

INTEGRACIÓN MONETARIA Y FINANCIERA EN EL PERIODO DE CRISIS:  
LOS DIFERENCIALES DE DEUDA COMO  
INSTRUMENTOS DE MEDIDA DEL RIESGO PAÍS

*FINANCIAL AND MONETARY INTEGRATION IN THE FINANCIAL  
CRISIS PERIOD: INTEREST RATES GAPS IN THE PUBLIC DEBT  
AS MEASUREMENT OF COUNTRY RISKS*

*Fernando Alonso*  
Universidad Complutense de Madrid  
falonso@ccee.ucm.es

*José Luis Cendejas*  
Universidad San Pablo CEU  
Joseluis.cendejas@gmail.com

Recibido: noviembre de 2011; aceptado: abril de 2012

RESUMEN

El artículo presenta la evolución en el proceso de convergencia de los mercados financieros europeos y los efectos que sobre la integración financiera ha tenido la reciente crisis. El principal asunto estudiado es la relevancia del coeficiente beta definido por el Banco Central Europeo. La divergente evolución en la integración de los mercados de deuda pública y el comportamiento de los *spreads* de deuda como indicadores del riesgo se ha manifestado en su más dura versión bajo el entorno actual. El periodo de crisis ha llevado a la divergencia financiera en la UE.

*Palabras clave:* Sistema financiero; Deuda pública; Riesgo país.

## ABSTRACT

The paper presents the European financial market convergence progress evolution and the effects that, on the financial integration the crisis has done. The main topic studied is the relevance of beta coefficient designed by the European Central Bank. The differential evolution of the integration of the sovereign bond market and the performance of the debt spreads as risk indicators has appeared in a strong version in the present environment. The crisis period goes to the financial divergence in the EU.

*Keywords:* European Financial System, Public Debt, Country Risk.

*Clasificación JEL:* G15.

## 1. INTRODUCCIÓN

La crisis económica ha supuesto una mayor segmentación de los distintos mercados financieros. Algunos de ellos, como el interbancario o el de deuda pública han visto crecer sus volatilidades en los últimos años. La medida de los *spreads* en la deuda pública y la aparición de nuevos instrumentos de cobertura como los CDS o Swaps de incumplimiento crediticio (por sus siglas en inglés *Credit Default Swap*) han marcado la pauta financiera obligando a intervenir a las instituciones, bancos centrales y gobiernos en apoyo de los mercados de deuda nacionales.

La integración financiera es un factor clave para conseguir una Europa más eficiente, competitiva y, en consecuencia, lograr ser un eje que contribuya al crecimiento económico sostenible. La integración financiera de la Unión Europea ha alcanzado grandes progresos en la última década, particularmente hasta el despunte de la crisis financiera gestada en 2007 y que se hizo visible en 2008. Aunque la crisis parece haberse llevado por delante buena parte de los avances que se habían producido en la internacionalización de los mercados europeos de crédito, interbancarios, deuda pública u operaciones transfronterizas, el devenir de los acontecimientos determinará como coyuntural o estructural el cambio de la tendencia integradora.

La estructura del artículo consta de siete apartados<sup>1</sup>. Tras esta introducción se hace un repaso a la actual situación de los mercados financieros europeos y su proceso histórico hasta alcanzar un alto grado de integración financiera. A continuación se plantea por qué es necesaria la integración financiera, cuáles son sus costes y beneficios haciendo un recorrido por distintos segmentos financieros como el mercado de crédito, la renta variable o el interbancario. El cuarto punto se centra en la evolución de los mercados de deuda soberana y el impacto de la crisis sobre ellos. El incremento de los diferenciales de tipos de interés de la deuda soberana marca nuevas tendencias en los países

<sup>1</sup> En el artículo mostramos un análisis de la estructura financiera europea en base a los datos publicados por Eurostat y el Banco Central Europeo. Su objeto es supervisar la evolución seguida por el proceso de integración financiera en la UE, tanto en los países de la eurozona, como en los vinculados al Mecanismo de Tipos de Cambio (MTC).

con estructuras más débiles y menores equilibrios macroeconómicos (o mayores desequilibrios macroeconómicos). El quinto analiza la evolución de la convergencia en los mercados de deuda a través de la variable *beta* y atisba la posibilidad de eliminar la dependencia de los inversores de las agencias calificadoras de riesgo mediante el uso de un nuevo instrumento de cobertura financiera aplicable a los mercados de deuda pública, los CDS, instrumento que sólo sería útil de gestionarse por parte del (si fuera gestionado por el) BCE. Por último, se evalúan los riesgos existentes en la Europa ampliada y se remata con unas conclusiones finales.

## 2. EL PROCESO DE INTEGRACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS EN EUROPA

Si por algo se han caracterizado los mercados financieros europeos ha sido por una rápida transición hacia la liberalización y la integración. No hace tanto tiempo, a principios de los noventa, se ponían en marcha 289<sup>2</sup> iniciativas por parte de la Comisión presidida por Jacques Delors en su afán de hacer funcionar de verdad el mercado único. Estos movimientos desde la Comisión venían motivados porque a pesar de que los movimientos de capitales a largo plazo se habían ido liberalizando a lo largo de la década de los ochenta, los de corto plazo, considerados por aquel entonces como “capitales especulativos” impedían la integración de los mercados financieros públicos y privados. Simultáneamente a los avances propiciados por la puesta en práctica para evitar repeticiones de estas directivas, y desde el punto de vista bancario, la aparición de nuevas tecnologías y la desregulación necesaria para aplicarlas se fueron abriendo paso y, en base al proceso liberalizador de Basilea II, pudieron desarrollarse nuevos negocios vinculados a la banca por internet y la compra-venta online de títulos en los principales mercados, lo que contribuyó a la reducción de los márgenes y comisiones para operar en ellos y a la aparición de nuevos intermediarios financieros.

<sup>2</sup> El libro Blanco (“*Completing the Internal Market: White paper from the Comision to the European Council*”) fue elaborado por la Comisión en junio de 1985 [Documento COM (85) 310 final] y en el mismo se insiste en que “...conseguir la unidad de ese gran mercado supone que los Estados miembros de la Comunidad lleguen a un acuerdo en lo que se refiere a la abolición de las barreras de cualquier naturaleza, la armonización de las normas, la aproximación de las legislaciones y de las estructuras fiscales, la intensificación de su cooperación monetaria y las medidas conexas necesarias para lograr la cooperación de las empresas europeas. Este proyecto está a nuestro alcance siempre que saquemos provecho a las enseñanzas del pasado y, en particular, de los fracasos y retrasos producidos. Por ello, la Comisión solicitará al Consejo Europeo que éste haga suyo el objetivo de la unificación total del mercado interior a más tardar en 1992 y que, a tal fin, apruebe un programa acompañado de un calendario realista y vinculante.” Y “... las acciones dirigidas a la realización, desde el presente hasta 1992, de un gran mercado único como consecuencia del cual se cree un entorno más propicio para el estímulo de la empresa, de la competencia y los intercambios.” También “...la existencia de un mercado único libre en el que los capitales circulen en completa libertad y cuyo buen funcionamiento esté asegurado mediante garantías contra las distorsiones de la competencia, la aproximación de legislaciones y la armonización de la fiscalidad indirecta”.

Así, la aplicación de las condiciones macroeconómicas de Maastricht allanó la senda hacia la convergencia financiera. Las limitaciones existentes en cuanto a estabilidad de precios, volatilidad de los tipos de cambio, criterios fiscales de déficit y deuda o tipos de interés a largo plazo<sup>3</sup> determinarían el acceso en 1998 de los países a la tercera fase de la integración monetaria en el examen de convergencia<sup>4</sup>. Desde principios de los noventa empieza a utilizarse el diferencial *–spread*<sup>5</sup> de la deuda, tomando como referencia el bono alemán (*bund*) para el resto de aspirantes a la eurozona.

Por otra parte, el elemento de “coordinación necesaria” desempeñado por el Banco Central Europeo<sup>6</sup>, su normativa y supervisión, ha llevado a los mercados financieros de los Estados miembros a un entorno convergente en la disciplina del BCE, propiciando elementos de consenso, prácticas y herramientas que propician la integración financiera.

En el año 1993 se adoptó una nueva directiva que resultó clave para la integración de los servicios financieros. Se trata de la Directiva 93/22 de 10 de mayo de 1993 sobre servicios de inversión. La citada directiva se centraba sobre dos aspectos relevantes en los que se daban evidentes fallos de mercado en el objetivo de alcanzar un mercado financiero único: primero, introduce el pasaporte comunitario para las empresas de servicios de inversión (sociedades y agencias de valores, bancos y sociedades gestoras de cartera), lo que les autorizaba a prestar servicios financieros en toda la UE si contaban con la autorización del supervisor (banco central) de su país; segundo, en el ámbito de la supervisión, impone que sea el supervisor del país de origen el que desarrolle la “supervisión prudencial” de las empresas de servicios de inversión y será al país de acogida o destino a quien corresponda la supervisión del servicio. En otras palabras, el control de la solvencia lo resuelve el supervisor de origen y las normas aplicables entre las entidades y los clientes el supervisor del país de destino.

Tras la fundación de la Unión Monetaria Europea en 1999 se pusieron de manifiesto profundas transformaciones en los mercados financieros europeos y en las transiciones hacia estructuras diferentes a las existentes hasta ese momento (Cesarano, 2011). La innovación financiera pasó a desempeñar un importante papel, así como la homogeneización de activos y productos que permitieron, ante la nueva cotización en una sola moneda, reducir los riesgos y dar transparencia a los precios. Sin embargo, no todos los mercados evolucionaron simultáneamente. El mercado de divisas fue el primero en trasladar los efectos de la introducción del euro (Zorzi, 2011). Empezó a operar en la nueva divisa y perdió el volumen de contratación

<sup>3</sup> Se tomaba como referencia la media de tipos de interés de títulos emitidos a 10 años de aquellos países con menor tasa de inflación. Esta media podía superarse en un 2% para cumplir el criterio.

<sup>4</sup> Cumbre europea del 1, 2 y 3 de Mayo de 1998 en Berlín donde se examinó a los países en base a los datos facilitados por Eurostat para el año 1997.

<sup>5</sup> Se mide en puntos básicos. 100 puntos básicos es un 1%.

