuantificar efectos estáticos. Por ejemplo, en *London Economics* (2002, 2005) se calcula que la reducción de los costos financieros de las em-

presas como consecuencia de la integración de los mercados de bonos, bursátiles y bancarios aumentaría el PIB real de la UE 1,1% y el empleo 0,5% (es decir, aproximadamente un millón de nuevos puestos de trabajo), y que una mayor integración de los mercados hipotecarios europeos podría suponer un beneficio neto del 0,9% del PIB en los 10 primeros años. En un intento por cuantificar los efectos dinámicos, en Giannetti *et al.* (2002) se calcula que una integración que llevara a un nivel de desarrollo financiero de la UE equivalente al de Estados Unidos elevaría la tasa de crecimiento de la industria manufacturera europea cerca de 1 punto porcentual anual. Aunque es probable que todos los países miembros de la UE se beneficien de la integración, ganarán más los que inicialmente tengan sistemas financieros menos desarrollados, en concreto los nuevos Estados miembros.

La integración financiera no aporta solo beneficios, también permite que los shocks se transmitan más fácilmente de unos países a otros. Por tanto, un marco de estabilidad financiera eficaz e integrado es un complemento imprescindible para un mercado financiero integrado.

Situación actual

En conjunto, Europa ha avanzado mucho en la creación de un mercado único de *servicios financieros al por mayor*, que abarcan desde los mercados de capital a la oferta de servicios financieros a grandes clientes de los sectores público y privado. Los proveedores de servicios financieros, sus mayores clientes y los inversionistas institucionales ahora operan básicamente a escala europea (si no mundial). Las actividades financieras europeas al por mayor están cada vez más concentradas en unos pocos centros financieros, de los que Londres es el más importante. En varios mercados, la integración ha causado un rápido desarrollo en términos de cantidad y calidad de los servicios ofrecidos. La banca de inversiones, por ejemplo, está casi plenamente integrada, es muy competitiva y muy compleja, en parte por el buen hacer y la presión competitiva que han aportado las instituciones de Estados Unidos. Los mercados de bonos públicos y empresariales están más desarrollados y son más líquidos desde la unión monetaria, lo que contribuye a los niveles bajos sin precedentes de los actuales diferenciales de los rendimientos de los bonos emitidos por diferentes gobiernos. A escala mundial, la emisión de bonos denominados en euros es, en estos momentos, equivalente a la de bonos en dólares. Por último, los rendimientos de los mercados bursátiles están cada vez más correlacionados, lo que refleja un aumento de los flujos inter-

nacionales de inversión de cartera y de las estrategias de inversión, así como un avance en la integración económica real.

Pero, incluso a nivel mayorista, unos mercados financieros están menos integrados que otros. Las diferencias en las legislaciones han retrasado la integración de los mercados de instrumentos con garantía, como por ejemplo los títulos respaldados por activos, y la continua fragmentación de los sistemas europeos de compensación y liquidación, que aseguran el pago y la transferencia de la propiedad cuando se alcanza un acuerdo, han dificultado la integración de los mercados de valores. Aunque varios mercados bursátiles se han fusionado, dando lugar a entidades transnacionales como Euronext y OMX (en los países nórdicos y bálticos), o han aumentado su grado de cooperación, como por ejemplo el mercado de derivados Eurex (propiedad de las bolsas de Alemania y Suiza), prevalecen los mercados nacionales y el comercio internacional sigue siendo más caro y menos frecuente que las transacciones nacionales.

Sin embargo, los mercados financieros minoristas de la UE, que proporcionan servicios financieros a sus casi 460 millones de consumidores, siguen fragmentados y están rezagados respecto a los servicios financieros al por mayor, aunque se benefician de la integración de los mercados mayoristas. Entre los aspectos positivos están la rápida expansión de los bancos de Europa occidental hacia Europa central y oriental y la formación de grandes conglomerados financieros por parte de instituciones de países más pequeños. También parece que aumenta el ritmo de consolidación en el sector bancario: recientemente se han efectuado varias adquisiciones y fusiones internacionales de gran envergadura, lo que mejora el clima para que se lleven a cabo esas operaciones. Pero en conjunto, las barreras nacionales a las operaciones bancarias transfronterizas desaparecen muy lentamente. Algunos países miembros aún favorecen a los “campeones nacionales” o mantienen en un grado importante la propiedad pública de las instituciones financieras. Y los bancos que operan a través de las fronteras todavía deben emplear muchos recursos en adaptar sus productos minoristas a los mercados nacionales debido a las diferencias en las disposiciones sobre la protección de los consumidores, las legislaciones contractuales y la tributación. Estas dificultades han llevado a los bancos a contar más con filiales extranjeras que con sucursales a la hora de organizar sus actividades transfronterizas, renunciando así a importantes rendimientos.

Obstáculos pendientes

Dos de los principales prerrequisitos para lograr la plena integración financiera son un mayor desarrollo de los mercados de capital de la UE y un sistema prudencial adaptado a un mercado integrado con transacciones financieras cada vez más complejas.

