

Observatorio sobre la integración financiera en Europa: análisis del caso español

Desde que en la edición del Observatorio correspondiente a 2008 se incluyera un informe sobre la integración de los mercados financieros europeos, se han sucedido dos más, ya marcados por un contexto de inestabilidad financiera que ha puesto de manifiesto la dureza de la crisis y su impacto en el avance hacia la consecución de un mercado financiero único. En estos ya casi cinco años de crisis, se han producido retrocesos y avances en la integración, si bien el actual grado de integración está lejos del alcanzado antes de la crisis.

Hoy presentamos la cuarta edición del Observatorio sobre la integración financiera que está marcada por dos acontecimientos: la crisis de la deuda soberana en algunos países europeos que se intensificó desde mediados de 2001, y la adopción de medidas implementadas para paliar los efectos de esa crisis, especialmente por parte de la Comisión Europea y el Banco Central Europeo.

En este contexto, quiero resumirles a modo de decálogo lo que en mi opinión son los 10 mensajes principales del informe:

1. En primer lugar, el clima de inestabilidad financiera que ha estado presente en el periodo analizado en el informe ha impedido avanzar en el grado de integración. La recuperación que tuvo lugar a principios de 2011 se ha visto truncada con la crisis de la deuda soberana, especialmente en los mercados de deuda, pero también en los mercados monetarios y bancarios donde se han ampliado las diferencias de tipos de interés entre países y ha caído la actividad transfronteriza. La situación de inestabilidad que aún estamos viviendo es el mejor ejemplo para mostrar las conexiones que existen entre la estabilidad y la integración financiera, y los efectos de esta última sobre el crecimiento.
2. En segundo lugar, una de las lecciones de la crisis es la estrecha relación que existe entre las finanzas públicas y la solidez del sector bancario. La crisis de la deuda ha impactado en la solvencia de los bancos, tanto de forma directa por la exposición a la deuda pública de los países más castigados por los mercados, como de forma indirecta a través de la pérdida de valor del resto de activos. Además de la solvencia, la crisis de la deuda soberana también ha incidido negativamente en la liquidez de la banca, dadas las dificultades en el acceso a la financiación en los mercados mayoristas. El cierre de estos mercados mayoristas de financiación (tanto los mercados de deuda como el interbancario) han supuesto un retroceso hacia la construcción de un mercado único.

3. En tercer lugar, otra de las lecciones de la crisis es la rémora que ha supuesto la falta de integración fiscal sobre el proceso de integración de los mercados financieros europeos. El deterioro de las finanzas públicas de algunos países ha sido posible gracias al sistemático incumplimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. La falta de convergencia fiscal como consecuencia de la ausencia de voluntad política en la cesión de la soberanía nacional en esa materia, ha abocado a algunas economías a un problema de insostenibilidad de su deuda pública, lo que ha impedido avanzar en la integración financiera.
4. El cuarto mensaje del informe es que si bien la crisis de la deuda soberana afecta inmediatamente a los mercados de deuda (que se han fragmentado), también el mercado de renta variable, el de los inversores institucionales y los mercados bancarios han sufrido sus efectos. En los inversores institucionales, ha aumentado el sesgo doméstico en las carteras de los fondos de inversión, de pensiones y de las compañías de seguros. Y en los mercados bancarios, la crisis ha impactado con virulencia como demuestra el elevado importe de las inyecciones públicas de capital. Los niveles de rentabilidad y de solvencia se han recuperado, si bien ha empeorado ligeramente la eficiencia. En este contexto, la banca española se ha comportado mejor, con mayores niveles de rentabilidad y eficiencia. El problema es que esta imagen agregada del sector enmascara importantes diferencias entre entidades. Como señaló hace escasos días el FMI, frente a la resistencia de los grandes bancos en forma de capitalización y rentabilidad, una decena de entidades presentan vulnerabilidades, lo que obliga a avanzar en la reestructuración en curso, corrigiendo aun más el exceso de capacidad y saneando en mayor medida los balances. Las dos últimas reformas aprobadas dirigidas a sanear la exposición al sector inmobiliario van en esa dirección. De su éxito dependerá el acceso de la banca española a los mercados internacionales, que es condición indispensable para volver nuevamente a la senda de la integración.
5. Quinto mensaje. En términos de integración, los mercados bancarios recibieron un shock negativo con la crisis que redujo sustancialmente las transacciones transfronterizas entre los sectores bancarios europeos. El periodo de fuerte crecimiento del crédito que tuvo lugar en los años anteriores al estallido de la crisis permitió un crecimiento en las operaciones transfronterizas, avanzando de esa forma la integración. Pero al mismo tiempo, ese elevado crecimiento del crédito vino acompañado de la asunción de mayores riesgos, aumentando la vulnerabilidad de las economías y de sus sistemas financieros. Como consecuencia de los riesgos acumulados, ha sido necesario comenzar un proceso de desapalancamiento que ha hecho retroceder la actividad transfronteriza en favor de la doméstica.