<sup>6</sup> Primera y segunda directiva de ordenación bancaria.

correspondiente a las transacciones intra-euro ganando por el contrario peso en el entorno internacional. Los gobiernos perdieron la capacidad sobre las políticas monetarias y cambiarias y se articuló un nuevo sistema de liquidación de grandes pagos (TARGET), reduciendo las comisiones por volumen de operación y eliminando el coste de cobertura de riesgos vinculado a la volatilidad de los tipos de cambio. Los mercados de deuda pública también comenzaron a emitir en euros posibilitando la colocación sin riesgo en el mercado de capitales del área euro (Anderson, 2011). Una oleada de fusiones y adquisiciones entre bancos y empresas formó nuevos conglomerados y alianzas formando “campeones europeos”. En Revista de Economía Mundial (Clifton, Comín y Díaz, 2006) se hace mención a este proceso de creación de campeones nacionales como consecuencia de liberalización y privatización “Esto también se realizó en otros países europeos y ha dado lugar al surgimiento de las principales empresas transnacionales de la UE; concretamente, las situadas entre las cien principales corporaciones a escala mundial” (UNCTAD, 2005)

En el estudio de Cendejas et ál. (2007) determinan la existencia de un proceso convergente con anterioridad a 1998 que queda patente en distintos mercados de renta fija: deuda pública nominal y real en sus distintos plazos (desde tres meses a 10 años). Con posterioridad al tercer trimestre de 1998 encontramos un comportamiento diferente en la dinámica del proceso. El ciclo económico (PIB) ha impulsado la convergencia entre los tipos de interés nominales de deuda pública. Se han aprovechado las épocas de auge de la economía para acelerar la convergencia en tipos. Los rendimientos bursátiles interanuales muestran una dinámica compartida, aunque no de convergencia durante las últimas décadas. De ello se puede extraer que, en periodos altos del ciclo económico resulta más sencilla la convergencia financiera y en épocas de crisis se ponen de manifiesto las debilidades del proceso y aumenta la volatilidad de los indicadores, sobre todo en los países con mayores incertidumbres (Fritsche, 2011). Estos indicadores servirán de hipótesis a contrastar en el periodo de crisis que nos afecta.

Los últimos acontecimientos de la crisis sobre el mercado financiero europeo aparecen en el reciente informe del Banco Central Europeo sobre integración financiera<sup>7</sup> en el que “...las tensiones de los mercados financieros, y particularmente los acontecidos en el último cuarto de 2008, han llevado a una tendencia hacia la segmentación de los mercados intentando evolucionar hacia prácticas que mantengan las fronteras nacionales. En 2009, desde el principio y con más intensidad desde mediados, las tensiones en los mercados monetarios y financieros han crecido de forma progresiva afectando negativamente a la integración con los vecinos, siendo más acentuado aún en el caso de los segmentos de mercado que más habían sufrido durante el periodo inicial de la crisis.” Es decir, la última fase de la integración

<sup>7</sup> ECB (2010): “Financial integration in Europe”, Frankfurt, Alemania.

financiera viene marcada por las soluciones adoptadas por los mercados: el desarrollo del mercado de CDS para cubrir el riesgo en las emisiones de deuda pública o la restricción de crédito a la vivienda para resolver tanto la burbuja inmobiliaria como su impacto sobre los activos<sup>8</sup>.

### 3. VENTAJAS E INCONVENIENTES DE LA INTEGRACIÓN FINANCIERA

Los efectos de una mayor integración financiera son ambivalentes y fácilmente identificables (Cesarano 2011). Entre ellos, la estandarización de productos y la mayor transparencia en los precios, la contracción del mercado de divisas y sus riesgos asociados, o la homogeneización de los mercados de deuda pública y de los procesos de refinanciación bancaria a nivel europeo.

Pero otra parte importante de los efectos son aquellos que, bien tienen carácter indirecto o bien se inducen en un plazo de tiempo largo. La estandarización de los productos financieros y el aprovechamiento de las economías de escala y de las redes reducen el coste de transacción entre agentes (Levine, 2000). Desde la aparición del euro aumentó la demanda de activos intrazona y se incrementó la liquidez del mercado.

Todos estos factores han hecho que los inversores puedan cambiar su percepción de visión nacional por otra de carácter europeo. Esto se percibió en especial en el sector bancario, donde los procesos de concentración y reunificación a escala europea estuvieron a la orden del día. Un mayor grado de integración conlleva mercados más amplios, profundos y líquidos, así como ahorros considerables en los costes de emisión y colocación de los activos en circulación. Los inconvenientes vendrían por el lado de las diferencias en la fiscalidad, los distintos procedimientos de liquidación de activos y valores<sup>9</sup> o un cierto proteccionismo de los gobiernos que ponen trabas a los movimientos de control transnacionales. Existe un alto grado de integración entre los mercados de deuda pública, valores bursátiles, o derivados, pero es menor la integración en los mercados de crédito y renta fija privada. ¿Cuál es el nivel deseable de integración? Una muestra de las carencias en la integración financiera europea reside en la existencia de curvas de rendimiento diferentes o que no exista una única bolsa de valores, que TARGET2 no incluya plataformas de liquidación nacionales que sustituyan por ejemplo al Sistema de Liquidación del Banco de España (SLBE), o que la red de conexión de pagos *interlinking* esté basada en el sistema de liquidación de la banca suiza. No obstante, integración financiera no tiene que suponer necesariamente unificación financiera (Solans, 2001). La integración se refiere a crear un mercado donde el capital pueda asignarse a las oportunidades de inversión más rentables, independientemente del emplazamiento del prestamista y del prestatario (Narayan, 2011). De acuerdo

<sup>8</sup> Comisión Europea: *European Financial Integration Report*. Commission Staff Working Document. SEC 2009 1702 final. Bruselas.

<sup>9</sup> Aunque integrados bajo el sistema TARGET2 cada país mantiene su propio sistema de liquidación.



con esto, el nivel deseable de integración será aquel que elimine las distorsiones que pudieran obstaculizar la asignación eficiente de los recursos dentro de la zona euro (Sapir, 2011). No obstante, se debe favorecer la inserción de nuevos operadores, sistemas y mercados capaces de rivalizar con los existentes, ya que ello favorece la competencia y evita el uso de posición dominante de los principales intermediarios en el mercado. Esto además propicia seguir aprovechando las economías de escala.

Existen diversos estudios que identifican desarrollo financiero y crecimiento económico (Levine, 2003). Un estudio de Price-Waterhouse-Coopers y Oxford Forecasting (London Economics, 2002) arroja como resultado que un incremento adicional de la integración financiera en la Unión Europea, aun teniendo en cuenta que ésta se encuentra ya en una fase muy avanzada, se podría traducir en un aumento de hasta un 1 % del PIB real anual en el transcurso de unos diez años, si bien dichos efectos serían más intensos en las fases iniciales para ir decreciendo con el paso del tiempo.

Un mercado financiero eficiente debe *“facilitar el acceso al mercado de productos y agentes, asignar correctamente los recursos y monitorizar los movimientos de capitales”* (Tobin, 1984). La mejora en la eficiencia, la reducción en los costes de emisión y colocación, la eliminación de riesgos operacionales y de liquidación, redundarán en posibilidades para financiar nuevos proyectos y una reducción del coste de financiación. Facilita asimismo la diversificación de la inversión al reducirse las comisiones y da un mayor dinamismo a las carteras. Asimismo, una menor segmentación interna incentiva la entrada de capitales foráneos (Baele, 2004) estimando la proporción de activos pertenecientes a no residentes en los fondos de inversión, ésta se incrementó desde el 40% hasta el 70% en tan sólo ocho años.

El proceso de integración financiera desencadena a través del incremento de competencia real la participación de un número mayor de agentes. Esto lleva consigo procesos de concentración empresarial y desaparición de las empresas menos eficientes al exponerse a mayores niveles de competencia externa. Este efecto es más intenso si cabe en sus primeras fases. En su informe sobre reestructuración bancaria (BCE, 2004), el regulador financiero europeo cifraba este proceso en un descenso desde 9.600 entidades a menos de 7.500 en los primeros 5 años del euro, habiéndose visto afectadas aquellas de tamaño más reducido o con menores niveles de eficiencia.

La integración financiera tiene beneficios asimétricos por países. Según González Páramo: *“los principales beneficiarios de un mercado financiero integrado son los países más restringidos desde el punto de vista financiero. Un claro ejemplo es el mercado de deuda pública de la zona del euro. Tras la introducción del euro, los tipos de interés de los títulos de deuda pública de todos los países convergieron hacia los tipos más bajos, resultando especialmente beneficiados los países del sur de Europa”*.

El papel desempeñado por el BCE para incrementar el grado de eficiencia operativa ha sido fundamental (Belke, 2012). TARGET2, el mercado interbancario o el mercado de deuda pública son muestra de la eficiencia



de los mecanismos por él desarrollados (Weber, 2011). No funcionan con el mismo nivel de eficiencia los sistemas de liquidación para pequeños pagos<sup>10</sup>. Incluso en los mercados más segregados, como el de valores a corto plazo, ha lanzado la iniciativa STEP/PASF (*Short-Term European Paper*) para integrar sus sistemas de contratación y liquidación. Más aún, sin un mercado monetario eficiente, la política monetaria activa sobre el nivel de crédito bancario del BCE sería lenta e ineficiente en su aplicación. El primer interesado en la integración financiera europea es, por ello, el regulador del sistema, lo que en ocasiones puede generar conflictos de intereses al tratar de acelerar inadecuadamente el proceso. La DG ECFIN realiza un seguimiento de los logros y avances en la aplicación del plan STEP, en la integración de mercados financieros, gobernanza, así como en la convergencia normativa entre los mercados de la UE y los de Estados Unidos. También participa el ECFIN en su tarea coordinadora en el Subcomité sobre mercados de títulos estatales de la UE (*EFC Sub-Committee on EU Government Bonds and Bills Markets*) que reúne a representantes de los Ministerios de Hacienda y de las agencias de gestión de la deuda de los Estados miembros<sup>11</sup>.

La existencia de dos modelos financieros que confluyen en Europa aporta elementos de divergencia prácticos que se evidencian al analizar sus grados de integración. El primero de ellos, el continental, en el que prima la financiación bancaria sobre el mercado, y existe mucha más regulación y control por parte de los supervisores. El segundo, el anglosajón, que se extiende más allá de las islas británicas hacia algunos países nórdicos y Países Bajos, con menor nivel de regulación y control, su fuente fundamental de financiación son los mercados bursátiles (Barth, 2001).

