

VII. El euro y la arquitectura financiera europea

Aspectos más destacados

La introducción de la moneda única constituye un gran acontecimiento en la evolución de la estructura financiera europea. La UEM no sólo ha modificado para siempre el marco de la política monetaria en la zona monetaria común, sino que también ha dado una representación monetaria única a un gran bloque económico, cuyas dimensiones rivalizan con las de las otras dos principales economías del mundo. Al mismo tiempo, ha impulsado notablemente los mercados financieros del continente, contribuyendo a su crecimiento y fomentando su desarrollo. La moneda única también ha influido positivamente en la unificación en curso del mercado de servicios financieros en Europa y ha profundizado la tendencia del sector financiero a la concentración. En este capítulo se analiza la influencia del euro en el panorama financiero europeo durante su primer año de existencia y se examinan los retos que plantea esta nueva realidad para el futuro.

Su evolución y sus progresos no han sido uniformes en todos los mercados y servicios financieros. En cierto sentido, donde más ha influido la llegada del euro ha sido allí donde las condiciones previas eran más favorables. Los más beneficiados han sido los segmentos del mercado en los que las transacciones transfronterizas ya habían alcanzado un nivel crítico y en los que las estructuras institucionales habían logrado un grado mayor de armonización. A pesar del impulso que ha significado la eliminación del riesgo cambiario, las fuerzas del mercado no siempre han sido capaces de superar por sí solas los obstáculos que suponían para una integración más plena las diferencias entre los países en cuanto a infraestructura técnica y jurídica y prácticas de mercado, que han sido la causa de la segmentación de ciertos sectores.

La llegada del euro, al poner de relieve las ventajas que podía tener un mercado financiero europeo verdaderamente unificado, ha contribuido a que se prestara atención a los costos económicos implícitos de una insuficiente armonización de la infraestructura financiera de la zona de la UEM. Ha puesto de manifiesto que, para recoger todos los frutos de la eliminación de las barreras económicas que obstaculizan el comercio, será necesario que los Estados miembros se comprometan firmemente a homogeneizar las estructuras institucionales y jurídicas que tienen relación con el proceso económico.

Los mercados financieros

En ningún aspecto ha sido más inmediata y clara la influencia positiva del euro que en los mercados financieros europeos, sobre todo en el de depósitos

interbancarios y en el mercado internacional de bonos de empresas. Ambos mercados han crecido rápidamente y se han convertido en cauces más eficientes para la asignación de la liquidez y del ahorro. En cambio, otros segmentos del mercado, como los mercados de dinero con garantías y los mercados de acciones, han conservado en gran medida su carácter nacional, y hasta ahora no han sido capaces de sacar partido al mayor potencial de eficiencia y liquidez que ofrece el aumento de las actividades transfronterizas.

Los mercados de dinero

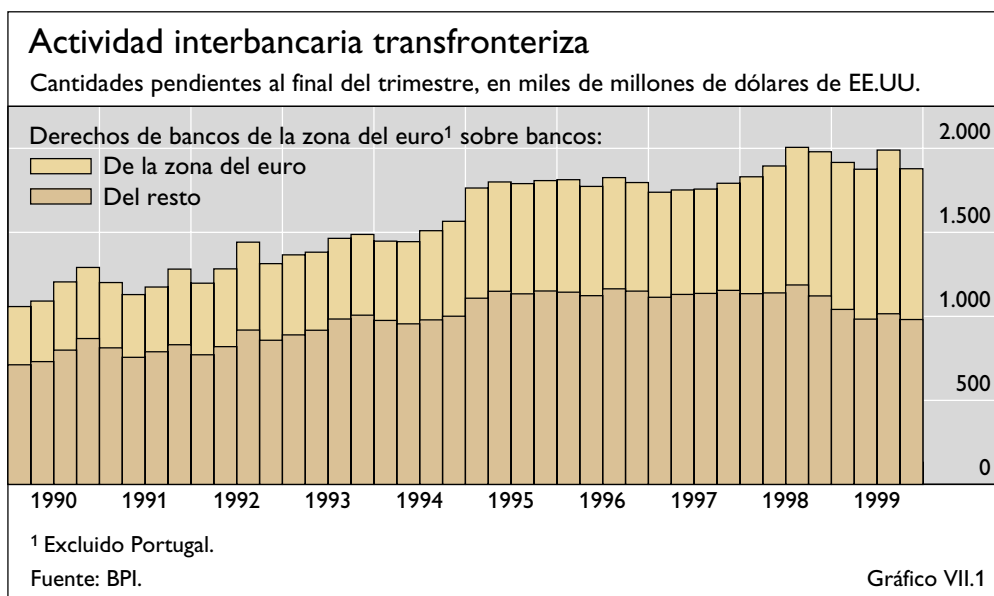
La gestión de la política monetaria en el marco de la UEM exige un mecanismo eficiente para la asignación de la liquidez de los bancos centrales en toda la zona monetaria común. El mercado interbancario de depósitos sin garantía ha proporcionado este mecanismo, al adaptarse rápidamente a este nuevo marco. A ello ha contribuido TARGET, sistema de transferencia de grandes fondos para la zona del euro, que superó rápidamente algunos pequeños problemas iniciales de funcionamiento y se convirtió en la espina dorsal del sistema de pagos de la zona del euro. La pronta desaparición de toda la incertidumbre relacionada con la curva de rendimientos de referencia del mercado de dinero también contribuyó al éxito de esta transición. Durante las primeras semanas de 1999, los operadores optaron claramente por el tipo EONIA (*euro overnight index average*), ampliado por la curva de rendimientos del Euribor y apoyado por un activo mercado de derivados. La creación de un mercado monetario único en euros es claramente perceptible en la convergencia de los rendimientos en toda la zona del euro, y su eficiencia queda demostrada por la continua reducción de los diferenciales entre el precio de compra y el de puja, que actualmente son alrededor de un 40% menores que hace cinco años (cuadro VII.1).

Ha surgido un mercado paneuropeo de depósitos interbancarios ...

