



«Aprender de los errores en la gestión de la crisis no es tan difícil como adecuar la arquitectura institucional que la zona monetaria exige: además de voluntad política suficiente, requiere tiempo.»

EMILIO ONTIVEROS es presidente de Afi y catedrático de Economía de la Empresa de la UAM.
Twitter: @ontiverosemilio

Unión financiera de la eurozona: integración y arquitectura

Europa está creciendo, pero la sensación de fragilidad no acaba de desaparecer. Cualquier perturbación, ya sea en el entorno o dentro de la propia región, acaba remitiendo a la vulnerabilidad que se puso de manifiesto cuando del otro lado del Atlántico llegó la crisis de 2007. La severidad diferencial que soportó la UE, en particular la eurozona, reveló problemas serios de arquitectura de la unión monetaria, pero también insuficiencias y errores en la definición de las políticas económicas con las que neutralizar las consecuencias depresivas que esa crisis trajo consigo. Aprender de los errores en la gestión de la crisis no es tan difícil como adecuar la arquitectura institucional que la zona monetaria exige: además de voluntad política suficiente, requiere tiempo. Mucho tiempo entre las idas y venidas que los procedimientos decisionales de la Unión Económica y Monetaria (UEM) exigen.

El primer ámbito del diagnóstico de la situación actual debe ser el referido al grado de integración financiera en el seno de la UEM. Fue una de las condiciones necesarias que se definieron en aquel Informe Werner de comienzos de los setenta para la transición a la unión monetaria. Se avanzó bastante en los indicadores expresivos de esa integración en términos de precios y de cantidades, pero la crisis interrumpió ese proceso y acentuó la fragmentación. Dejó de existir algo que se pareciera a un mercado financiero único que es lo que en última instancia requeriría la integración monetaria completa.

Con la recuperación de la crisis se ha avanzado parcialmente en la «reintegración» financiera de la eurozona, pero ha sido mucho más explícita en precios que en cantidades. Pero incluso en el comportamiento del indicador compuesto de precios, en la influencia de la convergencia en los rendimientos de rentabilidades de los mercados de acciones y, en menor medida, en los correspondientes a los mercados de bonos; y prácticamente nada en la convergencia de los tipos de interés que se practican en la banca al por menor.

El indicador compuesto correspondiente a la integración vía cantidades no refleja avances en la integración. Quizás lo que en mayor medida nos dice es la orientación todavía fundamentalmente doméstica de las operaciones bancarias: la persistencia de aquella introspección que sucedió a la emergencia de la crisis. La vuelta a casa de entonces está durando demasiado y las operaciones transfronterizas de carácter interbancario brillan por su ausencia. La explicación: no lo necesitan, porque el BCE ha satisfecho todas las necesidades o/y sigue manteniéndose cierta aversión al riesgo. Perdura el escarmiento de aquel inesperado «credit crunch» con que la crisis se puso de largo en la eurozona. Las operaciones de banca al por menor, y desde luego la financiación de las empresas, no son en modo alguno paneuropeas.

Otro de los indicadores que sería expresivo de la integración financiera en la eurozona son las fusiones y adquisiciones bancarias y la consiguiente presencia de bancos con una verdadera proyección pa-

neuropea. Las operaciones de consolidación que han tenido lugar desde la crisis han sido fundamentalmente nacionales. No hace falta insistir que sin bancos que puedan ser caracterizados de europeos será igualmente difícil que se avance en la integración en este segmento tan relevante de los sistemas financieros.

Pasemos a la arquitectura. Tampoco favorece la integración financiera la insuficiencia de apoyos estructurales e institucionales. Y esto sí agudiza la crisis existencial, de identidad de la propia unión monetaria, como la que poco a poco parece superarse. Lleva razón el vicepresidente del BCE, Vítor Constâncio (2018) al caracterizar esa arquitectura con la que se inició la UME de «minimalista». Pocas instituciones comunes y escasísimas y poco relevantes políticas comunes. Constâncio sugiere que eso pudo ser debido «a un exceso de fe en la eficiencia de los mercados financieros que, aunque no compartida por todos los padres fundadores, prevaleció en Maastricht».

Solo la crisis de 2007 acabó determinando la creación de algunas instituciones necesarias y la adopción de algunas decisiones de mayor integración formal, como fueron las asociadas a la Unión Bancaria (UB), dado el protagonismo tan destacado que la intermediación bancaria convencional tiene en el conjunto de los países que conforman la zona monetaria. He comentado en varias ocasiones que al lanzamiento de ese proyecto, en el verano de 2012, no fue del todo ajena la severidad de la crisis bancaria española. El mecanismo único de supervisión y el correspondiente de resolución fueron importantes consecuencias. A este último sigue faltándole un respaldo financiero común, que es esencial para que ese mecanismo sea efectivamente fiable. También es necesario que se homogeneicen los procedimientos de insolvencia y liquidación de bancos que todavía persisten entre las naciones de la eurozona con el fin de que la localización de un banco en dificultades no condicione el procedimiento final de resolución.

La otra gran ausencia es el *European Deposit Insurance Scheme* (EDIS), con el fin de que los depositantes dispongan de la misma confianza en todos los países miembros, igualmente básico para alcanzar mayor grado de integración financiera. Y ello exige un respaldo con recursos financieros suficientes suministrados por los propios bancos.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Constâncio, Vítor (2018) «Why EMU requires more financial integration», Conference of the European Commission and European Central Bank, Frankfurt am Main, 3 May 2018
- Draghi, Mario (2018), «Risk-reducing and risk-sharing in our Monetary Union», Conferencia en el Instituto de Florencia
- Elcano (2018), «Quit kicking the can down the road: a Spanish view of EMU reforms»

Pero, con independencia de la urgencia que requiere la conclusión del edificio de la UB, es igualmente conveniente avanzar en ese otro gran proyecto que es la Unión de los Mercados de Capitales (UMC). No dormirse en los laureles de la normalización reciente y garantizar los objetivos de diversificación de instituciones e instrumentos financieros y mayor cercanía a la financiación de pequeñas empresas y, en general, de las más riesgosas y con capacidad de innovación y generación de ganancias de productividad. Con instrumentos e instituciones que permitan compartir riesgos en el conjunto del área monetaria, algo que difícilmente hace la financiación bancaria convencional. Ese mayor equilibrio entre financiación bancaria y la proporcionada directamente por los mercados de capitales facilitaría igualmente una asignación más eficiente de recursos financieros y, con ello, también una mejor transmisión de la política monetaria.

Si esas ventajas en que se convino cuando se diseñó el proyecto de UMC siguen teniendo una completa vigencia, los impulsos de las autoridades comunitarias parecen haberse debilitado recientemente, en especial tras el brexit. Decisiones que se convinieron técnica e incluso políticamente, como la reducción de las ventajas fiscales de la deuda sobre el aumento del capital propio en la financiación de las empresas, sería bueno que acabaran concretándose. Como deberían ser los apoyos al capital riesgo en las primeras fases del desarrollo de las empresas o la armonización de las legislaciones sobre quiebras empresariales.

Algunas de las consideraciones anteriores y otras de naturaleza más institucional y política están contenidas en un documento suscrito por una veintena de expertos y académicos españoles (entre los que me encuentro), impulsado por el Real Instituto Elcano (2018). Una vez redactado este artículo, una conferencia de Mario Draghi en el Instituto Europeo de la Universidad de Florencia afianza y detalla algunos de los puntos aquí abordados ::