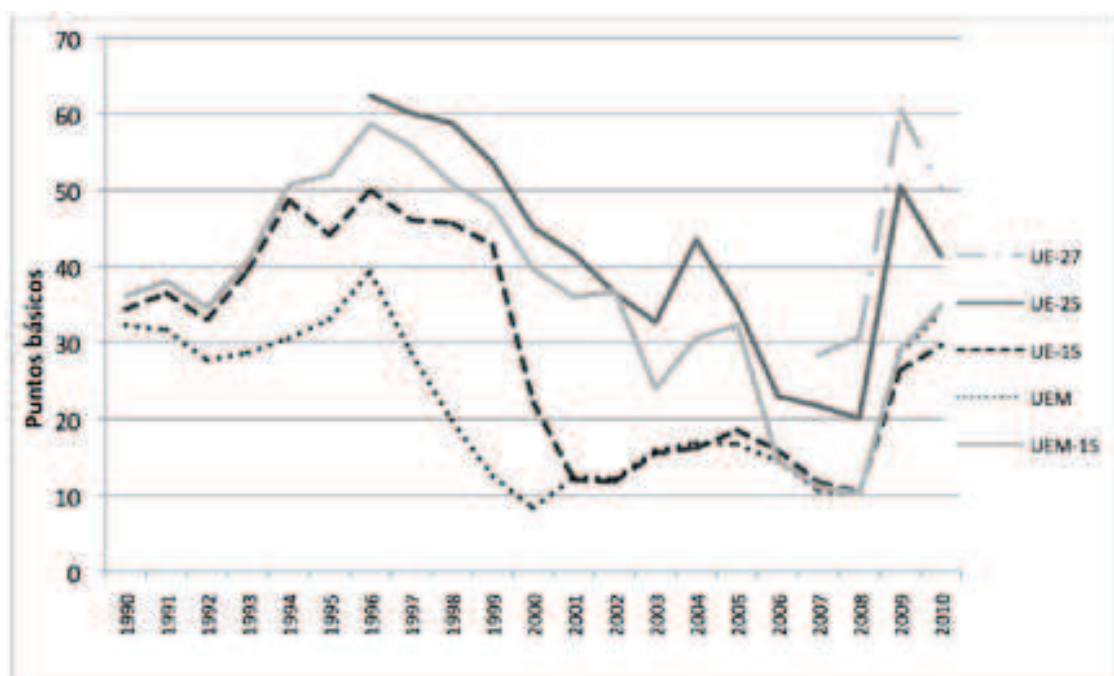
Una de las cuestiones más controvertidas en los últimos años ha sido el comportamiento del crédito. Hemos pasado de políticas monetarias expansivas -con volúmenes de crédito descomunales a mediados de la década- a restricciones transmitidas desde los bancos centrales a los comerciales y de éstos al consumo y la inversión. Como podemos observar en el gráfico 1, tras el periodo de cierta convergencia en los tipos ofrecidos a las empresas a plazo de un año, la volatilidad de los mismos se ha disparado de nuevo con los recientes acontecimientos financieros. Se puede ver como los periodos convergentes se vinculan a los periodos 1996-2002 y 2005-2008. Los periodos de divergencia coinciden con la crisis de las divisas provocada por el “no danés” a Maastricht, las incertidumbres posteriores al 11-S y la quiebra de Lehman Brothers. Ello apunta a que, en concordancia con la hipótesis de partida, en periodos bajos del ciclo, la dispersión en los tipos de interés al crédito a las empresas es mayor.

<sup>10</sup> Para solventar esta carencia se está promoviendo desde BCE-ECFIN el sistema SEPA (Zona Única de Pagos para Euro).

<sup>11</sup> La DG ECFIN también participa en el Grupo Giovannini (comité de expertos del sector privado, bajo la presidencia de Alberto Giovannini, que aconseja a la Comisión Europea sobre cuestiones del mercado financiero tales como la compensación y la liquidación).

Otro fenómeno que caracteriza la evolución de los países desarrollados en las décadas recientes es el grado de Financiarización alcanzado por su economía (Avgitidou, 2010). Bajo este término en palabras de Álvarez (2008) «se atribuye a las finanzas un papel central en el nuevo “régimen de crecimiento”, caracterizado por el protagonismo de los mercados bursátiles, el poder de los inversores institucionales, la soberanía accionarial que transforma las pautas de funcionamiento empresarial y por la transformación del patrimonio de los hogares». Este hecho se traduce en los incrementos que en relación al tamaño de las economías supone el volumen gestionado en los mercados de capitales.

GRÁFICO 1: COEFICIENTE DE VARIACIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS ANUALES ENTRE LOS PAÍSES DE LA UE. CONVERGENCIA DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE LOS CRÉDITOS A 1 AÑO A LAS EMPRESAS. (1990-2010) PUNTOS BÁSICOS.



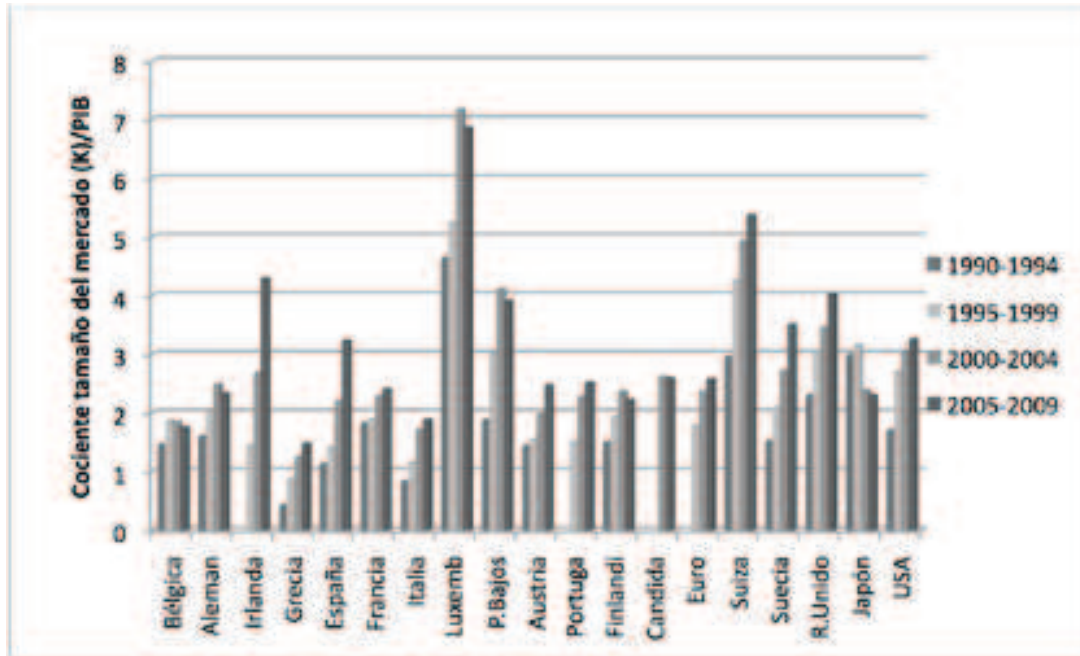
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Eurostat.

Especificación de la variable: Variación del coeficiente de tipos de interés anuales entre miembros del área Euro y miembros de la UE. El indicador muestra la tendencia hacia la integración de los mercados financieros de crédito. Una caída en el coeficiente de variación a lo largo del tiempo se interpreta como tendencia hacia la integración del mercado financiero. Un incremento mostraría divergencia.

En el gráfico 2 se muestra la evolución seguida por los mercados en los últimos quinquenios calculada como media de cada periodo del cociente entre el volumen anual de financiación en los mercados de capitales respecto al volumen corriente del PIB. Se pueden extraer interesantes lecturas de los datos: el sobredimensionamiento del sector financiero de economías como Luxemburgo o Suiza; el peso ponderado del sector financiero en Estados Unidos, Japón o Alemania; la evolución explosiva de Irlanda que explica parte

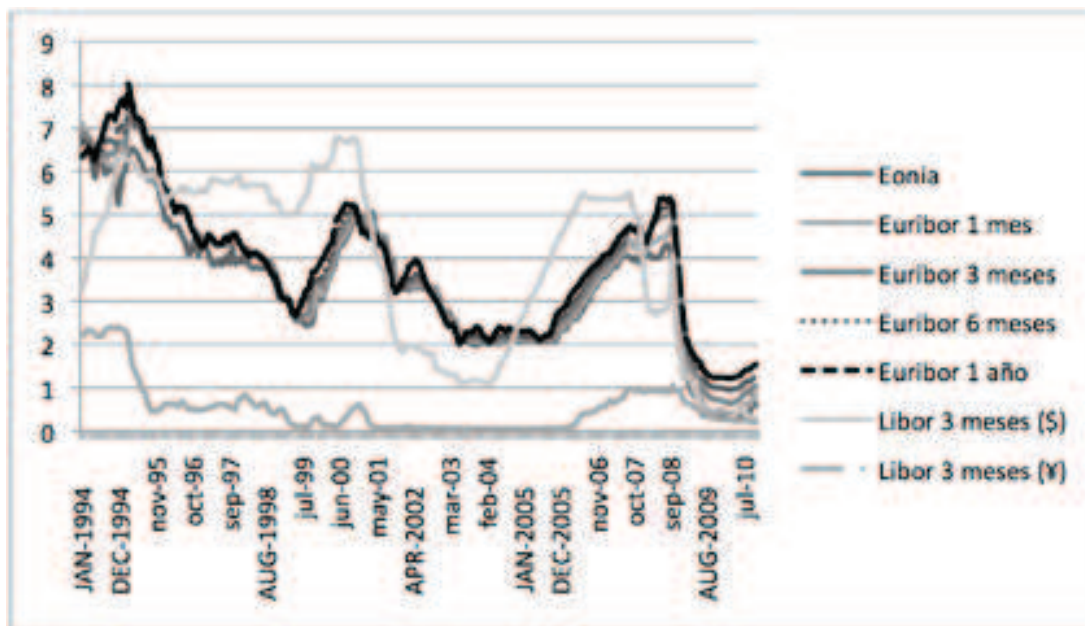
de sus desequilibrios; España y Países Bajos han duplicado el tamaño de sus mercados de capitales en los últimos diez años.

GRÁFICO 2: TAMAÑO DE LOS MERCADOS DE CAPITALES EN RELACIÓN AL PIB. MEDIAS QUINQUENALES SOBRE DATOS ANUALES (1990-2009)



Fuente: Banco Central Europeo e Intermoney.

GRÁFICO 3: TIPOS DE INTERÉS EONIA, EURIBOR (1-3-6-12 MESES), 3 MESES \$ Y ¥

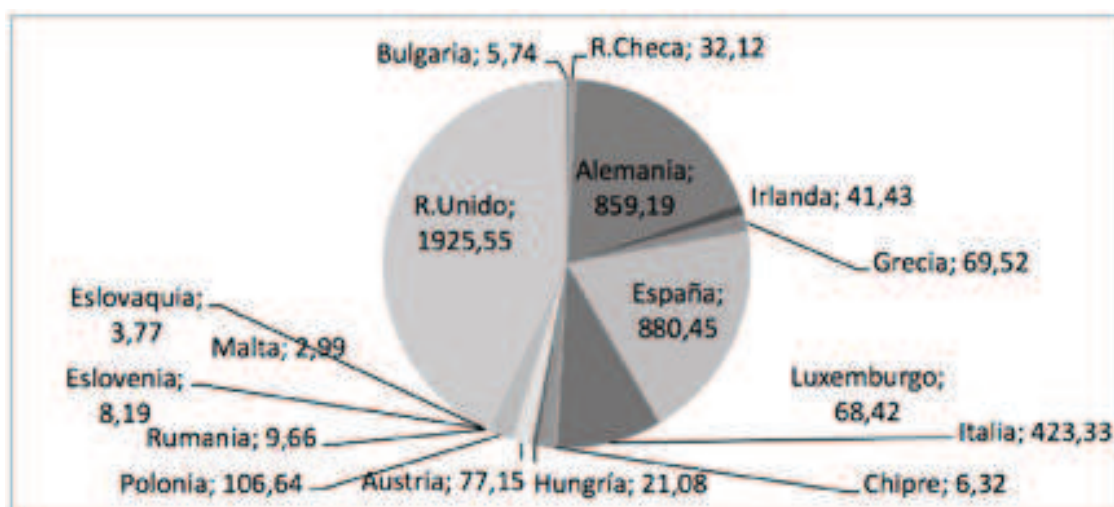


Fuente: Elaboración propia a partir de datos del BCE.