Tipo del mercado de dinero a tres meses: diferencial entre el precio de compra y el de oferta ¹		1996	1997	1998	1999	2000 ²
Zona del euro ³	media	14,4	12,4	9,6	8,9	8,4
	desviación estándar	3,0	3,5	1,8	3,1	3,1
Alemania	media	16,5	15,1	8,2	9,2	8,5
	desviación estándar	6,3	7,6	2,9	4,1	3,1
Francia	media	14,1	11,2	11,3	8,7	8,5
	desviación estándar	4,6	2,7	3,0	2,8	3,1
Italia	media	11,3	9,3	10,1	8,9	8,5
	desviación estándar	2,3	2,4	2,8	2,6	3,1
Estados Unidos	media	12,5	11,3	8,8	9,0	9,3
	desviación estándar	2,9	5,3	4,0	2,9	2,8
Japón	media	12,0	9,8	11,5	10,5	10,4
	desviación estándar	2,0	3,8	3,6	5,9	1,1

¹ Diferenciales en puntos básicos de los tipos de los depósitos en euromonedas, al cierre de la sesión en Londres. ² Hasta mediados de abril. ³ Antes de 1999, media ponderada de los tipos de Alemania, Francia e Italia; ponderaciones según la clave de reparto del capital del BCE.

Fuente: Standard & Poor's DRI. Cuadro VII.1



La aparición de un mercado de dinero eficiente en la zona del euro ha permitido a muchas grandes empresas reducir sus costos centralizando sus operaciones de gestión de tesorería. Los bancos han creado una estructura de dos niveles, en la que las mayores instituciones que tienen presencia en toda Europa gestionan el flujo transfronterizo de liquidez y las instituciones más pequeñas desempeñan un papel regional más limitado. Una consecuencia directa es el significativo aumento que experimentó la actividad interbancaria transfronteriza entre instituciones en la zona del euro después del cuarto trimestre de 1998 (gráfico VII.1).

El mercado de operaciones con pacto de recompra (*repos*), a diferencia del mercado de depósitos sin garantía, no ha sido capaz de romper con la segmentación que lo caracterizaba antes de la introducción del euro. Las reglas y la arquitectura existentes, que posiblemente satisfacían de manera adecuada las necesidades de los operadores en el ámbito nacional, no son necesariamente idóneas para el desarrollo de un verdadero mercado general paneuropeo de *repos*. La actividad transfronteriza sigue siendo reducida, de modo que impide que el mercado aproveche todo su potencial de liquidez y provoca persistentes diferenciales de tipos y un distinto grado de desarrollo de los diferentes segmentos. El lento ritmo de armonización de las prácticas y las convenciones de los mercados nacionales, así como la falta de una infraestructura unificada, continúan siendo un impedimento para seguir avanzando. Algunos de estos obstáculos, como la compleja interrelación de los sistemas de entrega, los procedimientos de liquidación y las prácticas de mercado, son técnicos y, por lo tanto, más fáciles de superar. Otros, sin embargo, como las diferencias existentes en el tratamiento de la documentación y en el tratamiento fiscal, así como la incertidumbre sobre la propiedad de los títulos subyacentes, están relacionados directamente con diferencias estructurales profundamente arraigadas entre los sistemas fiscales y jurídicos nacionales. Para conseguir una armonización mayor en este frente en toda la zona del euro es necesaria una intervención más trascendental y, por lo tanto, un compromiso significativo de las autoridades nacionales.

... pero los mercados de operaciones con pacto de recompra han continuado segmentados

Los mercados de bonos

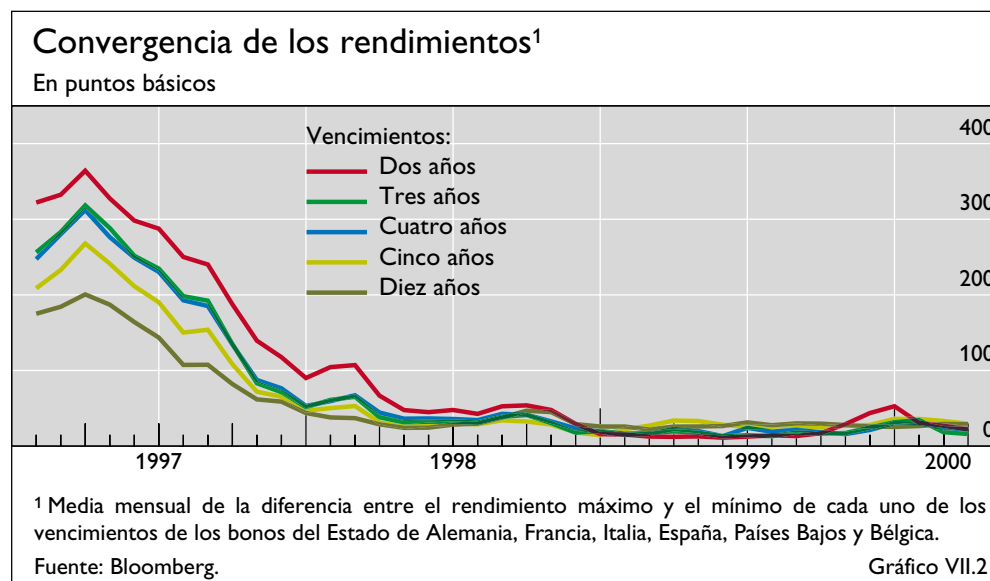
Posiblemente, la consecuencia más impresionante de la UEM para la estructura financiera del continente ha sido el tremendo impulso que ha dado la moneda única a los mercados europeos de renta fija. La emisión de bonos denominados en euros aumentó vertiginosamente en 1999, multiplicándose los fondos totales generados con respecto a la media anterior a la UEM. Tanto los prestatarios públicos como los privados se han sentido atraídos por la nueva moneda. Sin embargo, lo más significativo ha sido el aumento de la actividad de los segundos, especialmente de las empresas europeas.

El segundo mayor mercado de bonos del Estado ...

