

Este artículo ha sido elaborado por Antonio Millaruelo y Ana del Río, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

### Introducción

Una unión monetaria requiere mecanismos eficaces para que las economías integrantes puedan amortiguar los efectos de perturbaciones asimétricas. La experiencia de uniones monetarias maduras muestra que los mercados financieros pueden desempeñar un papel importante a este respecto. Al reducir las barreras para las operaciones de inversión y financiación transfronterizas, la integración financiera expande las posibilidades para que las economías compartan y diversifiquen riesgos a través de los flujos de crédito, inversiones y participaciones recíprocas, promoviendo, además, unos mercados más competitivos y una asignación más eficiente de recursos. La integración financiera constituye también un pilar básico para que los impulsos de la política monetaria única se transmitan de manera efectiva y equilibrada a todos sus miembros.

Un mercado financiero se considera plenamente integrado cuando los agentes, independientemente de su nacionalidad o residencia, tienen acceso a él en igualdad de condiciones. Por tanto, una mayor integración financiera entre economías tenderá a manifestarse en un incremento de los flujos de capital transfronterizos, en una disminución del sesgo doméstico en las carteras de los agentes y en una convergencia en el precio de los instrumentos financieros con características similares. No obstante, estos indicios externos de integración financiera han de evaluarse con precaución, pues pueden recoger el efecto de otros fenómenos. Así, por ejemplo, aunque la crisis financiera global vino precedida de una larga etapa de fuerte crecimiento de las operaciones financieras transfronterizas y de elevada correlación en el precio de los activos, parte de esta evolución fue fruto también de una minusvaloración de los riesgos, en ocasiones propiciada por innovaciones financieras complejas.

En la zona del euro, la crisis ha supuesto un retroceso importante de la integración en aquellos mercados financieros en los que había alcanzado un grado mayor, como los de financiación mayorista —principalmente el monetario y el de deuda pública y bancaria—. Este proceso ha recibido el nombre de «fragmentación financiera» o «renacionalización», dado que ha producido una mayor compartimentación de los mercados según las líneas fronterizas de los Estados miembros. Como resultado de ello las condiciones financieras nacionales han sido divergentes. Esta fragmentación vino alimentada por las propias carencias en el diseño institucional de la unión monetaria, hoy en fase de superación.

Este artículo ilustra cómo la crisis provocó una profunda y persistente fragmentación de los mercados financieros que, a pesar de su mejora reciente, se mantiene y se traduce en unas condiciones de financiación demasiado estrictas en, precisamente, aquellos países que más necesitan del estímulo de la política monetaria. Para ello, el segundo epígrafe sitúa en contexto al lector, describiendo el punto de partida y los avances en la integración financiera que se produjeron antes del desencadenamiento de la crisis. El tercero se centra en el análisis de indicadores de fragmentación para el sector bancario, por su relevancia en la UEM y por ser el sector donde este proceso fue más evidente desde un principio, agudizado posteriormente por la interacción con los riesgos de la deuda soberana. El cuarto epígrafe ilustra las implicaciones de la fragmentación financiera en términos de las asimetrías nacionales en el coste de la financiación. Después, en el epígrafe quinto, se aborda la valoración directa de algunas variables en las que este fenómeno se

**La integración financiera en la UEM antes de la crisis: alcance desigual e incompleto**

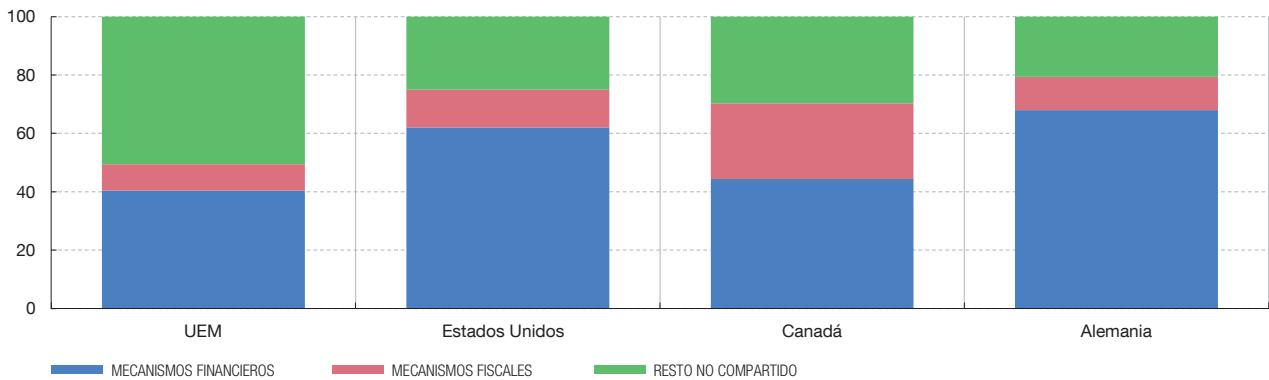
ha manifestado de forma más patente, como los flujos transfronterizos de capitales o el sesgo doméstico en las carteras de los inversores. El último epígrafe recoge las principales conclusiones.

La zona del euro fue partícipe, antes de la crisis, de la tendencia global a la internacionalización de las operaciones financieras. No obstante, el principal motor de la integración financiera dentro del área fue la creación de la moneda única en 1999, reforzada por las diferentes iniciativas comunitarias para formar un mercado único de servicios financieros a través de la progresiva armonización de los marcos legislativos y regulatorios así como del desarrollo de las infraestructuras sobre las que descansan los distintos segmentos de mercado (como las plataformas de grandes pagos o los sistemas de liquidación de valores).