Los efectos de las turbulencias financieras se han dejado sentir con especial virulencia en mercados como el interbancario, uno de los que tiene un mayor índice de integración (Anderson, 2011). En el caso del tipo a un día (Eonia), la desviación típica entre países se multiplicó casi por 5 en el segundo semestre de 2008. Con el Euribor a plazos de entre 1 y 12 meses esta volatilidad fue algo menor en el corto plazo, pero se ha multiplicado por 8 a finales de 2009. No obstante, el mercado interbancario, como se puede observar en el gráfico 3, es uno de los más integrados y parece recobrar, tras el periodo de shock, la senda de la convergencia.

En los mercados de renta variable, al igual que ha ocurrido en el mercado de deuda pública, no se entiende fácilmente la existencia de diversos mercados para la contratación de acciones de las mismas empresas que cotizan en todos ellos de forma simultánea. La contratación de valores se realiza en su práctica totalidad de forma electrónica en la mayoría de mercados europeos. Ello facilitaría en principio la fusión de los organismos, máxime cuando la supervisión pudiera ser conjunta y existen emisiones en mercados como el Eurostoxx que dan negociación y liquidez a los *blue chips* europeos. El FTSE-100 de Londres deja patente su hegemonía europea en los mercados de renta variable a pesar de no contar con el euro como divisa.

GRÁFICO 4: PESO RELATIVO DE LAS BOLSAS EN LA UE 2010 (EXC. FRANCIA)



Fuente: Elaboración propia a partir del ECB Statistical Pocket Booklet.

Otro elemento claro de la integración de los mercados de valores de renta variable es la forma en la que reaccionan ante shocks externos (Eichler, 2011). Con frecuencia vemos que la evolución de los índices de las principales bolsas se mueve en sintonía. Para ver si estas variaciones son proporcionales y acompasadas en las distintas plazas se pueden analizar las desviaciones típicas de los principales índices bursátiles en porcentajes a lo largo de los diez últimos años. Cuanto mayor sea el grado de cumplimiento de la ley de un solo precio, menores serán las diferencias de rentabilidades entre países. Frente a

la intensa caída de la dispersión que tuvo lugar en el periodo 2000-2006, las cotizaciones han incrementado su dispersión de forma ininterrumpida desde entonces bajo un entorno de fuertes turbulencias iniciado a mediados de 2007. En 2009 la tasa de divergencia en precios siguió siendo creciente, pero a tasas más moderadas (Maudos, 2007).

Como se ha visto en este epígrafe, el proceso de integración financiera en Europa está en casi todos sus aspectos muy avanzado. Aún sin ser comparables, tomando como referente Estados Unidos, el nivel de liquidez, profundidad, amplitud y homogeneización en la eurozona es menor. Por tanto existe un cierto recorrido de mejora. Los dos sectores con mayores carencias son el de banca minorista, donde la penetración de los mercados sigue siendo escasa, y en los mercados de renta variable, donde la existencia de distintas regulaciones y un mal sistema de liquidación de pagos en el sector minorista limitan la integración del mercado. Existe, no obstante, un importante hándicap en el fenómeno de integración financiera: la necesidad de que haya también una integración de la economía real. Ambos vínculos se refuerzan recíprocamente.

#### 4. LOS EFECTOS DE LA CRISIS SOBRE LA CONVERGENCIA DE LOS MERCADOS DE DEUDA PÚBLICA

Existen diversas definiciones del término “convergencia”. Consideramos que una de las más acertadas es la que de forma amplia realizan Bernard y Durlauf (1996) que define convergencia entre dos países  $i$  y  $j$ , y permite caracterizar convergencia entre miembros de un conjunto de economías. Definiendo  $I_t$  como toda la información disponible hasta el instante  $t$ : así, *Convergencia como alcance (catching up)* será cuando dos países  $i$  y  $j$  convergen entre dos instantes de tiempo  $t$  y  $(t + T)$  si la discrepancia (en niveles o logaritmos) de la muestra en  $t$  se espera que disminuya en valor. Si  $y_{i,t} > y_{j,t}$ ,

$$E(y_{i,t+T} - y_{j,t+T} | I_t) < y_{i,t} - y_{j,t}$$

Es decir, se equipara convergencia con la tendencia a disminuir la diferencia (geométrica o en distancia) en un intervalo de tiempo fijo. Por tanto, y aplicada a los mercados de deuda pública, diremos que serán convergentes cuando las discrepancias entre sus precios y tipos de interés disminuyan a lo largo del tiempo, y serán divergentes cuando aumenten las horquillas de sus indicadores.

En el mercado de deuda pública las divergencias entre los países se miden a través de los *spreads*<sup>12</sup>. Si hacemos un análisis de la evolución de los diferenciales respecto de la deuda alemana a largo plazo (10 años) se puede

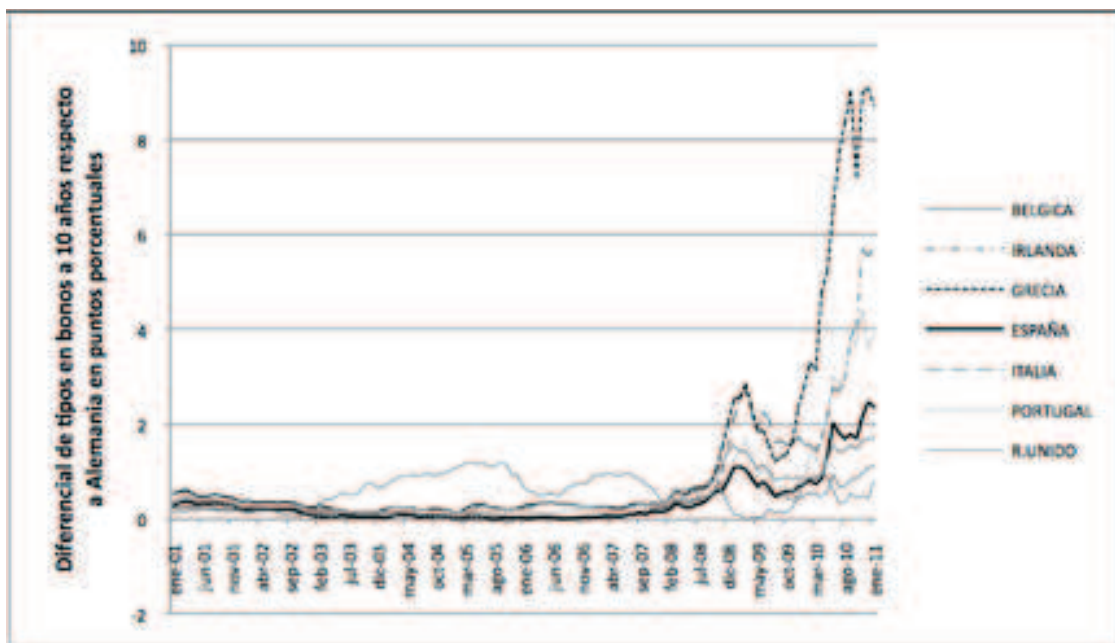
<sup>12</sup> Diferencial que se suma a una tasa de interés variable para reflejar el nivel de riesgo del prestatario. Por lo general guarda relación directa con el riesgo crediticio del país o entidad beneficiaria del préstamo.



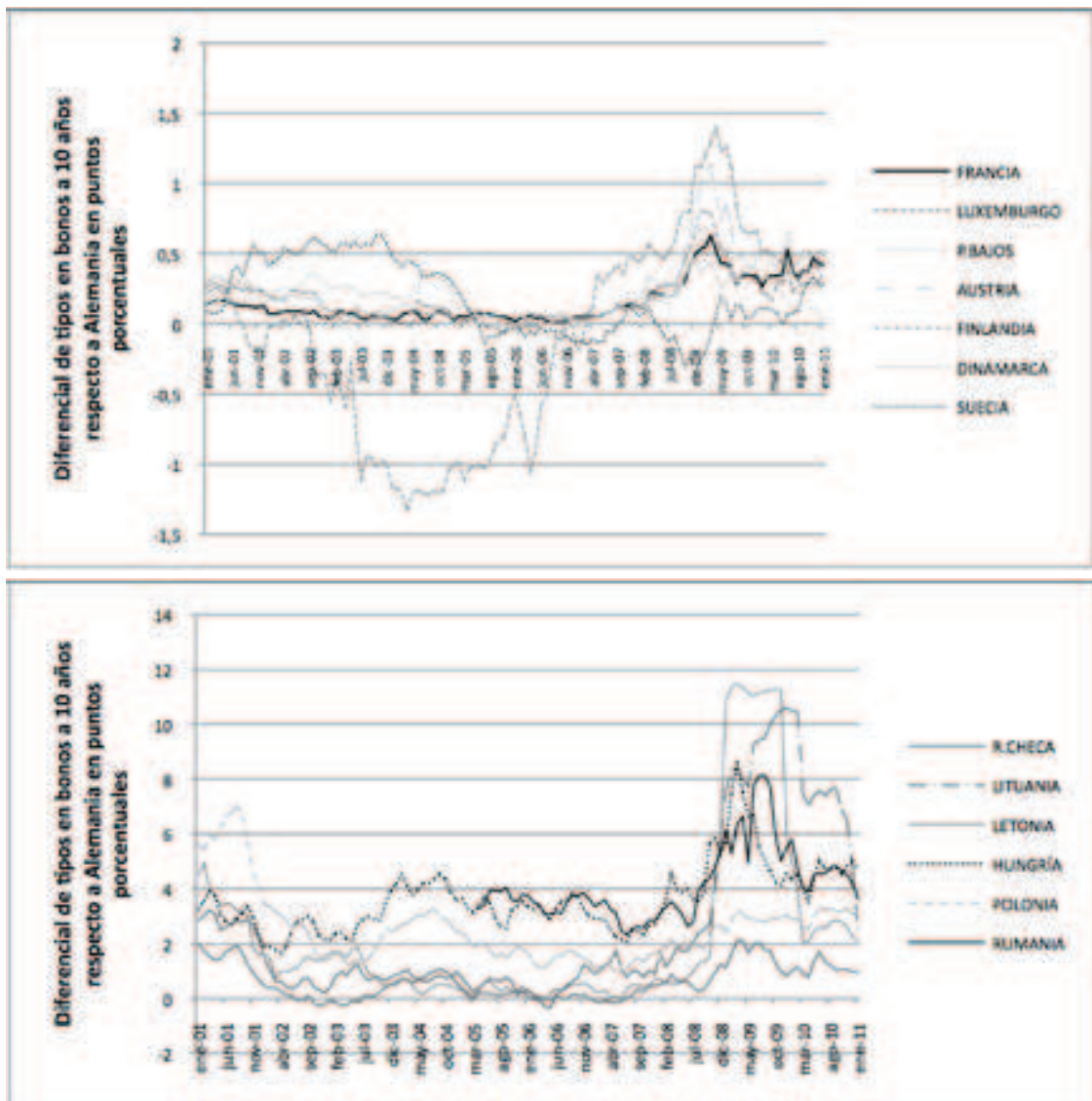
observar en el gráfico 5 que han aumentado desde mediados de 2008. Hasta entonces, y durante toda la década anterior, el mercado de deuda fue ejemplo de integración financiera. El primer grupo representa a los países con más riesgo de insolvencia en la deuda soberana. Por este orden, Grecia, Irlanda, Portugal, España e Italia han visto incrementarse de forma notoria sus costes de financiación. Un segundo grupo de países aportan estabilidad al sistema. Se puede ver que, excepto el caso de Luxemburgo, el resto han tenido buenos comportamientos en la colocación de su deuda. El tercer grupo, el de nuevos socios, Letonia y Lituania, junto con Rumania y Hungría han atravesado por situaciones muy complicadas. Mejor comportamiento tuvieron Polonia, sin grandes tensiones, y la República Checa.