La conversión en euros de la deuda pública denominada en las monedas predecesoras creó de golpe un mercado, cuyas dimensiones son actualmente superiores a las del japonés y ocupan el segundo lugar tras las del mercado del Tesoro de Estados Unidos. A finales de diciembre de 1999, el volumen de deuda a largo plazo denominada en euros emitida por los Estados de la zona del euro ascendía a unos 2,2 billones de euros, lo que representa dos tercios del volumen de bonos del Tesoro de Estados Unidos. A medio plazo, es probable que el mercado conserve su tamaño actual, debido a los déficit presupuestarios de la mayoría de los países de la zona del euro y a los topes impuestos al endeudamiento por el Tratado de Maastricht. En cambio, las tendencias presupuestarias actuales y previstas están llevando a los mercados de Estados Unidos y Japón en direcciones opuestas, ya que se espera que el primero se reduzca y que el segundo se expanda significativamente.

... no está totalmente armonizado

El proceso de convergencia económica en el periodo previo a la UEM se acompañó de una impresionante reducción de las diferencias entre los tipos de interés de las 11 economías participantes. Los diferenciales actuales de tipos normalmente no llegan a los 40 puntos básicos en ningún punto de la curva de rendimientos (gráfico VII.2). Un examen más detenido induce a pensar que una proporción significativa de estas diferencias de rendimientos se debe a consideraciones técnicas y de liquidez más que al riesgo económico. Las diferencias de rendimiento cercanas a 20 puntos básicos en el caso de

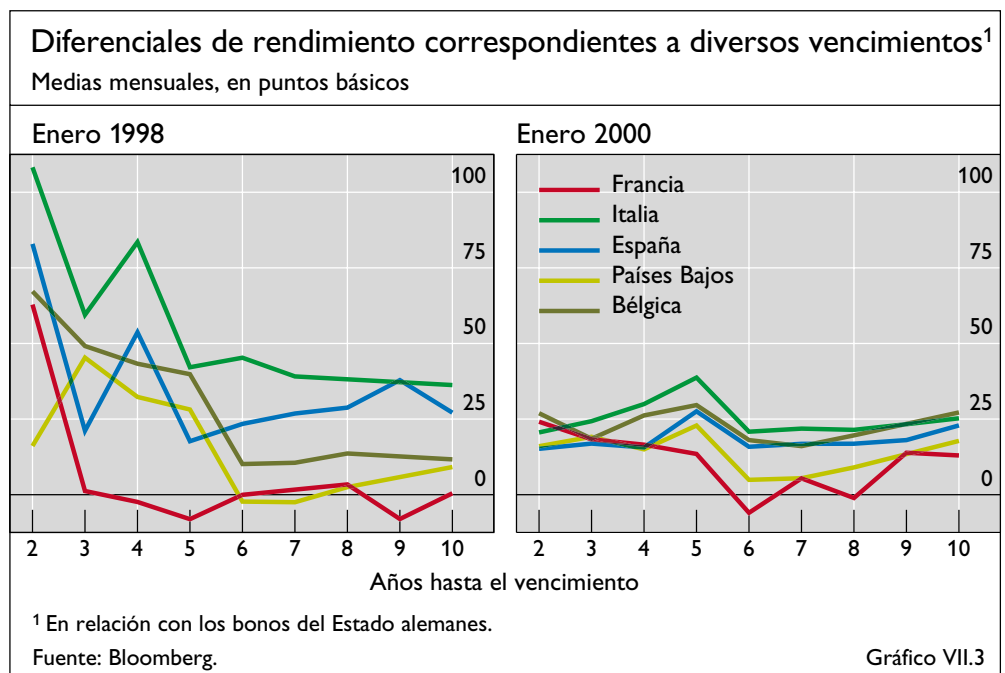


prestatarios de parecida calificación, como los Estados de Alemania, Francia y los Países Bajos, son demasiado grandes como para que se deban a percepciones diferentes del riesgo crediticio por los mercados, sobre todo dado que la diferencia entre los bonos franceses y holandeses, por una parte, y los bonos italianos y belgas, peor calificados, por otra, es más pequeña. Es improbable, además, que las diferencias de solvencia de los emisores muestren la estructura de vencimientos necesaria para explicar el hecho de que las curvas nacionales de rendimientos suelen cortarse en diferentes puntos del espectro de vencimientos (gráfico VII.3).

La liquidez, el diseño de los títulos y la política de emisión son clave para explicar el intercambio de posición de los bonos alemanes y franceses en diferentes puntos del espectro de vencimientos. Los bonos alemanes constituyen un instrumento de referencia en el extremo corto de la curva de rendimientos y, de nuevo, en el tramo de vencimientos de 10 años, donde son complementados por los contratos de futuros más negociados en todo el mundo. En el tramo intermedio de vencimientos, el Tesoro francés ha conseguido hacer un hueco a sus títulos mediante una política de emisión innovadora, transparente y bien adaptada a las necesidades del inversionista.

La idiosincrasia de las políticas nacionales de gestión de la deuda y las diferencias entre las convenciones de los mercados no están exentas de costos. Ningún mercado de bonos del Estado es suficientemente grande y desarrollado como para convertirse en el punto de referencia de toda la zona del euro, y no digamos para disputar al mercado de Estados Unidos su papel de líder. Por otra parte, las diferencias de estructuras y convenciones a la hora de emitir bonos nacionales se traducen en ineficiencias en otros segmentos del mercado. Un ejemplo es el mercado de *repos*, cuyo desarrollo, como se ha señalado, se ve dificultado por la imperfecta armonización de las convenciones. Para el mercado de bonos de empresas también sería bueno que existiera una curva de rendimientos de los bonos del Estado perfectamente

El aumento de la coordinación entre los emisores tiene ventajas económicas ...



definida, que le sirviera de referencia para fijar de una manera coherente los precios. Un aumento de la coordinación entre los tesoros de la zona del euro en relación con el calendario de emisiones, los cupones, los vencimientos y otras características más técnicas de los bonos emitidos podría aumentar la fungibilidad y la variedad de bonos en todo el espectro de vencimientos, gracias a lo cual probablemente gozarían de una prima de liquidez. Los bonos emitidos por los Estados de las economías más pequeñas posiblemente serían los principales beneficiarios de esa subida de los precios.