Como documentan los informes de integración financiera anuales del BCE, el primero publicado en 2005, los avances fueron destacables a partir de 1999, aunque desiguales dependiendo del tipo de mercado y sector. Tras la introducción del euro, el mercado monetario logró una integración considerable de manera rápida, lo que era indispensable para garantizar una traslación uniforme del tono de la política monetaria. Este proceso vino apoyado por la interconexión en 1999 de los quince sistemas nacionales de grandes pagos a través de TARGET, plataforma que en 2007 fue sustituida por TARGET2. Los mercados de bonos, incluido el de deuda corporativa, también lograron un elevado grado de integración, de manera simultánea a su expansión y con la excepción del segmento de valores de corto plazo [véase Trichet (2008)]. El proceso fue, en cambio, más lento en los mercados de renta variable, para los que han persistido mayores barreras institucionales [Trichet (2008) y Jappelli y Pagano (2008)]. A pesar de ello, como recoge el BCE (2013a), las tenencias transfronterizas dentro de la UEM de valores de renta variable cotizados han ido incrementándose considerablemente, pasando del 22 % en 2001 al 43 % en 2011.

Aunque el sistema bancario del área del euro pudo acceder a unos mercados mayoristas de financiación cada vez más integrados, la actividad minorista y los sistemas de pequeños pagos se mantuvieron fragmentados. La existencia de marcos legales y estándares nacionales diferenciados, así como la naturaleza intrínseca de esta actividad, que requiere cierta cercanía con el cliente, limitaron el alcance de la integración. Reflejo de ello fue también el hecho de que las fusiones y adquisiciones dentro del sistema bancario en la UEM hayan tenido un carácter eminentemente nacional y que la presencia de banca extranjera en los países del área —a través de filiales o sucursales— haya sido reducida, hecho que afecta en particular a los países de mayor tamaño [véanse BCE (2013b) y Sapir y Wolff (2013)]. De acuerdo con BCE (2013a), el valor mediano del peso de las filiales y sucursales extranjeras en el activo de cada sector bancario nacional suponían el 19 % en 2008, cifra que con la crisis se ha reducido al 16 % en 2012, nivel todavía superior al 11 % en que se situaba en 2001. Detrás de estas cifras referidas a la mediana de la distribución de países, se esconde una notable heterogeneidad, habiendo países en los que la banca extranjera es la predominante, mientras que en otros la presencia es mínima (el porcentaje correspondiente al percentil 25 es del 5,4 % en 2012). Aunque no son medidas exactamente equivalentes, Morgan *et al.* (2004) muestran que en Estados Unidos el porcentaje de los activos bancarios en un Estado que eran propiedad de consorcios bancarios con activos en otros Estados americanos se multiplicó hasta situarse en el 60 % en 1995, después de los cambios regulatorios implementados que fueron permitiendo la operativa bancaria entre Estados.

A pesar de los avances, por tanto, la integración financiera en la UEM estaba lejos de haber culminado antes de la crisis. Esta conclusión es también la que se desprende de los



FUENTES: Banco de España y otros.

a Las estimaciones para cada área geográfica se toman de Banco de España (2013) para el caso de la UEM; Asdrubali, Sorensen y Yosha (1996) para Estados Unidos; Balli, Basher y Rosmy (2012) para Canadá, y Hepp y Von Hagen (2013) para Alemania. Los mecanismos financieros incluyen un canal de rentas de factores y un canal de ahorro (que aproximaría el efecto amortiguador del recurso al crédito internacional). Los mecanismos fiscales son transferencias internacionales en el caso de la UEM, mientras que en los demás casos se trata de transferencias entre Estados federados o provincias que pertenecen al país en cuestión. El Resto no compartido recoge fundamentalmente la proporción de varianza no explicada por el resto de los canales. El marco de la Contabilidad Nacional en el que se apoyan los análisis presentados no contempla el papel de las ganancias de capital como un mecanismo adicional para compartir riesgos, canal que, no obstante, se demuestra significativo en, por ejemplo, Balli *et al.* (2011).

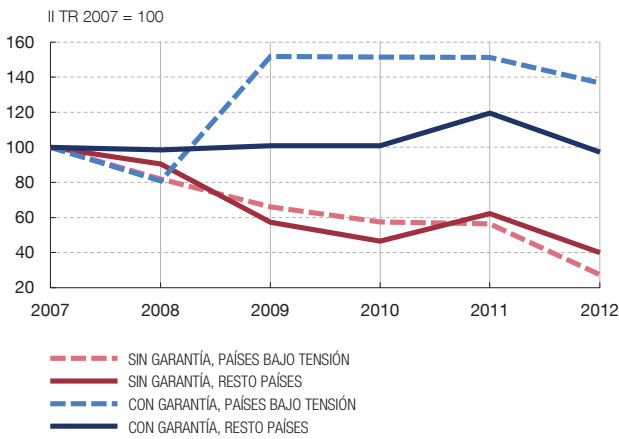
trabajos empíricos disponibles que cuantifican la capacidad para amortiguar los efectos de perturbaciones asimétricas en uniones monetarias. Como se ilustra en el gráfico 1, los estudios disponibles apuntan, en general, a que la capacidad de la UEM para compartir riesgos a través de los mercados financieros es menor que la correspondiente a otras áreas monetarias. Además, como la zona del euro no dispone de un presupuesto central —más allá de un presupuesto comunitario muy reducido—, el canal de las transferencias entre Estados tampoco tiene importancia destacable comparado con los países que sí disponen de presupuestos federales centrales significativos. Ello implica que el porcentaje de riesgo no compartido en el área del euro es superior a la mitad. Además, dentro de los mecanismos financieros, el grueso de la compensación en la zona del euro discurre a través del canal del ahorro o del crédito, ya que el papel de las rentas de capital es muy escaso. Estudios más recientes como el de Furceri y Zdzienicka (2013) revelan cómo esta vía de ajuste se ve notablemente mermada durante las etapas de crisis. Por lo tanto, el proceso europeo de integración financiera, basado principalmente en flujos de crédito y no tanto en las relaciones de inversión directa o de copropiedad, era más vulnerable a *shocks* asimétricos y a que se desencadenasen tendencias en sentido opuesto, que a la postre llegaron a suponer un importante riesgo desestabilizador para las economías dependientes de la financiación exterior.