La transición de la convergencia a la dispersión ha estado marcada por los acontecimientos de países en los que la prima de riesgo se ha disparado ante la falta de capacidad para financiar los paquetes fiscales expansivos con los que se intentaba minimizar el impacto de la crisis (Konings, 2009). Niveles de déficit por encima del 10% obligaron a descontar en las expectativas de los inversores subidas de tipos en países como Grecia, Irlanda, Portugal o España. El incremento de la carga por intereses de las nuevas emisiones hará más difícil reducir la carga total futura de deuda, lo que propicia nuevas subidas de interés en los títulos a la vez que caen sus precios en los mercados secundarios de deuda.

GRÁFICO 5: DIFERENCIALES EN LOS TIPOS DE INTERÉS (BONOS A 10 AÑOS RESPECTO DE ALEMANIA. EN PORCENTAJE. GRUPO 1 MAYORES DIFERENCIALES EUROZONA. GRUPO 2. RESTO DE EUROZONA. GRUPO 3 (NEM<sup>13</sup>).



<sup>13</sup> Nuevos Estados Miembros.

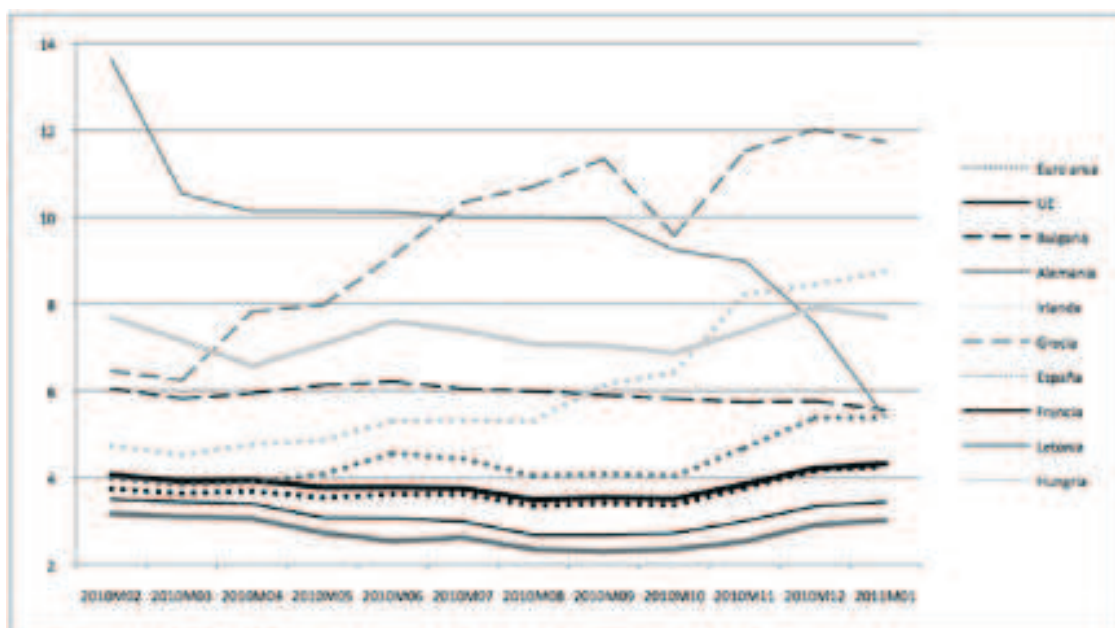


Fuente: Elaboración propia con datos de Datastream y Bloomberg.

Uno de los datos que se puede manejar para ver el grado de inserción de los mercados de deuda europeos es el porcentaje de las emisiones que acaban en manos de otros socios comunitarios y extracomunitarios. Tomando como referencia la deuda española, la actividad denominada *cross-border* en el ámbito comunitario creció de forma importante hasta 2008, año en el que comienza una tendencia contractiva. Esto inicia un cambio de tendencia de los inversores hacia deuda nacional o activos sustitutivos como el oro en épocas de crisis.



GRÁFICO 6: TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO (10 AÑOS). VALORES ABSOLUTOS %



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Eurostat y Datastream.

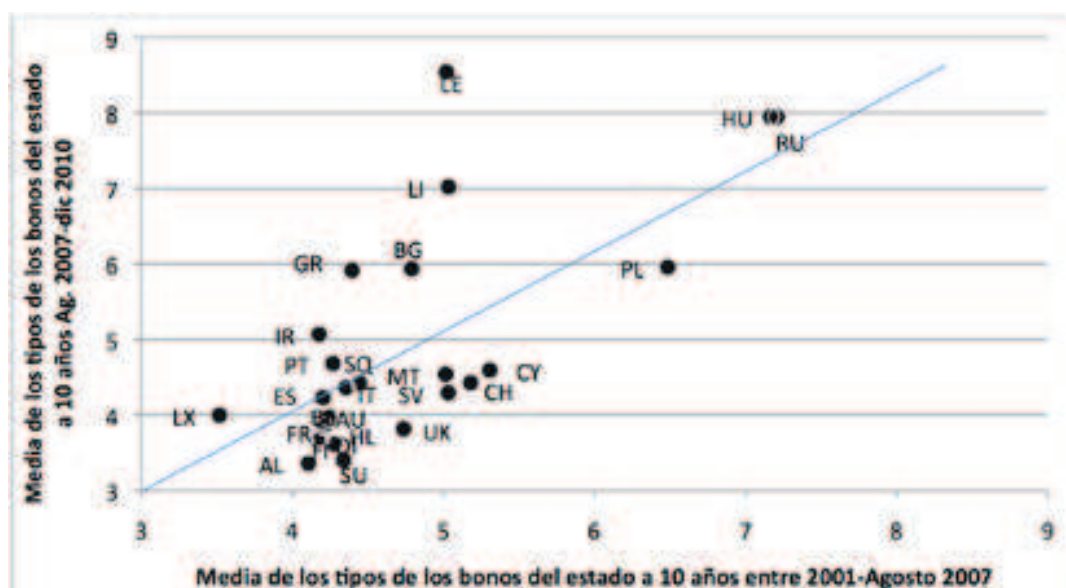
Algunos estudios como el de Martin y Rey (2004) muestran que, en general, el tamaño importa en los mercados de deuda pública, de forma que cuanto mayor sea su tamaño, mayores serán los beneficios asociados a precios. Enomides y Siow (1988) dicen que hay un *trade-off* entre liquidez y tamaño del mercado. Así, los inversores preferirán invertir en mercados grandes y líquidos antes que en mercados pequeños e ilíquidos (Issing, 2011). Ello hace que el proceso tenga efecto “bola de nieve” por el que los grandes serán cada vez mayores y los periféricos cada vez más residuales.

En la primera fase de Unión Económica y Monetaria se produjo un hecho curioso cuando menos, el incremento del diferencial ajustado de tipos de interés a 10 frente a Alemania en todos los países de la zona euro. En general, tras la adopción de la moneda única se ha reproducido un elemento de distorsión en función del tamaño del mercado vinculado a la penalización que reciben determinados mercados de deuda a causa de su pequeño tamaño. El resultado es que mercados de deuda como el griego, el irlandés o el portugués deben pagar primas de riesgo muy superiores a otros como Alemania, Italia, Francia, Reino Unido o España porque en éstos últimos existe una mayor liquidez sobre los títulos (Gómez, 2007). *“Por su parte, dos mercados: el Alemán y el Británico (el segundo y el cuarto en tamaño de la EU-15) podrían ser los mercados que en mayor medida habrían capitalizado los beneficios de esta nueva situación al atraer hacia los mismos un importante volumen de fondos a un coste menor”.* También en este sentido se pronunciaba González Páramo en 2007 cuando decía que: *“Asociado a este fenómeno de integración financiera, otro resultado relevante de la Unión Monetaria ha sido la mayor resistencia y adaptabilidad ante las crisis en los mercados financieros. Sin*

*una moneda única, estoy convencido de que algunos países, en particular los de más reducido tamaño y aquellos con menor tradición de estabilidad macroeconómica, habrían experimentado efectos adversos más pronunciados de lo que ha sido realmente el caso en condiciones de mercado inestables.”*

Para salvaguardar la estabilidad financiera dentro de una zona de integración monetaria es necesario establecer fondos de intervención que, en momentos de crisis, puedan actuar apoyando a las economías más débiles. De ahí la razón de ser del fondo de rescate provisto por la UE para resolver situaciones complicadas del mercado de deuda pública que se creó en mayo de 2010 por un montante –provisionado conjuntamente por la UE y el FMI– de 750.000 millones de euros. Este fondo sirvió para intervenir en los mercados de Grecia e Irlanda (Christova, 2011). Sin embargo, su diseño provisional será sustituido por un mecanismo de rescate permanente para la zona euro que entrará en vigor en 2013 con un volumen de 500.000 millones de euros, según lo aprobado en el Consejo Europeo de diciembre de 2010<sup>14</sup>. Este Mecanismo de Estabilidad Europea (ESM por sus siglas en inglés) tendrá un capital necesario de 100.000 millones aportado a un fondo gestionado por el BCE que replicará la participación de cada país en el capital del Banco Central. Un sistema financiero más integrado absorbe mejor los shocks pero es también un vehículo de transmisión más eficiente para las crisis financieras.