... pero plantea un dilema político

Dadas las ventajas que podría tener la armonización de la estructura del mercado y la reducción de los costos del servicio de la deuda, se ha hecho un llamamiento a la cooperación entre los gobiernos de la UEM en esta área. Sin embargo, la cuestión es mucho más compleja y va más allá de la armonización de la estructura y de las convenciones del mercado. Afecta al fondo del debate sobre el grado en que se podría o se debería renunciar a la discrecionalidad nacional para aprovechar unas ventajas que están distribuidas de una manera desigual en la zona del euro. En el caso de algunos de los planes más formales propuestos, también hay otra cuestión: hasta qué punto la cooperación implicaría, o se cree que implicaría, el reparto de las responsabilidades fiscales, algo excluido explícitamente en el Tratado de Maastricht. Es necesario sopesar cuidadosamente los argumentos basados en las ventajas económicas de un aumento de la coordinación y la mayor disminución de la independencia nacional. Este debate resulta familiar debido al proceso que condujo a la firma del Tratado de Maastricht y muestra que el reforzamiento de la integración económica probablemente continuará planteando cuestiones parecidas.

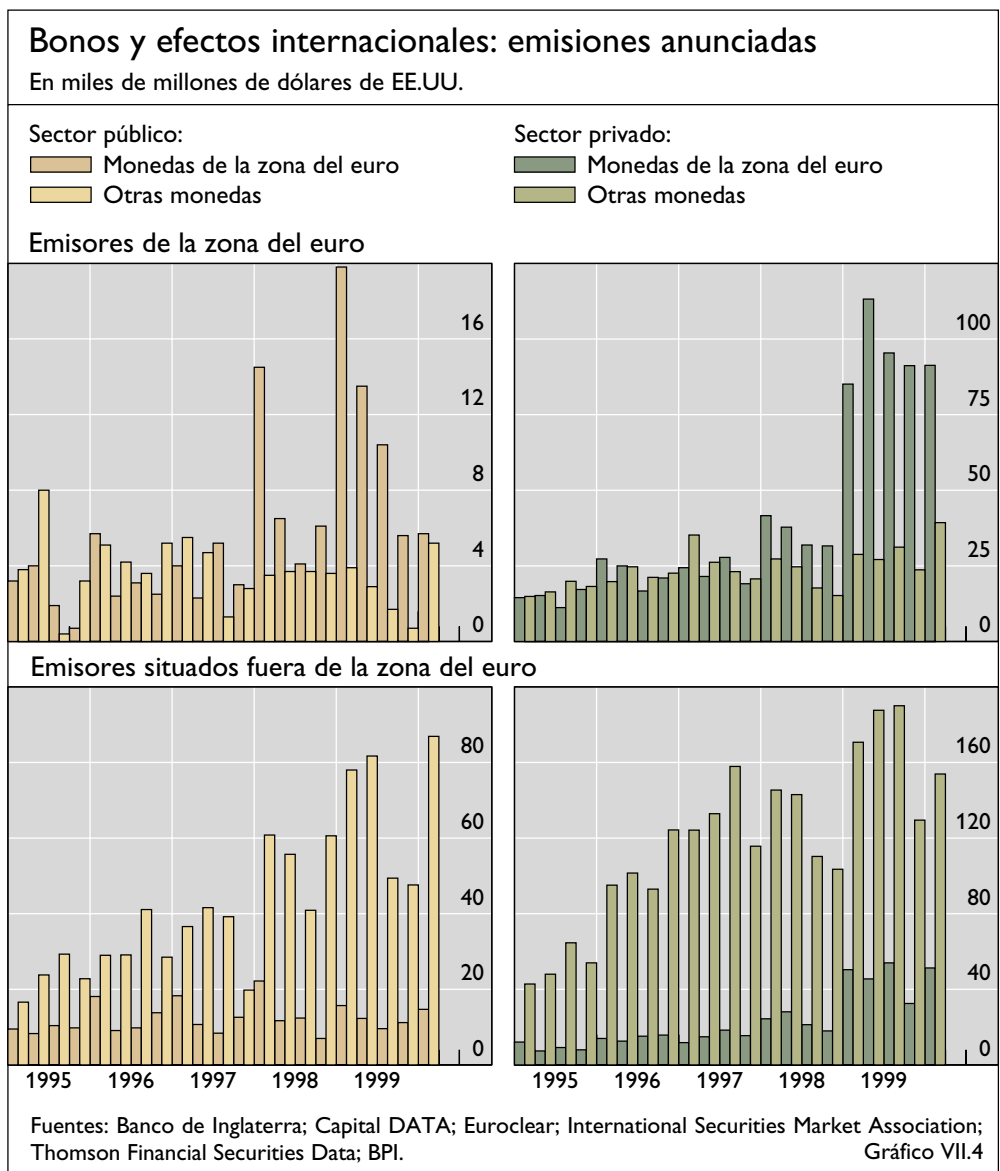
Los bonos de empresas

Las emisiones privadas aumentaron vertiginosamente ...

El euro ha resultado especialmente atractivo para los prestatarios del sector privado, tanto de la zona del euro como de fuera de ella. Entre julio de 1998 y diciembre de 1999, las empresas del sector privado de los 11 países de la zona del euro emitieron el 76% de su deuda en euros, mientras que entre enero de 1990 y junio de 1998 la media fue del 50% en las monedas predecesoras. Durante ese mismo periodo, los prestatarios privados que residían fuera de la zona del euro emitieron una quinta parte de su deuda internacional en euros, proporción casi dos veces superior a la correspondiente a las monedas predecesoras antes de julio de 1998 (gráfico VII.4).