6. El sexto mensaje que quiero destacar es que el elevado nivel de endeudamiento de algunas economías europeas ha obligado a realizar un proceso de desapalancamiento. En el caso de España, su elevado endeudamiento se concentra en el sector privado, si bien ha empezado a disminuir, ya que la ratio deuda privada/PIB del sector no financiero ha caído casi 11 puntos porcentuales en 2011, si bien se sitúa muy por encima de la media europea. En cambio, como consecuencia de los déficits públicos, las AA.PP. han aumentado su endeudamiento. En este contexto, el elemento de preocupación es que la deuda externa de nuestra economía no se ha reducido y alcanza el 165% del PIB, con una posición financiera neta negativa muy elevada (del 92% del PIB) y que suscita dudas en los mercados. De ese elevado nivel de endeudamiento externo, la banca concentra el 50%, lo que representa un serio problema cuando se cierran los mercados mayoristas de la financiación.

7. Séptima conclusión: el retroceso en la integración que se ha producido con la crisis ha impactado negativamente sobre la productividad del sistema financiero. Frente a los elevados ritmos de crecimiento de la productividad que tuvieron lugar en los años previos a la crisis, desde finales de 2007 la productividad del sistema financiero español ha caído. No obstante, el sistema financiero español sigue siendo más productivo que la media europea, imagen que se ve reforzada por la también elevada eficiencia del sector bancario español.

8. La octava conclusión del informe es que, desde la creación del euro y la puesta en marcha del PASF, España es el país que más se ha beneficiado del desarrollo financiero ya que, anualmente, el aumento en su capitalización financiera (como porcentaje del PIB) ha aportado 0,54 puntos porcentuales al crecimiento del PIB, frente a 0,14 pp. en el área del euro. En el caso del avance de la integración (que es una de las vías por las que aumenta el desarrollo financiero), la contribución al crecimiento del PIB de los países de la eurozona se estima en 0,025 pp. al año, siendo la aportación en España muy similar (0,023 pp.).

9. El noveno mensaje que quiero transmitir es que durante la crisis, si bien se ha producido un retroceso en la integración, no por ello su contribución al crecimiento es negativa, ya que la brusca caída que se produce en el ritmo de crecimiento de la capitalización es mucho mayor en la financiación procedente de países no europeos, siendo mayor la financiación que aportan los países de la Unión Europea. El carácter global de la crisis explica que las caídas en los ritmos de capitalización también sean generales, por lo que no hay un efecto negativo exclusivo de la integración. Por tanto, la existencia de un mercado europeo sigue siendo un factor que favorece el crecimiento económico.

10. Finalmente, la última conclusión del informe es lo importante que es lograr un entorno de estabilidad financiera para recuperar el terreno perdido en materia de integración. Sin un avance en la integración fiscal, una mejora en la gobernanza económica y una convergencia en materia de regulación y supervisión financiera, no es posible avanzar hacia la construcción del mercado financiero único europeo. La falta de armonización a nivel europeo en los mecanismos de resolución de las crisis bancarias, en las estrategias de rescate y su forma de financiación, o en los sistemas de Fondo de Garantía de Depósitos, por poner algunos ejemplos, segmenta los mercados, deslocaliza el ahorro, y supone un retroceso en la integración. De igual forma, la falta de convergencia en materia de supervisión desincentiva la actividad cross-border. En este contexto, solo cuando se han adoptado medidas de forma coordinada a nivel europeo, por parte del Banco Central Europeo y la Comisión Europea, principalmente, se ha recuperado parte del terreno perdido.

Muchas gracias