GRÁFICO 7: COMPARACIÓN HISTÓRICA DE LA ESTRUCTURA DE TIPOS EN BONOS PÚBLICOS

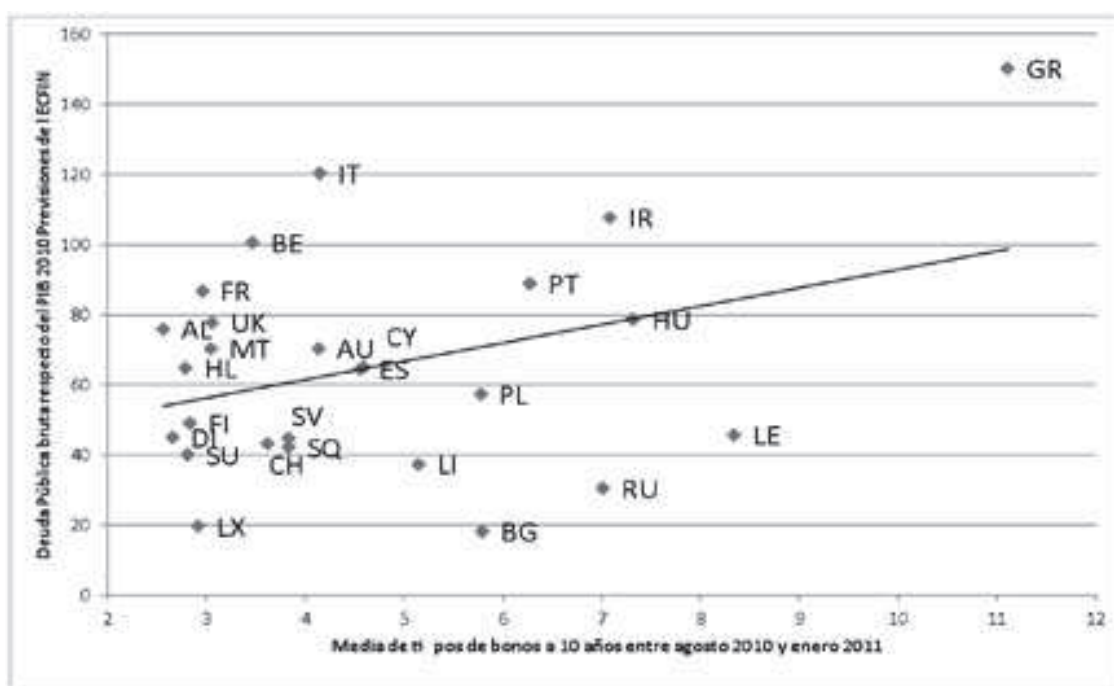


Fuente: Elaboración propia a partir de datos del BCE.

<sup>14</sup> Según el consejo del 26 de octubre de 2011: *The significant optimisation of the resources of the EFSF, without extending the guarantees underpinning the facility. The options agreed will allow the EFSF resources to be leveraged. The leverage effect of both options will vary, depending on their specific features and market conditions, but could be up to 4 or 5, which is expected to yield around 1 trillion euro (around 1.4 trillion dollar). We call on the Eurogroup to finalise the terms and conditions for the implementation of these modalities in November. In addition, further cooperation with the IMF will be sought to further enhance the EFSF resources*

El gráfico 7 muestra qué países han visto cambiar la estructura de sus tipos de deuda desde el comienzo de la crisis. Los casos más reseñables son aquellos que se encuentran por encima de la línea de tendencia media. Rumanía y Hungría tenían y siguen teniendo emisiones con tipos altos. Polonia, ha aguantado relativamente bien la situación. En el gráfico 8 se muestra la relación entre los niveles de deuda soberana y los tipos de interés medios que se paga por ella en cada país. Grecia, Irlanda, Portugal y Luxemburgo han tenido que incrementar sus tipos, si bien a distintos niveles. Italia y España, los han incrementado, pero permanecen en la media. Grecia, con una deuda de más del 150% del PIB<sup>15</sup>, es el país que más paga por su deuda.

GRÁFICO 8: TIPOS DE LOS BONOS SOBERANOS A 10 AÑOS EN RELACIÓN A LA DEUDA



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del ECFIN y el BCE.

En este bloque se integra casi toda la UE ampliada. Los diferenciales en los tipos de los bonos emitidos por los estados reaccionan en el caso de los mercados de deuda en euros a dos elementos (Favero, 2007):

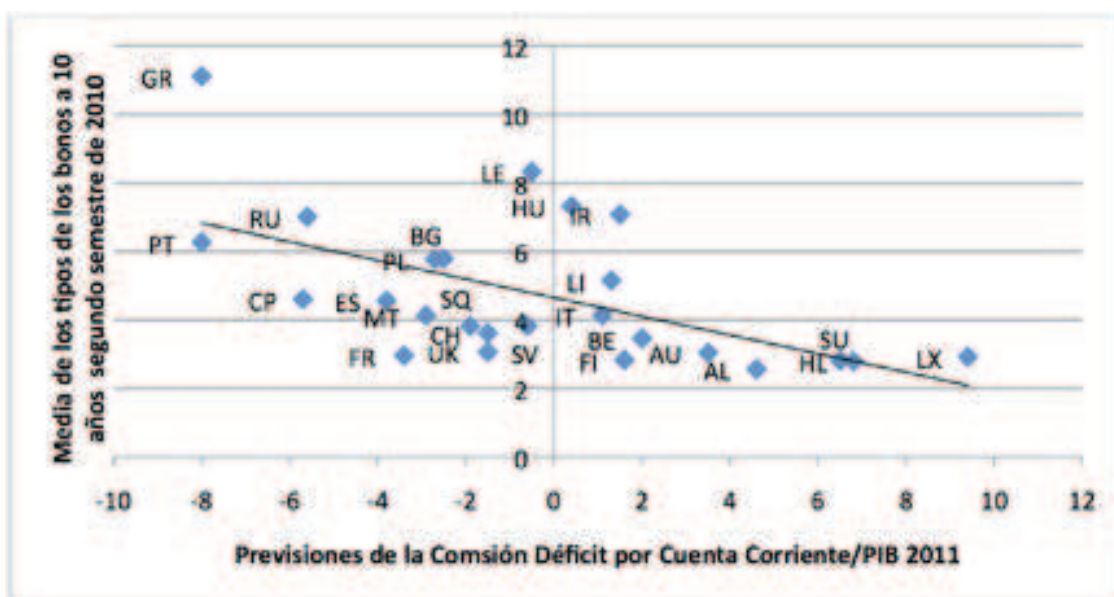
1. Los *spreads* (diferencia entre tipos de interés) en los mercados de bonos de deuda pública son indicadores de la vulnerabilidad fiscal del país emisor.

<sup>15</sup> Según el Consejo de la UE (26 de octubre de 2011): *An agreement that should secure the decline of the Greek debt to GDP ratio with an objective of reaching 120% by 2020. Euro area Member States will contribute to the PSI package up to 30 bn euro. The nominal discount will be 50% on notional Greek debt held by private investors. A new EU-IMF multiannual programme financing up to 100 bn euro will be put in place by the end of the year. It will be accompanied by a strengthening of the mechanisms for the monitoring of implementation of the reforms.*

2. La discriminación que efectúa el inversor por activos de deuda responde a criterios fundamentalmente de liquidez.

Además, los movimientos en los diferenciales de las curvas de tipos pueden verse afectadas por cambios en las preferencias de los inversores vinculadas a la calificación del riesgo. En tiempos de incertidumbre económica y financiera los inversores se hacen más aversos al riesgo, lo que redundará en una búsqueda de activos con bajos niveles de riesgo y altos niveles de liquidez. Prefieren asimismo el corto al largo plazo.

GRÁFICO 9: TIPOS DE LOS BONOS SOBERANOS A 10 AÑOS EN RELACIÓN A LAS EXPECTATIVAS DE DÉFICIT POR CUENTA CORRIENTE RESPECTO AL PIB (PREVISIONES ECFIN)



Fuente: Elaboración propia con datos de Eurostat, BCE y ECFIN.

Los países que están por encima de la línea de tendencia tienen recorrido al alza en tipos porque, dados sus niveles de deuda, les correspondería pagar más interés a los prestamistas de lo que pagan actualmente. Los países que están por debajo de la línea estarían pagando por su deuda más intereses de los que le corresponden.

En principio tendrían que ser, como indica el gráfico 9, los países que peores expectativas tengan sobre sus déficits por cuenta corriente futuros los que mayor prima de riesgo debieran pagar en las siguientes emisiones. Esto se debe a sus mayores dificultades para colocar sus emisiones en los mercados internos y a la obligación de tener que recurrir a inversores foráneos para cubrirlas.

## 5. ANÁLISIS DEL COEFICIENTE BETA DE INTEGRACIÓN FINANCIERA Y DE LOS CDS COMO SUSTITUTOS DEL SPREAD DE DEUDA

Una medida utilizada con frecuencia para calcular el grado de integración transfronteriza (*cross-border integration*) de los mercados financieros consiste en realizar una regresión sobre los cambios en las curvas de tipos de los bonos de los gobiernos individualizadas por países frente a los cambios experimentados en las curvas de tipos medios del mercado (*benchmark*). Según lo indicado, el coeficiente resultante representaría la convergencia plena si tuviese valor unitario. La evolución de la beta, que es como se denomina al coeficiente, ha tenido un comportamiento irregular desde que se empezó a calcular en 1998 por el BCE, pero se puede concluir, viendo su evolución temporal, que converge hacia la unidad, al menos hasta 2008. Este indicador muestra que, tras descontar las señales de las diferencias de riesgo en los bonos soberanos, el resultante sirve para identificar las divergencias entre los mercados de deuda respecto del estándar teórico que, en el caso europeo, estaría cerca del valor asumido por el bund alemán. Llegados a este punto, es necesario definir como elabora el BCE el indicador beta<sup>16</sup> para los mercados de deuda pública de la eurozona (ECB, 2009a y 2009b). El BCE denomina Beta-convergencia a:

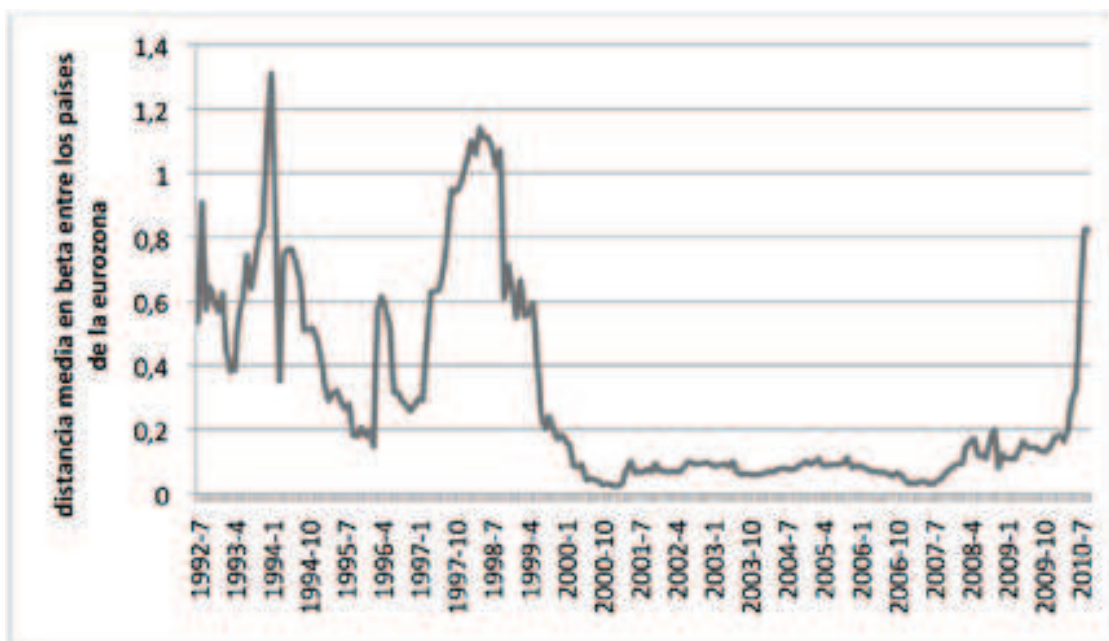
$$\Delta S_{i,t} = \alpha_i + \beta S_{i,t-1} + \sum_{l=1}^L \gamma_l \Delta S_{l,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

Donde  $\Delta S_{it}$  representa el cambio en el *spread* de la curva de tipos.  $L$  denota el número de retardos (y en las aplicaciones empíricas el resultado es dos retardos). Los coeficientes son estimados mediante una regresión de panel-data con efectos fijos ( $\alpha_i$ ). Una  $\beta$  negativa indica que los activos con altos *spreads* tienen una tendencia hacia la convergencia estándar más rápida que los activos con bajos *spreads*. En resumen, la magnitud absoluta de la magnitud  $\beta$  mide la velocidad media de convergencia hacia el estándar del mercado. Según esta definición, una  $\beta$  negativa no debe ser interpretada de forma distinta a otra con niveles elevados. Miden distancias respecto del nivel óptimo de integración de los mercados que sería la unidad.

<sup>16</sup> Es un indicador complementario de integración en el mercado de la deuda pública que mide el grado de respuesta de la rentabilidad de la deuda a variaciones en la rentabilidad del *benchmark* de referencia. La filosofía tras el indicador es que las respuestas conjuntas que los mercados deben dar a un suceso en un entorno integrado deben ser cuando menos parecidas a la de su *benchmark* de referencia. Así, no debieran reaccionar de forma específica a cambios de cada país que vendrían recogidos por los efectos de variables *dummy*. En su último informe sobre convergencia financiera, el Banco Central Europeo (2009a) indica que “*incluso controlando por el diferente riesgo de crédito (aproximado por dummies en función del rating de cada país), hay claros signos de que los spreads en la deuda pública han aumentado, con aumentos en el coeficiente beta (ajustado por el riesgo).*”



GRÁFICO 10: EVOLUCIÓN DE LA VOLATILIDAD DEL COEFICIENTE BETA DE CONVERGENCIA DE LOS MERCADOS DE DEUDA ENTRE 1992 Y 2010.



La distancia mide la diferencia media de los países respecto de valor 1.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del BCE.

Como se puede observar en el gráfico 10, desde 2008 ha disminuido el grado de respuesta de las rentabilidades nacionales respecto al *benchmark* de referencia que establece el BCE, lo que indica un deterioro en la evolución de la integración de los mercados de deuda pública abriéndose un periodo de divergencia que continúa a lo largo de 2010 y 2011.

Una alternativa a los *spreads* de deuda que desvincula las posiciones de los inversores de las evaluaciones existentes por parte de las agencias calificadoras de riesgos (*ratings*) son los CDS. Estos “seguros de inversión” se han puesto de moda tras los problemas en la valoración de activos contaminados vinculados a la crisis financiera. Son un contrato bilateral en el que una parte asegura el cobro mientras el otro asume el riesgo cobrando por ello. Cuanto mayor es el riesgo, más son los puntos básicos que obtiene el asegurador. El comprador hará una serie de pagos en el tiempo (primas) y el vendedor se compromete a cubrir parte o el total del crédito asegurado. Los CDS se utilizan en el aseguramiento de grandes corporaciones, de paquetes de referencia crediticia o CDO (por sus siglas en inglés Collateralized Debt Obligations) o de los bonos de deuda soberana, y se dieron a conocer tras el estallido de la crisis *subprime*. El subyacente es alto, como mínimo 10 millones de dólares y el plazo oscila entre uno y diez años. Para evitar movimientos especulativos, apalancamientos y manipulación en los precios se debe requerir que toda cobertura tenga su subyacente. El mercado de CDS debiera estar organizado y supervisado por el BCE. En el gráfico 11 se pueden ver los movimientos en los CDS originados por las crisis de deuda griega e irlandesa y como coinciden con los picos.



GRÁFICO 11: DISPERSIÓN EN LA PRIMA DE LOS CDS A 5 AÑOS PARA BONOS SOBERANOS DE LA EUROZONA. EN PUNTOS BÁSICOS



Fuente: elaboración propia a partir de datos del BCE.

Una prima de 100 puntos básicos tiene un coste de 100.000 euros y sirve para asegurar un paquete de bonos subyacente con nominal 10 millones de euros.

## 6. EFECTOS SOBRE LA UE AMPLIADA

A mediados de 2004, un grupo de 10 países se sumaron a la UE. Entre ellos, buena parte podrían ser considerados como “economías emergentes”. Su ingreso implicó un penoso proceso de transformaciones económicas y sociales en pos de alcanzar el *acquis communautaire* además de obligarles a aplicar políticas tendentes a la estabilidad macroeconómica, la apertura exterior y la liberalización generalizada de sus mercados internos. En sus tratados de adhesión figuraba su compromiso a adquirir el euro como moneda lo antes posible. Ello les obliga al cumplimiento *stricto sensu* de los criterios de convergencia de Maastricht, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento Reformado<sup>17</sup>, la coordinación fiscal, la aplicación del Plan de Acción de Servicios Financieros, las directivas europeas de ordenación bancaria...

Entre las exigencias impuestas a los nuevos miembros se incluían 42 medidas referentes a reformas bancarias, de compañías aseguradoras y de mercados financieros. A priori, estos cambios resultaron atractivos por cuanto

<sup>17</sup> Recordar que en 2002 el ECFIN estaba enfrascado en la difícil decisión de sancionar a Francia y Alemania por sus déficit excesivos que rondaban el 4%. Con el nuevo pacto de estabilidad no hubo sanciones para países que, como Grecia, Irlanda, España o Reino Unido, superaron ampliamente los niveles del 10% del PIB en el año 2009.

supondrían un mayor acceso a financiación y capital foráneo con reducciones en su coste. Además, la persecución del euro reduciría los índices de riesgo país al introducir sus divisas en el Mecanismo de Cambios regulado por el Banco Central Europeo (Boubakri, 2011). Pero no todos los objetivos se cumplieron. La escasez de capitales internos para financiar la privatización bancaria hizo que la mayor parte de ellos acabasen en manos de extranjeros (Frommel, 2011). La media en los países ampliados es del 60%<sup>18</sup> de bancos de capital extranjero frente al 20% de la UE-15 (Albrieu, 2009). Lo ocurrido en el sector bancario fue un reflejo de lo sucedido con los flujos de inversión extranjera directa que se multiplicaron entre 2000 y 2007. Ello contribuyó a aumentar la vulnerabilidad de los nuevos miembros en los mercados financieros.

Es evidente que, en medio de la crisis económica presente, son los nuevos socios o los aspirantes a serlo los más vulnerables. Probablemente, los habitantes de las zonas más pobres de Europa del Este nunca se habían planteado que la falta de liquidez en los mercados financieros internacionales podría empobrecerlos aún más o sería determinante para truncar la evolución de sus rentas per cápita.

Ante los sucesos que han forzado la aplicación de planes de rescate en las economías griega, portuguesa e irlandesa, el ministro de hacienda alemán, Peer Steinbrück, aseguró que Alemania no dejará caer a ninguno de sus socios del euro en una situación de incumplimiento (Hefeker, 2011), semejante a la de Islandia<sup>19</sup>. También Sarkozy defiende que la crisis actual es una oportunidad para relanzar el proceso de integración de la deuda pública europea<sup>20</sup>. El eje París-Berlín de nuevo marca la pauta a seguir.

El negocio de crédito bancario de bancos suizos y austriacos, ante el exceso de liquidez de la última década, encontró un succulento negocio en financiar actividades económicas en los vecinos del este. La actual escasez del crédito hace que no se renueven las inversiones fuera de los países de origen de los capitales y la consecuencia es que más de 400.000 millones de dólares deben ser devueltos en cortos plazos de tiempo por los nuevos miembros a bancos de la UE-15. Esto supone más de un tercio del PIB en los países bálticos, Hungría, Rumanía, Polonia y Bulgaria<sup>21</sup>. Esta situación lastra el comportamiento de sus divisas y perjudica aún más la devolución de los créditos, denominados obviamente en euros.

Austria es el país de la UE-15 más afectado, ya que sus socios del Este acaparan una quinta parte de sus exportaciones y su sistema bancario es el más expuesto en esos países, tras haber concedido créditos por 230.000 millones de euros, el 70% del PIB del pequeño país alpino.

<sup>18</sup> Algunos países como Estonia o Eslovaquia tienen ratios cercanos al 100%.

<sup>19</sup> El 26 de octubre de 2011 el Consejo Europeo decidió una quita del 50% a la deuda griega.

<sup>20</sup> El Primer Ministro Francés ha declarado que "incluir a Grecia en el euro ha sido un error que ahora debemos pagar" Declaraciones en la rueda de prensa posterior al Consejo del día 26 de octubre de 2011.

<sup>21</sup> Según un estudio de Morgan-Stanley.

En Europa del Este, Hungría es el país más expuesto. En medio de una profunda recesión, su moneda, el forint, se derrumbó un 25% en apenas seis meses. Pero la situación no es nueva, ya que en octubre de 2008, el Fondo Monetario Internacional (FMI) y la UE le otorgaron un crédito de urgencia de 20.000 millones de euros para que no se declarara en suspensión de pagos. Pero Hungría no es la excepción. El panorama es similar en toda la región: economías dependientes de una fuerte inversión extranjera, con abultados déficit por cuenta corriente y con un crecimiento basado en unas exportaciones industriales que han caído en picado por la crisis económica global.

En Rumania la deuda externa privada del país alcanza el 42,4% del PIB. Más de la mitad de los créditos están concedidos en euros, con lo que aumenta el riesgo de una ola de morosidad que hace más difícil aún cumplir con los pagos viendo la evolución de su moneda. Ello afectaría a su vez a los bancos extranjeros, mayoritarios en el país. Los diferenciales de tipos en países como Lituania, Letonia, Chipre o Hungría han llegado en 2009 hasta el 10% (1000 puntos básicos) en algunos casos, con tipos absolutos del 14%, muy por encima de los alcanzados por Grecia o Irlanda. El *spread* de la mayor parte de ellos se ha reducido a lo largo de 2010 y 2011.