... ayudadas por la elevada demanda de la zona del euro

Aunque podría decirse que los bajos tipos de interés y el debilitamiento de la moneda posiblemente contribuyeron en alguna medida a aumentar el interés de los prestatarios por el euro, existen factores estructurales que también han favorecido claramente un aumento del volumen de emisiones. Entre ellos, el principal ha sido el notable incremento del número de inversionistas. La moneda única ha suavizado realmente las normas que obligaban a muchos inversionistas institucionales a equilibrar sus monedas entre sus activos y sus pasivos y que hacían que la composición de su cartera mostrara un considerable sesgo nacional. Las compañías de seguros y los fondos de pensiones han podido beneficiarse así de la eliminación del riesgo cambiario, al tiempo que han logrado diversificar más sus carteras invirtiendo en toda la zona de moneda única. Por ejemplo, los inversionistas alemanes ya habían



aumentado notablemente sus compras de activos extranjeros denominados en euros antes de que se introdujera la nueva moneda, pero las intensificaron a partir de entonces y en 1999 representaban alrededor de dos tercios de sus inversiones brutas totales de cartera en otros países.

La composición de los prestatarios que han recurrido al mercado de bonos en euros refleja parcialmente la estructura tradicional de las finanzas europeas, pero también en parte su cambio de perfil. Los mayores emisores, tanto por el número de emisiones como por el volumen de fondos obtenidos, han sido bancos europeos (gráfico VII.5). Las ventas de activos titulizados por parte de los bancos alemanes en forma de *Pfandbriefe* representan una gran parte de este segmento. De hecho, el éxito del mercado de *Pfandbriefe* ha llevado a algunos países europeos a aprobar medidas legislativas que reproducen sus características institucionales, en un intento de facilitar el desarrollo de la titulización de activos bancarios. Estas innovaciones, introducidas recientemente en Francia, España y Luxemburgo, aún tienen que madurar y lograr la misma liquidez y aceptación de los inversionistas

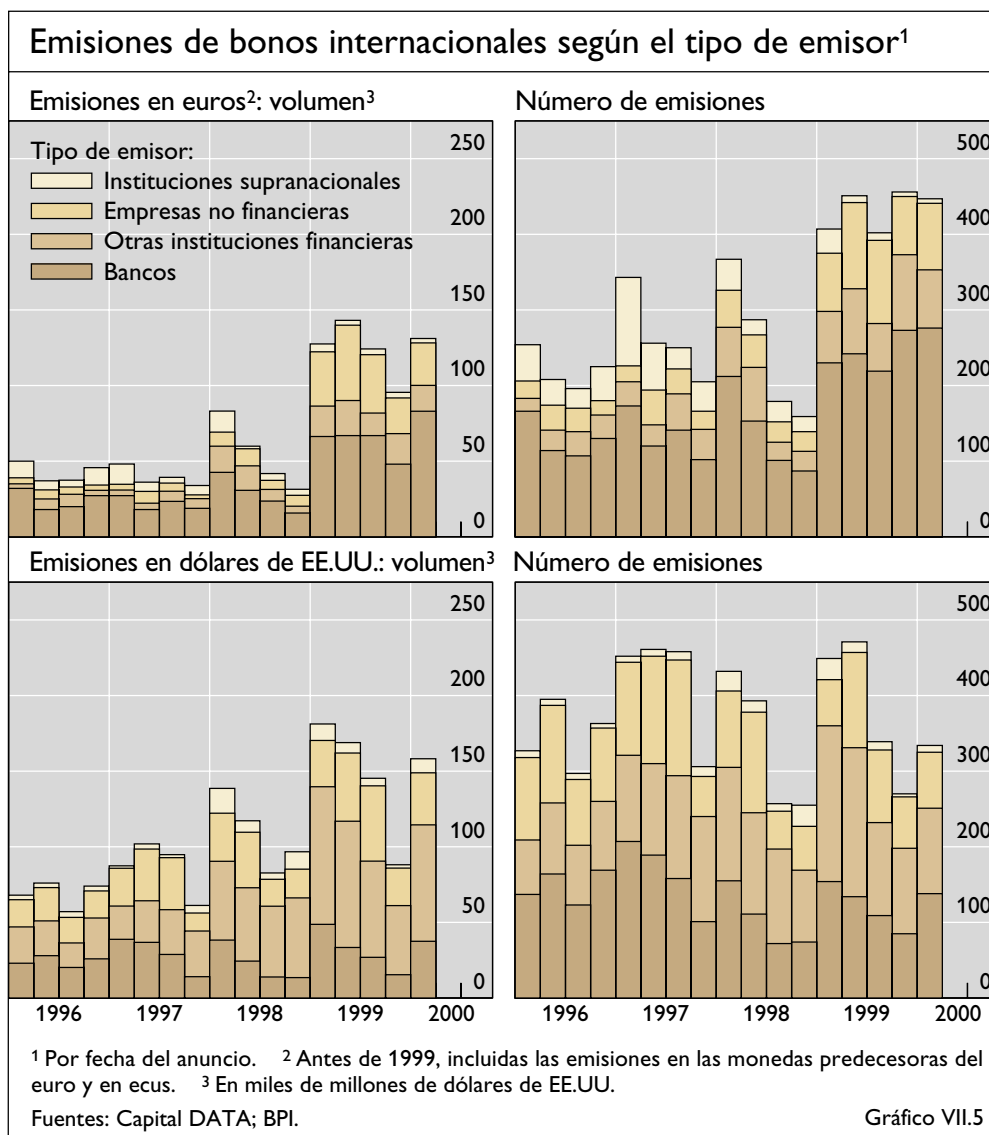
Alto grado de concentración en las emisiones de bancos ...