Retos del mercado de capital. El desarrollo del mercado de capital tendría importantes efectos indirectos en la integración financiera de otros mercados. Con respecto al tamaño de sus economías, los mercados de capital de la UE son mucho más pequeños y los balances bancarios mucho mayores que los de Estados Unidos (véase el cuadro). Por ello, a menudo se considera que el sistema financiero de la UE está basado en la banca y el de Estados Unidos en el mercado. Sin embargo, esta distinción no es tan clara. Excepto por el volumen de sus balances y, en menor medida, por el número de sus sucursales, los dos sistemas bancarios son igual de importantes. Los bancos estadounidenses tampoco prestan menos que los europeos, pero sí titularizan una parte mucho

mayor de sus créditos y, de este modo, los retiran de sus balances. Los mayores balances bancarios y los menores mercados de capital de Europa son, por tanto, fenómenos directamente relacionados.

Los bancos de la UE son también menos rentables que los estadounidenses. En un estudio del FMI (2005) se señala que esta menor rentabilidad no es resultado de una mayor competencia. Probablemente se deba a que los bancos de la UE están menos especializados en actividades con un alto valor añadido. Mientras los bancos de Estados Unidos trasladan los riesgos estandarizados a los mercados mediante la titularización y gestionan ellos mismos riesgos no estandarizados más rentables, los bancos europeos mantienen el grueso de sus activos en su contabilidad. En parte, lo hacen así porque los mercados de capital son incompletos o están más fragmentados y menos desarrollados. Por ejemplo, los préstamos hipotecarios en Estados Unidos están en su mayoría titularizados (con títulos de garantía hipotecaria) y colocados en un mercado muy activo que atrae a inversores mundiales. Pero en la UE, cuando existen, los marcos jurídicos (y por tanto los mercados) para la titularización de los préstamos hipotecarios son específicos de cada país. Estas limitaciones del mercado de capital dificultan a su vez la integración de los mercados bancarios minoristas y, esencialmente, de las economías nacionales.

En conjunto, los datos parecen indicar que hay margen considerable para mejorar la simbiosis entre los mercados bancarios y de capital mediante un mayor desarrollo de estos últimos. Sin embargo, para lograrlo habrá que vencer importantes obstáculos, entre ellos, las diferencias en el trato jurídico y judicial de las garantías y la necesidad de aumentar y mejorar las infraestructuras del mercado financiero integrado (en particular los sistemas de pago y de compensación y liquidación de títulos).

Retos del sistema prudencial. Al integrarse los mercados y las políticas económicas, las instituciones financieras se conectan a través de las fronteras, crecen en tamaño y complejidad y son cada vez más sensibles a los shocks comunes. En un estudio del FMI

Parecidos, pero diferentes

Los mercados financieros europeos y los estadounidenses se parecen mucho, pero los bancos estadounidenses titularizan una parte mucho mayor del riesgo, lo que resulta en mayores utilidades y mercados de capital más desarrollados.

Indicadores estructurales del sistema bancario de Estados Unidos y de la zona del euro, 2004

	Zona del euro	Estados Unidos
Número de bancos, por millón de personas	21	31
Número de sucursales, por millón de personas	540	279
Número de empleados de banca, por millón de personas	6.997	7.138
Rendimiento de los activos, porcentaje	0,42	1,28

Indicadores de los mercados de Estados Unidos y de la zona del euro, porcentaje del PIB, 2004

	Zona del euro	Estados Unidos
Capitalización de los mercados de bonos	123	149
Capitalización de los mercados bursátiles	53	147
Activos bancarios	208	92
Préstamos bancarios al sector privado no financiero ¹	92	118
Títulos respaldados por activos, saldo pendiente	...	59
Títulos respaldados por activos, nueva emisión	4	...

Fuentes: Banco Central Europeo, Reserva Federal de Estados Unidos, Corporación Federal de Seguros de Depósitos, Fondo Europeo de Titulización, base de datos de *Perspectivas de la economía mundial* y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: ... indica datos no disponibles.

¹Incluidos los préstamos bancarios titularizados.

(2005) se señala que, a pesar del aumento de las oportunidades para la diversificación, los perfiles de riesgo de los grandes bancos y compañías de seguros europeos no han mejorado. Esto parece indicar que el efecto beneficioso de la diversificación ha sido compensado por una mayor asunción de riesgos. También ha habido una convergencia en los perfiles de riesgo de los distintos países y, según los datos disponibles, esto se debe principalmente a la mayor exposición a shocks financieros comunes.

Tal vez, la tarea más urgente sea la integración de los sistemas de pago y de compensación y liquidación.