## 7. CONCLUSIONES

En un entorno en el que los bancos centrales han restringido el crédito en el mercado mayorista, los efectos no han tardado en transmitirse hacia aquellos sectores demandantes de financiación: en especial pequeñas y medianas empresas, deuda pública y mercados de renta fija. En función de la situación interna existente en cada país la incidencia de los *spreads* sobre tipos ha sido diferente. Al fin y al cabo, éstos son el reflejo de los desequilibrios existentes entre demanda y oferta de crédito, y por tanto de la capacidad para cubrir las necesidades de financiación.

La ruptura de hecho del Pacto de Estabilidad y Crecimiento con su reforma ha permitido el uso indiscriminado de políticas de expansión del gasto público en la reciente crisis alcanzando los países niveles impensables hace 10 años. Además se produce la circunstancia de que los países de la UE en los últimos años empiezan a tener un comportamiento bipolar. A todos afectó de forma similar la transmisión inicial de la crisis, pero está siendo bien distinta la fase de aceleración del crecimiento posterior a la misma. Un grupo de países, liderados por Alemania tuvieron políticas anticíclicas vinculadas al mercado de trabajo, reducción de las jornadas laborales e incentivos para aquellas empresas que no expulsaban mano de obra al desempleo. El impacto en estos países sobre el mercado laboral ha sido muy reducido y en 2010 Alemania creció al 3.6% lo que supone su mayor crecimiento en los últimos 20 años. Otro grupo de países como Grecia, España, Letonia, Lituania, Portugal o Irlanda han visto cebarse en ellos las consecuencias de la crisis. Acaso porque su burbuja inmobiliaria era más grande que en el resto, acaso porque la confianza y el

apoyo de los inversores internacionales les dio la espalda, o porque la crisis puso al descubierto desequilibrios estructurales en sus mercados de crédito, laborales, inmobiliarios o bancarios.

Desde 2008 se han incrementado drásticamente los *spread* de deuda en la UE-15 y más aún en los países vinculados al Mecanismo de Tipos de Cambio. Consecuencia de ello es una mayor segmentación de los mercados de deuda pública, con los consiguientes retrocesos en las betas de integración y la contracción de las operaciones transnacionales (*cross-border*). El retroceso en la integración afectó más a algunos mercados: las bolsas perdieron su sincronización, aunque sigue siendo elevada, los mercados bancarios se centran en los mercados domésticos, recogiendo velas en el foráneo, y los fondos de inversión, de pensiones y aseguradoras apuestan por retirar fondos optando por inversiones menos arriesgadas. Resultado de todo ello, la integración financiera europea se ha resentido.

Es un hecho que hay argumentos económicos que impulsan la idea de que la integración financiera genera beneficios económicos y sociales. La actitud de los reguladores y supervisores va en línea con la integración y Europa y la UE han demostrado históricamente su capacidad para reinventarse a sí misma. De ahí la necesidad de regular un marco institucional cómodo para los inversores, transparente e independiente bajo normas de cooperación y coordinación económica que sostengan la estabilidad macroeconómica y eviten crisis futuras que obstaculicen el proceso de integración. Porque, si algo se demuestra en esta reflexión es que más crisis implica necesariamente menos integración financiera. Recordando la frase atribuida a Keynes y aplicándola a la existencia de una regulación de mercado potente en Europa, «podemos guiar a un caballo hasta el agua, pero no podemos obligarle a beber». Los inversores son libres y gestionan su riesgo en función de sus preferencias más allá de las apetencias de los gobiernos.

#### REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Agenor, P. y Aizenman, J. (2011): "Capital Market Imperfections and the Theory of Optimum Currency Areas", *Journal of International Money and Finance* 30(8), 1659-1675.
- Albrieu, R. (2009): "Integración y desarrollo financiero en la Europa emergente. Reflexiones desde el Cono Sur", *Observatorio económico del Mercosur*, julio 2009.
- Álvarez, I. (2008): "Financiarización económica y relación salarial. *Problemas del Desarrollo*", *Revista Latinoamericana de Economía*, 39(155), octubre-noviembre 2008.
- Anderson, H. M., Dungey, M. et ál. (2011): "Financial Integration and the Construction of Historical Financial Data for the Euro Area", *Economic Modelling* 28(4), 1498-1509

- Avgitidou, A. (2010): "Financial Crisis: The Myth of Free Market Ideology and Current Regulatory Reforms", IIPPE Financialisation Working Paper 8
- Baele, L. Ferrando, A. Hördahl, P. Krylova y Monnet, C. (2004): "Measuring Financial Integration in the EU Area", Occasional paper nº 14, Banco Central Europeo, mayo 2004.
- Banco Central Europeo (2004): "Report on EU Banking Structures", noviembre 2004.
- Banco Central Europeo (v.a), "Financial Integration in Europe", varios años. Frankfurt.
- Barth, J., G. Caprio y R. Levine (2001): "Banking Systems around the Globe: Do Regulation and Ownership Affect Performance and Stability?" en: F. Mishkin (ed.), *Financial Supervision and Regulation: What Works and What Doesn't*, Chicago University Press, Chicago, 31-88.
- Belke, A. y von Schnurbein, B. (2012): "European Monetary Policy and the ECB Rotation Model", *Public Choice* 151(1-2), 289-323.
- Bernard, A.B. y Durlauf, S. (1996): "Interpreting Tests of Convergence Hypothesis", *Journal of Econometrics*, 71(1-2), 161-174.
- Boubakri, S. y Guillaumin, C. (2011): "Financial Integration and Currency Risk Premium in CEECs: Evidence from the ICAPM", *Emerging Markets Review* 12(4), 460-484.
- Cendejas, J.L, del Hoyo, J., Llorente, G, Monjas, M. y Rivero, C. (2007): "Los procesos de convergencia financiera en Europa y su relación con el ciclo económico", Working paper 18, Fundación BBVA.
- Cesarano, F. (2011): "The Political and Economic Dimension of Monetary Unions" *Open Economies Review* 22(5), 985-996.
- Christova, A. (2011): "The European Stability Mechanism: Progress or Missed Opportunity?", *Baltic Journal of European Studies* 1(10).
- Clifton, J., Comín, F., Diaz, D. (2006): "La privatización de empresas públicas en la UE: ¿la vía británica o la senda europea?", *Revista de Economía Mundial* 15, 121-153
- ECB - European Central Bank (2009a): *Financial Integration Indicators*, Frankfurt.
- ECB - European Central Bank (2009b): *Financial Integration in Europe*. Frankfurt.
- Economides, N. y Siow, A. (1988): "The Division of Markets is limited by the Extent of Liquidity (Spatial Competition with Externalities)", *American Economic Review*, 78(1), 1719-1734.
- Eichler, S. y Karmann, A. (2011). "Optimum Currency Areas in Emerging Market Regions: Evidence Based on the Symmetry of Economic Shocks." *Open Economies Review* 22(5): 935-954.



- Favero, C., Pagano, M. y Von Thadden, E.L. (2007): How Does Liquidity Affect Government Bond Yields?, Working paper 181, CSEF - Centre for Studies in Economics and Finance, Universidad de Salerno.
- Fritsche, U. y Kuzin, V. (2011): "Analysing Convergence in Europe Using the Non-linear Single Factor Model." *Empirical Economics* 41(2), 343-369
- Frommel, M., Garabedian, G. et ál. (2011): "Monetary Policy Rules in Central and Eastern European Countries: Does the Exchange Rate Matter?", *Journal of Macroeconomics* 33(4), 807-818.
- Gómez, N. (2007): Efectos de la Unión Cambiaria sobre los diferenciales de rentabilidad de la Unión Europea-15. *Cuadernos de Economía* 30(82), enero-abril, 101-114.
- González-Páramo, J.M. (2007): "La experiencia de integración financiera de la Unión Europea". Discurso pronunciado por José Manuel González-Páramo, miembro del Comité Ejecutivo del BCE en el II Foro Perú-Unión Europea: Una perspectiva del Perú, América Latina y Europa. Fundación Euroamérica, Lima, 29 de octubre de 2007.
- Hefeker, C. (2011): "Policy Uncertainty and Economic Reforms in a Monetary Union", *German Economic Review* 12(3), 274-285.
- Issing, O. (2011): "The Crisis of European Monetary Union - Lessons to be Drawn." *Journal of Policy Modeling* 33(5), 737-749.
- Konings, M. y Panitch, L (2009): Global Finance in Crisis, *Papeles de Europa*, 19.
- Levine R., N. Loayza, y T. Beck (2000): "Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes", *Journal of Monetary Economics*, 46(1).
- Levine, R. (2003), "Finance and Growth: Theory and Evidence" en P. Aghion y S. Durlauf (eds): *Handbook of Economic Growth*, Elsevier Science, Capítulo 12.
- London Economics (en asociación con PricewaterhouseCoopers y Oxford Economic Forecasting) (2002): "Quantification of the Macroeconomic Impact of Integration of EU Financial Markets", noviembre 2002.
- Martín, P. y Rey, H. (2004): Financial Super-Markets: Size Matters for Asset Trade. *Journal of International Economics*, 64, 335-361.
- Maudos, J. (v.a): "Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos", Fundación de Estudios Financieros.
- Maudos, J. y Pérez, F (2004a): "Convergencia, integración y competencia en los mercados financieros europeos", *Papeles de economía española*, 101, 114-136.
- Maudos, J. y Pérez, F. (2004b): "Convergence, Integration and Competition in the European Financial Markets", *MPRA Paper 15889*, University Library of Munich, Germany.

- Narayan, P. K., Mishra, S. et ál. (2011): "Do Market Capitalization and Stocks Traded Converge? New Global Evidence", *Journal of Banking & Finance* 35(10), 2771-2781.
- Sapir, A. (2011). "European Integration at the Crossroads: A Review Essay on the 50th Anniversary of Bela Balassa's Theory of Economic Integration", *Journal of Economic Literature* 49(4): 1200-1229.
- Solans, E.D. (2001): "Los mercados financieros en la Unión Monetaria Europea", *XXVIII Jornadas de Mercados Financieros*, Valencia, 8 de junio de 2001
- Tobin, J. (1984): "On the Efficiency of the Financial System", *Lloyd's Bank Review*.
- UNCTAD (2005): "Investor-State. Disputes Arising from Investment Treaties: A Review", Series on International Investment Policies for Development, UNCTAD,
- Weber, A. A. (2011): "Challenges for Monetary Policy in the European Monetary Union", *Federal Reserve Bank of St Louis Review* 93(4), 235-242.
- Zorzi, M. C. y M. Rubaszek (2012): "On the Empirical Evidence of the Intertemporal Current Account Model for the Euro Area Countries", *Review of Development Economics* 16(1), 95-106.