Aunque las tensiones financieras estuvieron inicialmente muy confinadas al mercado interbancario, la fragmentación comenzó a extenderse cuando la crisis adquirió características propias en la zona del euro distintas de la dinámica global y mutó en una crisis de deuda soberana que puso de relieve las carencias del diseño institucional de la UEM.

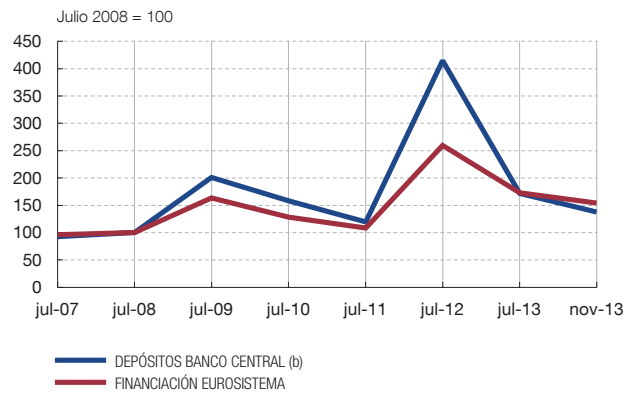
### La interacción del riesgo soberano y la fragmentación del sector bancario

La crisis financiera tuvo desde su inicio a mediados de 2007 un grave impacto sobre el mercado interbancario, pieza vital del sistema financiero del área del euro así como para la instrumentación y transmisión de la política monetaria única. Las entidades se mostraban reacias a prestarse entre sí, lo que provocó una grave pérdida de liquidez y un repunte de los tipos negociados en el segmento de préstamos sin garantía. Como se ilustra en el primer panel del gráfico 2, la caída de la actividad de préstamos sin garantías fue general por países. Esta situación hizo que el BCE adaptase su operativa con el fin

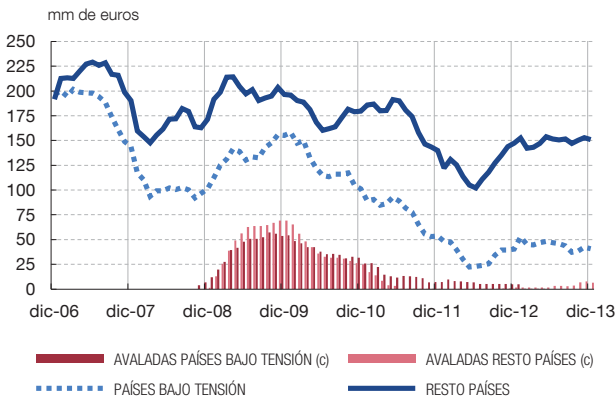
PRÉSTAMOS EN LOS MERCADOS MONETARIOS (a)



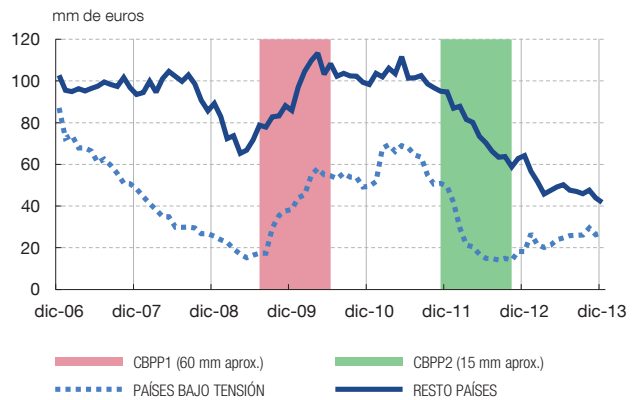
RECURSO A LA FINANCIACIÓN Y LOS DEPÓSITOS CON EL EUROSISTEMA



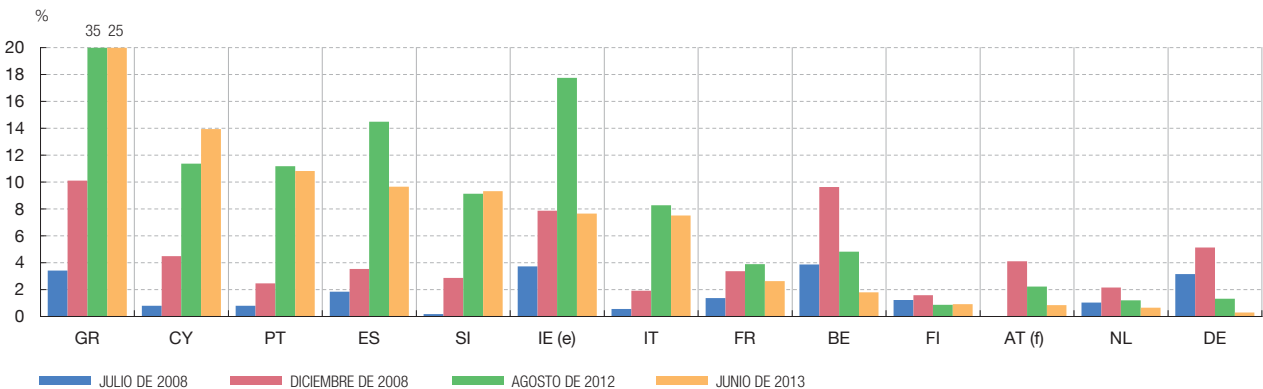
EMISIONES DE BONOS (NO RETENIDAS)  
Acumuladas doce meses



EMISIONES DE COVERED BONDS  
Acumuladas doce meses



FINANCIACIÓN DEL BANCO CENTRAL EN PORCENTAJE DEL PASIVO BANCARIO (d)



FUENTES: Dealogic, ESRB risk dashboard de septiembre de 2013 y Banco Central Europeo.