... y empresas de telecomunicaciones

de que disfrutaban las alemanas. Una proporción menor, pero creciente, de bonos ha sido emitida por empresas no financieras, que han aprovechado la creciente sed de riesgo crediticio de los inversionistas europeos. Dentro de este grupo, existe una elevada proporción de empresas de telecomunicaciones que han recurrido ampliamente a los mercados de bonos para financiar la oleada de fusiones y adquisiciones producidas en este sector. Los grandes prestatarios, como las instituciones supranacionales y otras agencias y compañías financieras que negocian en dólares de Estados Unidos, siguen estando subrepresentados en el mercado de bonos denominados en euros, en relación con sus dimensiones y su presencia mundial. Una frecuente explicación de este fenómeno es la desfavorable situación del mercado de swaps, que eleva los costos efectivos de financiación en dólares de Estados Unidos para estos prestatarios acostumbrados a unos tipos inferiores al Libor.

Los inversionistas son más receptivos al riesgo crediticio

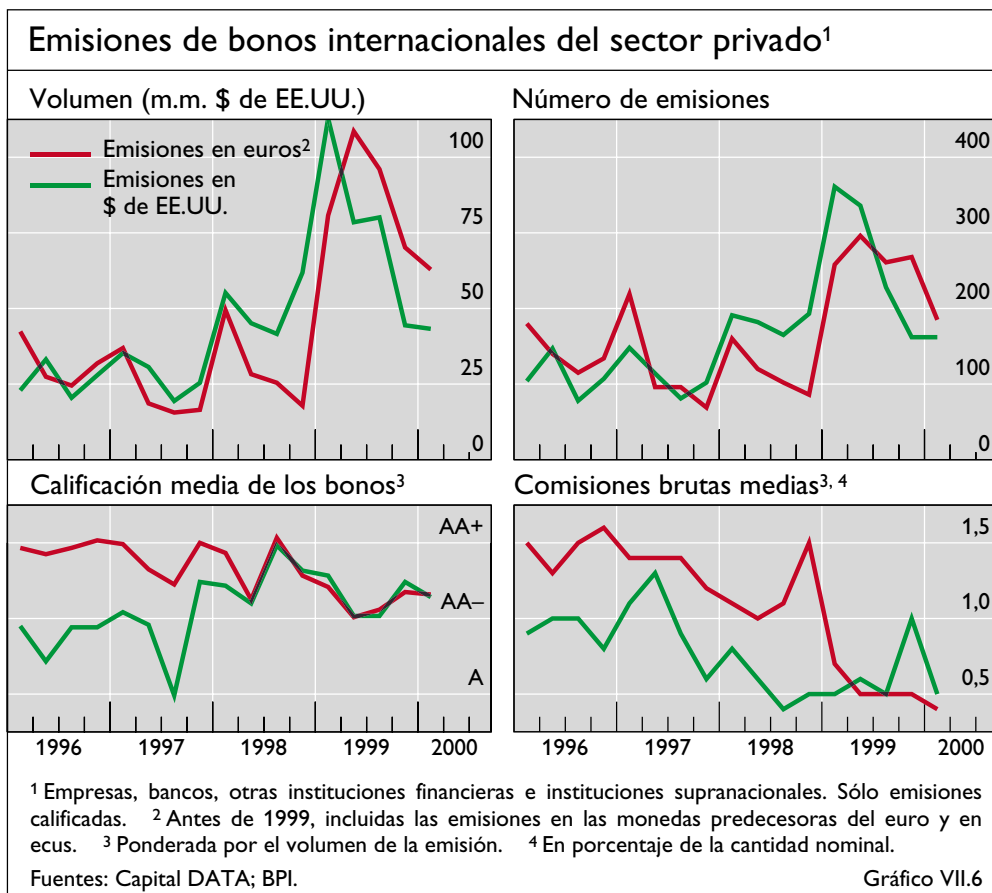
La llegada del euro ha dejado obsoletas las estrategias de inversión basadas en el arbitraje entre monedas y la especulación direccional sobre los tipos de interés nacionales, lo que ha animado a los inversionistas a concentrarse más en el riesgo crediticio. Los gestores de carteras institucionales



Europeas han comenzado a aprender a evaluar y gestionar el riesgo crediticio, y se han sentido atraídos gradualmente por él. La progresiva expansión del mercado hacia los créditos peor calificados da testimonio de este proceso. Lo que solía ser un mercado únicamente para prestatarios de calificación AA o superior, ha sido capaz de dar cabida a una creciente variedad de créditos (gráfico VII.6). El segmento de créditos que no llegan a la categoría de inversión, aunque aún es mucho menor y está menos diversificado que el denominado en dólares estadounidenses, ha cobrado impulso tras sufrir un grave varapalo después de la tormenta de los mercados financieros de 1998.

La introducción de la moneda única ha contribuido extraordinariamente a aumentar la rivalidad en el mercado de servicios financieros prestados a las empresas. El cuadro VII.2 muestra que históricamente la nacionalidad del asegurador (*underwriter*) de un bono internacional ha estado más relacionada con la moneda en la que se emite el bono que con la nacionalidad del prestatario, lo cual induce a pensar que la relación que pueda existir entre las empresas y sus bancos de inversión no es un factor tan importante en la selección de los aseguradores como la capacidad de estos últimos para fijar correctamente el precio de la emisión y colocarla en un mercado que conocen bien. La llegada del euro ha reducido la ventaja local que pudieran tener los banqueros europeos en virtud de su familiaridad con inversionistas con un fuerte sesgo hacia la moneda nacional. Aunque este cambio no ha alterado la fuerza de los hechos, el panel inferior derecho del gráfico VII.6 parece indicar que en los dos últimos años las comisiones del segmento