Con todo esto, surge la cuestión de cómo gestionar los riesgos transfronterizos para la estabilidad financiera en un mercado financiero integrado. Una solución natural sería instituir un supervisor único que contara con el apoyo de una red descentralizada encargada de controlar in situ las actividades de grandes instituciones y de supervisar las instituciones locales y regionales. Algunos participantes en el mercado han propuesto unir a los supervisores nacionales ya existentes en esa estructura doble, de forma parecida a cómo se unieron los bancos centrales y el Banco Central Europeo (BCE) en el Sistema Europeo de Bancos Centrales. Sin embargo, los responsables de formular las políticas y los supervisores nacionales han sido reacios a transferir al nivel europeo cualquier competencia en materia de supervisión. Esta reticencia se debe en parte al deseo de mantener las instituciones existentes pero también obedece a cuestiones fundamentales acerca de qué responsabilidades nacionales quedarían en un entorno supranacional con respecto a la estabilidad financiera y la organización del respaldo a los prestamistas de última instancia, las garantías de depósito y las deudas tributarias.

Políticas para lograr un mercado único

En 1999, la Comisión Europea lanzó el Plan de Acción de Servicios Financieros (PASF), un programa legislativo y normativo que pretende eliminar barreras al flujo transfronterizo de servicios financieros. El PASF se centra fundamentalmente en los mercados de bonos y valores, el marco prudencial y la infraestructura financiera. La fase legislativa supranacional del PASF se completó en gran parte para 2005, pero habrá que esperar varios años para su aplicación a nivel nacional. Junto al PASF, el “proceso Lamfalussy” se puso en marcha como marco para lograr la convergencia de las prácticas de supervisión, la aplicación consecuente de la legislación del PASF y la elaboración racionalizada de reglamentos.

La Comisión Europea (2005) presentó recientemente en un Libro Blanco sus objetivos de política para el sector financiero para 2005–10. Consciente de la dificultad que seguirá suponiendo la aplicación del PASF, el objetivo principal de la Comisión será implementar, consolidar y mejorar la legislación existente. Solo se tomarán en consideración nuevas iniciativas legislativas en unas pocas áreas fundamentales, como los servicios financieros minoristas.

La supervisión de las instituciones financieras transfronterizas y la gestión de las crisis dependen de la cooperación y el intercambio de información entre los organismos nacionales. El principio básico es que los países de origen supervisen las sucursales de sus bancos en el extranjero y lleven a cabo una supervisión consolidada de los grupos bancarios transfronterizos y que los países receptores supervisen las filiales de los bancos extranjeros. Por ejemplo, si las actividades de un banco alemán en Londres se realizan en una sucursal, las supervisa el Bafin, el organismo de supervisión alemán, pero si las realiza una filial, las supervisa el organismo británico Financial Services Authority. En ambos casos, Bafin supervisaría la asunción de riesgos consolidada a nivel de grupos bancarios. El proceso Lamfalussy (véase el recuadro) busca la convergencia de las prácticas normativas y de supervisión, que también será impulsada por la adopción en toda la UE de Basilea II, el Nuevo Acuerdo de Capital aprobado en 2004 por el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria.

Este enfoque descentralizado no está probado en términos de tensión financiera real y puede verse afectado por la creciente tensión entre los mercados en rápida evolución y el deseo de mantener las instituciones existentes. Es muy importante aumentar la cooperación y el intercambio de información entre las autoridades prudenciales y el BCE, lo que podría facilitarse si se centralizara la información actualizada sobre grupos financieros clave en una base de datos común.

El compromiso político será clave

Para completar el proceso de integración financiera habrá que dar respuesta a varias cuestiones políticas básicas, lo que, a su vez, hará necesario el compromiso político. Tal vez, la tarea más urgente sea la integración de los sistemas de pago y de compensación y liquidación. También habrá que vencer los obstáculos impositivos y legales para permitir una integración plena de los mercados minoristas y una simbiosis óptima entre los mercados de capital y los sistemas bancarios. Y debe seguir debatiéndose la cuestión de qué constituye un marco de estabilidad financiera óptimo para un mercado europeo integrado. No se trata de elegir entre un marco centralizado o descentralizado, sino de ver cuál es el grado de centralización que proporcionará a Europa las mejores herramientas para gestionar los riesgos para su estabilidad financiera sin obstaculizar el propio proceso de integración. ■

Wim Fonteyne es Economista Principal del Departamento de Europa del FMI.

Referencias:

- Comisión Europea, 2005, “White Paper—Financial Services Policy 2005–2010” (Bruselas).
- Fondo Monetario Internacional, 2005, Euro Area Policies—Selected Issues (Washington).
- Giannetti, Mariassunta, Luigi Guiso, Tullio Jappelli, Mario Padula y Marco Pagano, 2002, “Financial Market Integration, Corporate Financing and Economic Growth”, *Economic Paper No. 179* (Bruselas: Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros de la Comisión Europea).
- London Economics, 2002, “Quantification of the Macro-Economic Impact of Integration of EU Financial Markets”.
- , 2005, “The Costs and Benefits of Integration of EU Mortgage Markets”; disponible en www.londecon.co.uk.