- a Volumen medio diario durante el segundo trimestre de cada año. La información del informe de integración financiera de 2013 de «bajo tensión» incluye Italia, España, Grecia, Portugal, Irlanda, Chipre y Eslovenia.
- b Facilidad de depósito más cuenta corriente.
- c Emisiones no retenidas y con aval público.
- d El pasivo excluye el capital y las reservas.
- e Parte de este descenso refleja la operación de liquidación de IBRC (antiguo Anglo Irish Bank).
- f Dato de julio de 2008 no disponible.

de asumir un papel creciente de intermediario en el suministro de liquidez<sup>1</sup>. La apelación a la financiación del Eurosistema creció en torno al 80 % en la segunda mitad de 2008, de una manera generalizada por países, al tiempo que las entidades con exceso de fondos, para evitar los riesgos de contrapartida, incrementaron sus posiciones acreedoras en el propio banco central. La intervención del BCE contribuyó a reconducir el nivel de las primas de riesgo en los mercados monetarios, si bien la actividad en el mercado interbancario no se recuperó y el sistema bancario mantuvo una dependencia elevada de los recursos del banco central. Durante esta primera etapa de la crisis, la refinanciación de la deuda bancaria contó con el respaldo de los esquemas de avales públicos que se introdujeron con la crisis y del primer programa de compras de *covered bonds* del BCE, CBPP1 (véanse los paneles centrales del gráfico 2). Las nuevas emisiones bancarias de deuda senior con aval bancario superaron los 120 mm de euros en el conjunto de 2009, al tiempo que las adquisiciones a través del CBPP1 alcanzaron el objetivo de 60 mm de euros en junio de 2010.

La irrupción de la crisis de la deuda soberana, especialmente a partir de 2011, fue el resultado de una preocupación creciente sobre los desequilibrios macroeconómicos y financieros de algunos Estados miembros y las deficiencias en la estructura institucional del área, todo ello agravado con la recaída de la actividad económica en ese año. En consecuencia, tal como se explica en el párrafo siguiente, los problemas de fragmentación en el sector bancario se agudizaron. Aunque los focos de tensión fueron numerosos, la necesidad de reestructurar la deuda griega con la participación del sector privado (condición para el segundo programa de asistencia griego) supuso un cambio trascendental en la percepción del riesgo que entrañaba la exposición soberana en la zona del euro. Esta operación, acordada por los jefes de Estado y de Gobierno en julio de 2011 pero concretada en el primer trimestre de 2012, contribuyó a un aumento desordenado de las primas de riesgo soberanas que, en ausencia de un mecanismo común para la resolución de crisis suficientemente potente, se realimentaba por su interacción con el deterioro en la solvencia percibida de la banca y la debilidad de la actividad económica.

La apreciación de un mayor riesgo soberano se transmitió a la solvencia percibida de la banca nacional, y viceversa, a través de varios canales. Por un lado, la caída del precio de los bonos soberanos generaba pérdidas a las entidades financieras y disminuía su valor como colateral en las operaciones de financiación. De manera indirecta también, el carácter restrictivo que debía adquirir la política fiscal añadía impulsos recesivos sobre la economía y suponía un elemento de presión al alza sobre la morosidad. Todo ello contribuyó a deteriorar la solvencia percibida de las entidades, provocando un endurecimiento adicional de las condiciones de acceso a la financiación, y repercutió desfavorablemente sobre la economía a través de una contracción del crédito. En el caso de la zona del euro todos estos efectos eran particularmente poderosos dado el papel predominante de la banca en la canalización del crédito a la economía y porque la exposición de las entidades a la deuda pública doméstica es relativamente elevada, particularmente en los países que han experimentado tensiones más fuertes en los mercados de deuda, salvo Irlanda<sup>2</sup>. Además, la debilidad del sector bancario en ausencia de una autoridad europea de gestión y resolución de crisis hacía que el res-

<sup>1</sup> Para más detalles, puede consultarse Millaruelo (2009).

<sup>2</sup> El peso de la deuda pública —préstamos más valores— en el activo de las instituciones financieras monetarias es superior al 9 % en media para los países bajo tensión, menos para Irlanda, donde el peso es de alrededor del 4 % para el sector de entidades de crédito domésticas (es decir, excluyendo las entidades irlandesas con sede fuera de Irlanda y escasa actividad con la economía del país).

paldo financiero disponible para la banca tuviera una dimensión estrictamente nacional y, por tanto, limitada por la capacidad fiscal del país, lo que intensificaba el vínculo entre la solvencia de las finanzas públicas y del sector bancario. Esto era así en un contexto en el que los sistemas bancarios habían adquirido un tamaño relativamente elevado —de aproximadamente el 300 % del PIB en 2008 en la UEM, frente al 75 % en Estados Unidos, y con instituciones cuya dimensión llegaba a superar el PIB anual del país de residencia [véase BCE (2013b)].

Esta dinámica hizo que la crisis adquiriera un carácter sistémico y los inversores llegaron incluso a cuestionar la irreversibilidad de la moneda única. La agudización de las tensiones a mediados de 2012 vino motivada por el deseo de los agentes de cubrirse del riesgo de ruptura de la UEM y la consiguiente redenominación de activos y pasivos en otras monedas. Estos procesos desembocaron en una crisis de balanza de pagos para los países más vulnerables, que se enfrentaron a restricciones a la financiación exterior y salidas de capital, principalmente a través de los sistemas bancarios. Nuevamente, la financiación del Eurosistema —principalmente, mediante la introducción de operaciones a tres años— evitó que las tensiones en la banca desembocaran en una venta acelerada e involuntaria de activos y una fuerte restricción del crédito a las economías. Mientras unas entidades aumentaron intensamente su recurso al Eurosistema, los bancos con exceso de fondos incrementaron sus posiciones acreedoras en el banco central, lo que indicaba que el alcance de las medidas no había sido suficiente para reducir de forma duradera la desconfianza en los mercados de deuda soberana y bancaria<sup>3</sup>.