Aumento de la competencia en el aseguramiento de bonos



Factores determinantes en la elección del asegurador de bonos: moneda de emisión o relación comercial					
Nacionalidad del prestatario	Moneda de emisión				
	Monedas predecesoras del euro	Euro	Dólar de EE.UU.	Conjunto de monedas	
Cuota de mercado de los aseguradores cuya nacionalidad coincide con la de la moneda de emisión (en %) ¹					
Zona del euro	1996–98	59,0	63,1	41,1	53,8
	1999–2000 ²	56,3	60,0	39,6	55,1
Estados Unidos	1996–98	34,6	28,6	81,7	71,9
	1999–2000 ²	–	26,9	79,4	71,1
Conjunto de países	1996–98	53,2	58,2	64,2	57,8
	1999–2000 ²	50,5	53,0	69,3	58,2
Cuota de mercado de los aseguradores de la misma nacionalidad que el prestatario (en %) ³					
Zona del euro	1996–98	39,7	35,4	19,2	28,1
	1999–2000 ²	18,1	42,1	22,3	36,6
Estados Unidos	1996–98	52,6	44,5	81,7	74,2
	1999–2000 ²	–	53,5	79,4	75,2
Conjunto de países	1996–98	28,2	27,7	38,6	32,1
	1999–2000 ²	19,2	36,3	51,2	41,5
<p>¹ Porcentaje del volumen de bonos emitidos por prestatarios de una nacionalidad específica (filas) colocados por aseguradores de la misma nacionalidad que la moneda de emisión (columnas). Por ejemplo, en 1996–98 los bancos estadounidenses colocaron el 41,1% de las emisiones en dólares de EE.UU. de prestatarios de la zona del euro. ² Hasta mediados de marzo. ³ Porcentaje del volumen de bonos emitidos por prestatarios de una determinada nacionalidad (filas) y denominados en la moneda especificada (columnas) colocados por aseguradores de la misma nacionalidad que el prestatario. Por ejemplo, en 1996–98 el 19,2% de todos los bonos en dólares de EE.UU. emitidos por prestatarios de la zona del euro fueron colocados por bancos del mismo país que el del prestatario.</p>					
Fuentes: Capital DATA; cálculos del BPI.					Cuadro VII.2

del mercado denominado en euros han tendido rápidamente a acercarse a las del denominado en dólares de Estados Unidos. Esta convergencia de las comisiones, unida a la creciente similitud de la calidad crediticia media de los prestatarios y la estrecha relación entre los niveles de emisiones de los dos segmentos, constituye una clara indicación de la progresiva integración del mercado internacional de bonos.

El florecimiento del mercado de bonos de empresas denominados en euros tendrá una repercusión duradera en la estructura financiera europea, caracterizada tradicionalmente por el predominio de los métodos de financiación basados en la intermediación bancaria. La existencia de una variedad de inversionistas más amplia y receptiva probablemente animará a más clases de prestatarios privados a preferir los títulos de deuda a los préstamos bancarios. Al mismo tiempo, las propias instituciones bancarias probablemente recurrirán al mercado para financiar sus carteras de activos menos líquidos. Estas tendencias, al ampliar la variedad de vías de financiación, también aumentarán la eficiencia del mecanismo de asignación del ahorro, beneficiando así a toda la economía europea. Sin embargo, al aumentar la sensibilidad de

los balances de las empresas y de los bancos a la situación de los mercados de capitales, esta tendencia probablemente también planteará nuevos retos a la estabilidad financiera de la zona.

Los mercados de acciones

Dos de las tendencias más importantes en los mercados europeos de acciones durante el año pasado —la abundancia de emisiones y la maduración de las bolsas europeas especializadas en acciones de empresas nuevas y en expansión— sólo están relacionadas tangencialmente con la introducción de la nueva moneda. Las emisiones se han beneficiado de la subida general de los precios de las acciones, así como de la continua tendencia de los Estados a retirarse de las actividades comerciales. Las emisiones brutas de acciones internacionales por parte de empresas de la zona del euro crecieron en 1999 casi un 70% con respecto al nivel medio de los dos últimos años. La disminución de los rendimientos de los bonos en una gran parte de la zona del euro, como consecuencia de la convergencia económica, ha contribuido a aumentar el interés de los pequeños inversionistas por las acciones más arriesgadas, pero potencialmente más rentables. De hecho, las entradas sin precedentes en los fondos de inversión de renta variable han reforzado los precios en la mayoría de los mercados de acciones de la zona.

Abundante oferta

Una nueva variedad de empresarios europeos más adaptados a las necesidades de los mercados de capitales ha llevado a un creciente número de pequeñas y medianas empresas a los mercados de acciones. A esta tendencia ha contribuido el éxito de la red de “nuevos mercados” creados en muchos países europeos con el objetivo de facilitar el acceso a la financiación mediante acciones a las empresas pequeñas y dinámicas con grandes posibilidades de crecer. Tras un periodo de elevado crecimiento a principios de 1999, el mercado se desestabilizó durante una gran parte del año pasado a causa del exceso de oferta de nuevas acciones. La situación mejoró de nuevo en noviembre, influida por la recuperación mundial de las acciones de la “nueva economía” (véase el capítulo VI). Esta vez, el elevado número de empresas que salieron a bolsa se encontró con un grupo más diverso de inversionistas que mostraron un compromiso mayor con el sector.

Nuevos tipos de emisores

En general, se esperaba que la llegada del euro marcaría el comienzo de un nuevo paradigma en la valoración de las acciones de las empresas de la zona de la UEM. Se pensaba que disminuiría la importancia de las diferencias entre los factores macroeconómicos nacionales que afectan a los precios de las acciones gracias a la desaparición del riesgo cambiario, a la orientación monetaria totalmente unificada y al aumento de la cohesión de la política fiscal de todas las economías de la UEM. También se esperaba que la expansión de las actividades comerciales transfronterizas, impulsada por los progresos realizados en la creación de un mercado único en la Unión Europea, aumentaría la importancia de los factores sectoriales a costa de los factores nacionales en las valoraciones de las empresas. Sin embargo, hasta ahora los datos no muestran ningún cambio significativo. Las acciones de las empresas continúan evolucionando de una forma más parecida a la de otras empresas del mismo país que a la de empresas similares de otros países de la zona del euro, lo que

Persiste el viejo paradigma de formación de los precios

demuestra que los precios continúan siendo determinados principalmente por inversionistas locales que tienen preferencia por las acciones de su país.