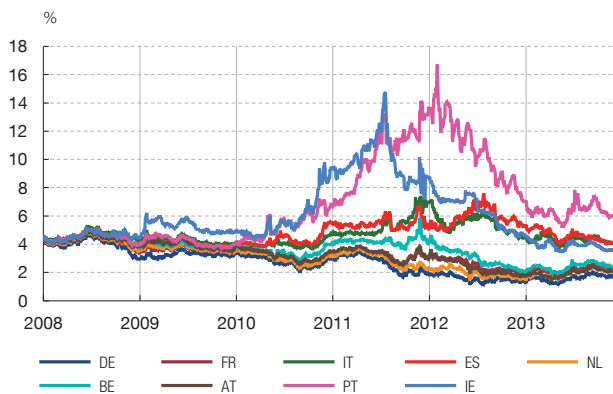
Las tensiones comenzaron a revertir cuando las autoridades económicas dieron pasos adicionales en la dirección de romper los vínculos soberanos y bancarios, lo que tuvo lugar desde mediados de 2012. En primer lugar, hay que destacar el papel que jugó el BCE en la desactivación del riesgo de ruptura de la moneda única. La declaración de su presidente a finales de julio de que el BCE, dentro de su mandato, haría todo lo necesario para garantizar la permanencia del euro fue seguida del anuncio del programa OMT, en el que el BCE se comprometía a intervenir en los mercados de deuda soberana, sujeto a varias condiciones, entre ellas la existencia de un programa de asistencia del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE). Además de las actuaciones del BCE<sup>4</sup> y de los esfuerzos de las autoridades nacionales en los ámbitos de la consolidación fiscal y las reformas estructurales, los jefes de Estado y de Gobierno adquirieron el compromiso de construir una unión bancaria dentro de un nuevo diseño institucional de la UEM, proyecto que estaría conformado por un mecanismo único de supervisión, y procedimientos comunes de reestructuración y resolución bancaria y de garantía de depósitos.

A partir de entonces comenzó una gradual normalización de la situación de los mercados, lo que se manifestó, como ilustra el gráfico 2, en una reducción de la financiación del Eurosistema y, de manera más intensa, en las reservas colocadas en el Eurosistema, después de haber alcanzado niveles anormalmente altos durante la primera mitad de 2012. Sin embargo, el grado de fragmentación en el sector bancario sigue siendo muy elevado, como ilustraría la falta de recuperación de la actividad del mercado interbancario y el reducido volumen de emisiones de deuda de la banca en los países más afectados por las tensiones.

3 En los paneles centrales del gráfico 2 puede observarse también cómo, en este contexto de tensiones muy elevadas, la eficacia del segundo programa de compras de *covered bonds* del BCE (CBPP2) para reactivar la actividad emisora de los bancos fue muy limitada, lo que apuntaba a la necesidad de medidas más contundentes, orientadas más directamente a la raíz de los problemas del área.

4 Para mayor detalle, puede consultarse Millaruelo y Del Río (2013).

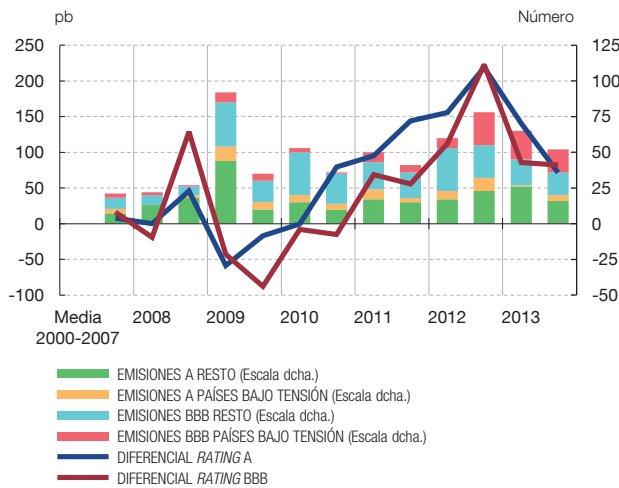
RENTABILIDAD BONOS SOBERANOS A DIEZ AÑOS



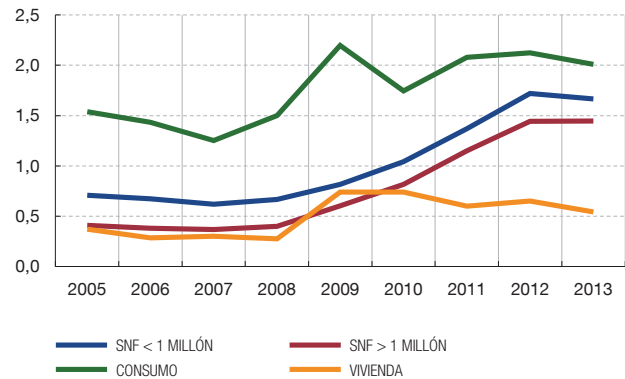
DISPERSIÓN POR PAÍS DE PRIMAS DE RIESGO (a)



EMISIONES DE BONOS DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS  
Diferencial del coste de los países bajo tensión (b)



DIVERGENCIAS EN LOS TIPOS DE INTERÉS DE PRÉSTAMOS BANCARIOS (c)



FUENTES: Dealogic, Reuters y Banco Central Europeo.

- a A partir de los contratos CDS sénior a cinco años. Media nacional a partir de datos de compañías individuales para el sector bancario y de empresas de telecomunicación. La medida de dispersión por países es la desviación típica.
- b Diferencia del *spread to benchmark* en las operaciones de emisión en países bajo tensión y con respecto al resto de los países.
- c Son tipos de interés de operaciones nuevas en promedio anual. Las divergencias entre los once países considerados se miden con la desviación típica. Para 2013 son datos hasta octubre.

### Las divergencias en las condiciones financieras

La fragmentación generada con la crisis de la deuda soberana también tuvo un gran reflejo en la dispersión por países de las condiciones financieras, que se volvieron particularmente restrictivas en aquellos que más necesitaban del impulso expansivo de la orientación de la política monetaria única (véase gráfico 3).

La crisis soberana generó amplias divergencias de los costes de financiación entre países que se fueron alimentando de manera creciente como consecuencia de la crisis de confianza general hacia el euro. Como se ha comentado anteriormente, en los momentos de mayores tensiones no se descartaron posibles escenarios de ruptura del área monetaria, lo que impulsó los diferenciales de tipos de interés soberanos hasta niveles extraordinariamente elevados a mediados de 2012. De acuerdo con Di Cesare *et al.* (2012), el diferencial soberano italiano respecto al tipo alemán se situó 250 pb por encima del valor que vendría determinado por los fundamentos económicos de la economía italiana, magnitud en línea con la obtenida por el FMI (2012), que situó en 200 pb el exceso de rentabilidad de los bonos soberanos español e italiano. Estas primas derivadas de la crisis de



confianza hacia el euro se trasladaban al coste de la financiación del sector privado de estas economías. Así, como se ilustra en el tercer panel del gráfico 3, el coste de emisión de deuda para las empresas no financieras con un perfil de riesgo similar —*rating* A o BBB— se volvió muy superior en las zonas estigmatizadas durante los momentos en los que la crisis de la deuda soberana incorporaba el escenario de posible fractura del área monetaria.

La fragmentación en el sector bancario de la UEM se hizo también patente en las condiciones de concesión de los nuevos préstamos bancarios. Las divergencias en el coste de la financiación se volvieron particularmente acusadas en el segmento de crédito al consumo y para empresas (véase cuarto panel del gráfico 3). El encarecimiento de la financiación bancaria afectó de manera particular a las pymes en los países bajo tensión, ya que las empresas de mayor tamaño pudieron atenuar el impacto del elevado coste del crédito bancario y la contracción en su oferta mediante la emisión de bonos en los mercados.

Desde esta óptica de los precios, también se produjo un punto de inflexión a mediados de 2012, con una corrección de los indicadores de fragmentación que no obstante ha sido insuficiente y desigual. Los niveles de divergencias son todavía muy elevados en los mercados de financiación bancarios y en los préstamos a la clientela (donde apenas se han reducido los diferenciales), particularmente en el segmento de préstamos a empresas de menor importe, lo que constituye un obstáculo para que los impulsos de la política monetaria se transmitan de manera efectiva, contribuyendo a que las condiciones financieras mantengan un carácter muy restrictivo.

#### Los flujos financieros transfronterizos y el sesgo doméstico

Finalmente, como se ilustra en los distintos indicadores del gráfico 4, desde el punto de vista de los flujos financieros transfronterizos y el sesgo doméstico de las carteras, la fragmentación financiera ha sido también muy profunda tras el inicio de la crisis.

En el caso de las operaciones de la banca con valores de renta fija, durante 2010-2012 se incrementaron las compras de deuda pública nacional, de manera mucho más intensa en los países sujetos a tensiones financieras. Además, las entidades de los países alejados de las tensiones vendían o amortizaban valores emitidos por el resto de los países de la UEM (véase gráfico 4). En los países bajo tensión la nacionalización de las inversiones también se produjo a través de emisiones retenidas como un mecanismo que permitía generar colateral que respaldara su creciente apelación a la financiación del Eurosistema, operativa que dejó de permitirse en 2013.

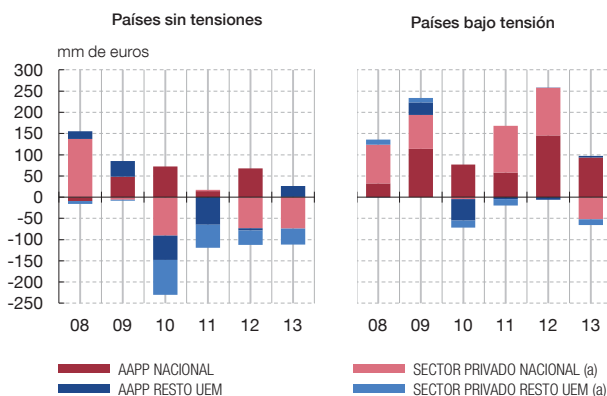
Considerando de manera general los movimientos de capitales, se produjo una notable reducción de la exposición de la banca internacional en los países bajo tensión. De acuerdo con los datos del BIS, la posición agregada de los sistemas bancarios de algunos países de la UEM frente al sector público y a la banca de estos países<sup>5</sup> disminuyó en torno a un 40% entre el primer trimestre de 2011 y mediados de 2012. Estas salidas de capital también se solaparon con una deslocalización de las inversiones financieras hacia los países que se consideraban más seguros<sup>6</sup>, teniendo todo ello un reflejo muy claro en los saldos

5 Las cifras recogen el total de activos bancarios de la banca alemana, francesa y belga frente al sector público y bancario de Italia, España, Portugal e Irlanda.

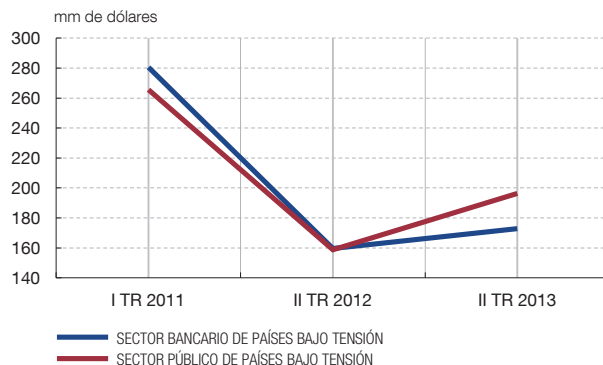
6 Durante el período indicado, se produjeron salidas de depósitos significativas de algunos países bajo tensión —entre los que destaca Grecia—, así como repatriaciones de posiciones mantenidas por los inversores de los países del centro —en gran medida, Francia y Alemania—, y movimientos de fondos de grandes grupos bancarios internacionales como estrategia de cobertura del riesgo de redenominación. Estos movimientos tendieron a aumentar de forma significativa la dependencia de los sistemas bancarios de los países periféricos de la liquidez del Eurosistema.



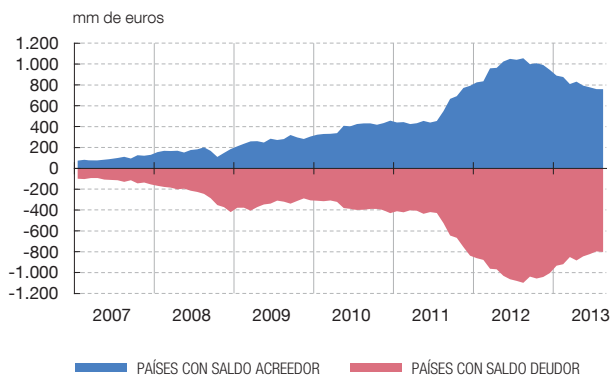
SECTOR BANCARIO: ADQUISICIONES NETAS DE VALORES DE RENTA FIJA



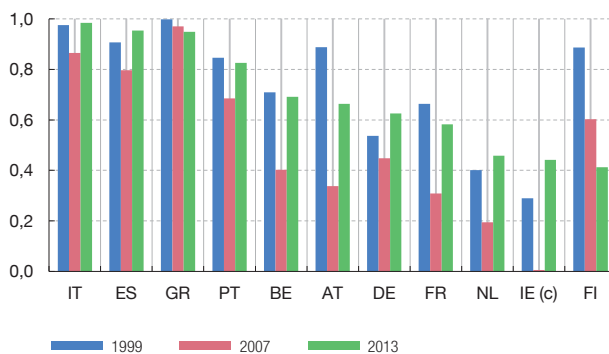
EXPOSICIÓN DE LOS SISTEMAS BANCARIOS A LOS PAÍSES BAJO TENSIÓN (a)



SALDOS TARGET2 AGREGADO DE LOS BANCOS CENTRALES NACIONALES



INDICADOR SESGO PAÍS. CARTERA DE DEUDA PÚBLICA DE LOS BANCOS (b)



FUENTES: BIS, bancos centrales nacionales y Banco Central Europeo.

- a Activos exteriores de la banca alemana, francesa y belga frente al sector público y sector bancario de España, Italia, Portugal e Irlanda. Información procedente de las estadísticas bancarias consolidadas del BIS con base en el riesgo último.
- b Cifras cercanas a 1 de este indicador reflejan una elevada presencia de valores nacionales en la cartera (alto sesgo país), y próximas a cero, un predominio de valores no nacionales (bajo sesgo país).
- c En el caso de Irlanda el indicador se refiere a las entidades de crédito (excluye, por tanto, los fondos monetarios). Los datos incluyen los bancos con sede fuera de Irlanda, lo que distorsiona el valor de este indicador (véase nota 9).

TARGET2<sup>7</sup>, que llegaron a niveles máximos en el verano de 2012 (véase gráfico 4). La corrección de estas tendencias desde mediados de 2012 permitió una cierta recuperación de las inversiones en los países sujetos a mayores presiones, más intensa en las posiciones frente al sector público.

Esta renacionalización de los flujos financieros contribuyó a un aumento del sesgo nacional en las carteras de inversión. Para ilustrarlo se construye un indicador de sesgo doméstico dentro de la UEM para la cartera de deuda pública de los bancos, siguiendo la aproximación habitual en la literatura, pero restringiéndose al mercado del área [véase, por ejemplo, Jochem y Volz (2011)]. En particular, el indicador de sesgo doméstico empleado mide el grado con el que los bancos del área sobreponderan la deuda pública doméstica en su cartera respecto al peso de la deuda pública de su país en el conjunto del mercado

7 TARGET2 canaliza la gran mayoría de los (grandes) pagos transfronterizos entre los países miembros del área, tanto los originados por transacciones reales (como las operaciones de importación/exportación) como por operaciones financieras.

del área<sup>8</sup>. Si la cartera de los bancos solo tiene valores domésticos, el indicador toma un valor unitario, mientras que su valor es cero si la cartera del banco replica de manera perfecta la composición del mercado. El índice podría adoptar un valor negativo si los bancos tienen un peso de los valores del resto de la UEM superior al de mercado.

Como se observa en el último panel del gráfico 4 el sesgo doméstico en la cartera de deuda pública de las entidades de crédito muestra elevadas divergencias por países. La banca en los países sujetos a mayores tensiones ha tenido tradicionalmente una composición de cartera más orientada hacia valores domésticos<sup>9</sup>. Con la crisis, no obstante, el aumento del sesgo doméstico ha sido un comportamiento generalizado, con la excepción de Finlandia, alcanzándose niveles similares a los registrados con anterioridad a la introducción del euro e incluso superiores en algunos países.

## Conclusiones

Una unión monetaria requiere mecanismos poderosos que permitan un mayor grado de protección de las economías ante perturbaciones asimétricas. La integración financiera juega en este sentido un papel esencial al promover una diversificación de los riesgos a través de las operaciones de inversión financiera y financiación.

Aunque la introducción de la moneda única en la UEM dio paso a una etapa de creciente integración financiera, los logros tuvieron un alcance desigual por segmentos de mercados y sectores, en todo caso con una potencia limitada para haber actuado de manera efectiva en la crisis actual. La propia crisis ha provocado un retroceso de la integración particularmente en aquellos segmentos donde más avanzó en los años previos —mercados interbancarios y de deuda mayorista—, y ha puesto de relieve la vulnerabilidad de una integración incompleta. Según algunos indicadores como los referidos al sesgo doméstico de las carteras de las entidades, el grado de integración ha retrocedido hasta los niveles vigentes antes de la creación de la UEM.

Los estudios empíricos disponibles acerca de la potencia de los distintos canales para compensar o mutualizar los efectos de perturbaciones asimétricas ponen de manifiesto que su capacidad conjunta de amortiguación es inferior en el área del euro que en otras uniones monetarias comparables, y que el cauce más eficaz en el caso europeo, el canal del ahorro o del crédito, ve fuertemente atenuada su potencia en las recesiones importantes.

En este contexto de mercados financieros fragmentados, los impulsos expansivos de la política monetaria única no han llegado en igual medida a todos los países miembros, y las condiciones financieras, dominadas por primas de riesgo nacionales, han adquirido un

8 Formalmente, el indicador de sesgo doméstico  $HB_i$  para la cartera de los bancos del país  $i$  vendría determinado por:

$$HB_i = 1 - \frac{w_i^{\neq i}}{w^{\neq i}}$$

donde el índice  $\neq i$  se refiere al «resto de los países de la zona del euro», el numerador de la fracción recoge el peso de los valores del «resto del área del euro» en la cartera de los bancos del país  $i$ , y el denominador el peso de dichos valores en el total del mercado del área.

9 En el caso de Irlanda, la información disponible no permite calcular este indicador excluyendo las filiales extranjeras, cuyo peso en el balance del conjunto del sector es elevado, a pesar de que tienen una escasa actividad con la economía irlandesa. De acuerdo con el Banco Central de Irlanda, en septiembre de 2013, las tenencias de valores de deuda pública doméstica en la cartera del total de entidades de crédito ascendían a 19,7 mm de euros, de los cuales 19,1 mm se encontraban en el balance de las entidades domésticas. Las tenencias de valores de deuda pública de otros países del área ascendían a 22,4 mm, y cabe pensar que en su mayoría están en manos de las filiales extranjeras. En el balance de los bancos domésticos, los valores emitidos por otros residentes del área del euro —lo que incluye también emisiones de empresas y bancos— ascienden a 8,32 mm de euros.

carácter procíclico al volverse más restrictivas en aquellos países con mayores dificultades. Es más, la renacionalización de los flujos financieros supuso graves riesgos para la estabilidad financiera de los países con dependencia de financiación exterior, en un proceso con ciertas características de expectativas autorrealizables.

A mediados de 2012 se produjo un punto de inflexión, con la adopción de medidas de política económica a nivel nacional y europeo dirigidas de manera particular a atajar la espiral negativa que se había creado entre los riesgos soberanos, los bancarios y la debilidad de la actividad económica. Se inició entonces una cierta normalización financiera, acotando las primas de riesgo, reduciendo en alguna medida la dispersión por países de los tipos de interés del crédito, y desencadenando un proceso de recuperación de flujos financieros y de reducción de la dependencia de la liquidez del Eurosistema.

En cualquier caso, el alcance de este proceso es todavía limitado. Ello subraya la necesidad de culminar el proceso de integración financiera, en el cual el proyecto de Unión Bancaria juega un papel primordial para reducir la potencia de los procesos de realimentación entre el riesgo soberano y el bancario.

4.12.2013.

## BIBLIOGRAFÍA

- ASDRUBALI, P., B. E. SØRENSEN y O. YOSHA (1996). «Channels of interstate risk sharing: United States 1963-1990», *The Quarterly Journal of Economics*, 111 (4), pp. 1081-1111.
- BANCO DE ESPAÑA (2013). *Informe Anual, 2012*, recuadro 2, capítulo 2.
- BALLI, F., S. BASHER y J. L. ROSMY (2012). «Channels of risk sharing among Canadian provinces: 1961-2006», *Empirical Economics*, vol. 43, n.º 2, octubre, pp. 763-787.
- BALLI, F., S. KALEMLI-OZCAN y B. SØRENSEN (2011). *Risk sharing through capital gains*, documento de trabajo 17612, NBER, noviembre.
- BCE (2013a). *Financial Integration in Europe*, abril.
- (2013b). *Banking Structures Report*, noviembre.
- DI CESARE, A., G. GRANDE, M. MANNA y M. TABOGA (2012). *Recent estimates of sovereign risk premia for the euro-area countries*, Documento Ocasional, septiembre, Banca d'Italia.
- FMI (2012). «Why Are Euro Area Periphery Sovereign Spreads So High?», recuadro 2 de *Global Financial Stability Report*, octubre.
- FURCERI, D., y A. ZDZIENICKA (2013). *The euro area crisis: need for a supranational fiscal risk sharing mechanism*, Documento de Trabajo n.º 198, Fondo Monetario Internacional.
- HEPP, R., y J. VON HAGEN (2013). «Interstate risk sharing in Germany: 1970-2006», *Oxford Economic Papers*, vol. 65 (1), enero, Oxford University Press, pp. 1-24.
- JAPPELLI, T., y M. PAGANO (2008). «Financial market integration under EMU», *Economic Papers*, n.º 312, marzo, Comisión Europea.
- JOCHEM, A., y U. VOLZ (2011). *Portfolio holdings in the euro area-home bias and the role of international, domestic and sector-specific factors*, Discussion Paper n.º 07/2011, Deutsche Bundesbank.
- MILLARUELO, A. (2009). «La instrumentación de la política monetaria del Eurosistema y la crisis financiera», *Boletín Económico*, junio, Banco de España.
- MILLARUELO, A., y A. DEL RÍO (2013). «Las medidas de política monetaria no convencionales del BCE a lo largo de la crisis», *Boletín Económico*, enero, Banco de España.
- MORGAN, D. P., B. RIME y P. E. STRAHAN (2004). «Bank Integration and State Business Cycles», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 119, n.º 4, pp. 1555-1584.
- SAPIR, A., y G. B. WOLFF (2013). *The neglected side of banking union: reshaping Europe's financial system*, septiembre, Bruegel.
- TRICHET, J. C. (2008). Discurso de apertura en el segundo simposio organizado por la red de investigación del BCE y el CFS sobre «Capital Markets and Financial Integration in Europe», febrero.