Un factor que probablemente ha contribuido a esta segmentación del mercado de acciones es la ausencia hasta ahora de una infraestructura integrada de contratación que abarque toda la zona de la UEM. Ha habido muchos intentos de establecer una plataforma unificada, que permita a los inversionistas tanto de dentro como de fuera de la zona monetaria común negociar sin interrupciones acciones de empresas europeas por medio de acuerdos bilaterales o multilaterales entre las bolsas nacionales existentes. El plan más ambicioso es la alianza de las seis mayores bolsas de la zona del euro, junto con las de Londres y Zúrich, para crear un mercado paneuropeo para las empresas más activas en bolsa y las acciones más negociadas. El objetivo es comenzar adoptando medidas sencillas, como la armonización de los horarios de sesión, y establecer progresivamente una infraestructura común de contratación, así como unos mecanismos uniformes de liquidación y de compensación. Mejorando la liquidez del mercado y reduciendo los costos de realización de las operaciones, los mercados europeos de acciones podrían aprovechar todo su potencial y adquirir unas dimensiones acordes con las de la economía de la zona (cuadro VII.3). Sin embargo, los progresos han sido más lentos de lo que se esperaba. Las ambiciones de algunos miembros de

Progresos
graduales en
la creación
de un mercado
de valores
paneuropeo

Indicadores bursátiles										
	Capitalización del mercado ¹				Volumen ²			Número de acciones cotizadas ¹		
	En miles de millones de dólares de EE.UU.			1999 en % del PIB	En miles de millones de dólares de EE.UU.			1990	1995	1999
	1990	1995	1999		1990	1995	1999			
Zona del euro	1.169	2.119	5.526	85	737	1.237	4.342	2.485	2.592	3.893
Alemania	355	577	1.432	68	509	594	1.551	413	678	1.043
Francia	314	522	1.503	105	121	213	770	578	450	968
Italia	149	210	728	62	42	87	539	220	250	264
España ³	111	198	432	72	...	163	739	427	362	723
Países Bajos	120	356	694	176	41	124	471	260	217	233
Bélgica	65	105	184	74	9	18	59	182	143	159
Austria	11	33	33	16	11	13	13	97	109	97
Portugal	9	18	67	62	...	4	40	181	169	125
Finlandia	23	44	349	272	4	19	110	73	73	147
Irlanda	...	26	69	75	48	...	80	84
Luxemburgo	10	30	34	192	-	-	1	54	61	50
Estados Unidos ⁴	3.059	6.858	16.773	181	1.778	5.481	19.412	6.599	7.671	7.297
Japón ⁵	2.918	3.667	4.455	102	1.288	884	1.676	2.071	2.263	1.889
Reino Unido	849	1.408	2.955	206	543	1.153	3.399	1.701	2.078	2.292
Canadá ⁶	242	366	789	124	71	185	389	1.144	1.196	1.406
Suiza	160	434	678	262	65	340	562	182	233	239

¹ Valores nacionales cotizados. ² Valor de la contratación; total de sociedades nacionales y extranjeras que cotizan en bolsa. Las cifras no son totalmente comparables debido a que las normas de declaración y los métodos de cálculo varían de unos países a otros. ³ Volumen: bolsa de Madrid solamente; demás casos: incluidas las bolsas de Barcelona, Bilbao y Valencia. ⁴ Volumen: New York Stock Exchange y Nasdaq; demás casos: incluida también la AMEX. ⁵ Volumen: bolsa de Tokio solamente; demás casos: incluida también la bolsa de Osaka. ⁶ Bolsas de Toronto, Montreal y Vancouver.

Fuentes: Federación Internacional de Bolsas de Valores (FIBV); Corporación Financiera Internacional; bolsa suiza. Cuadro VII.3

la alianza y la reticencia a modificar las prácticas y normas establecidas han impedido un acuerdo para establecer una estructura común. La decepción por la falta de avances y el aumento de las presiones competitivas procedentes de algunos sistemas de contratación electrónica recién creados han llevado a algunas bolsas a buscar una cooperación mayor en menor escala. Los ejemplos más destacados son las fusiones anunciadas de la London Stock Exchange y la Deutsche Börse, por una parte, y de las bolsas de París, Amsterdam y Bruselas, por otra. La primera fusión creará la segunda bolsa mayor del mundo por capitalización del mercado, mientras que la segunda será un importante competidor dentro de Europa. Se espera que otras bolsas europeas se sumen a estas dos alianzas en una fase posterior.

Concentración del sector financiero

El euro ha desempeñado un papel fundamental en la reconfiguración de la intermediación financiera en la zona de la UEM y su periferia, reforzando los factores que han impulsado el proceso de concentración en los sectores de intermediación bancaria y no bancaria durante algún tiempo. El euro eliminó las barreras económicas a la oferta transfronteriza de servicios financieros dentro de la zona de moneda única y aumentó así las posibilidades de crecimiento y de diversificación de los bancos de la zona. Su influencia ha reforzado la tendencia a crear mayores instituciones que puedan aprovechar todas las ventajas de las mayores economías de escala que conlleva el progreso tecnológico. Al mismo tiempo, ha intensificado la competencia, al

El euro ha amplificado la concentración ...

Fusiones y adquisiciones en el sector financiero de la zona del euro ¹										
	En el mismo país de la zona del euro		Entre dos países de la zona del euro		Otros países situados fuera de la zona del euro		Total		En % ²	
	Número	Valor ³	Número	Valor ³	Número	Valor ³	Número	Valor ³	Número	Valor ³
Entre bancos										
1998	7	8.445	1	147	12	13.787	20	22.379	12,7	13,0
1999	9	41.242	4	9.465	15	7.495	28	58.202	15,9	34,2
2000 ⁴	3	4.528	0	0	5	11.654	8	16.182	26,7	62,0
Entre bancos e instituciones financieras no bancarias										
1998	4	28.604	1	646	3	897	8	31.147	24,2	37,9
1999	3	20.816	1	800	12	4.130	16	25.746	20,8	56,4
2000 ⁴	8	4.768	1	1.631	4	653	13	7.052	48,1	39,1
Entre instituciones financieras no bancarias										
1998	6	7.299	2	7.974	7	1.201	15	16.474	11,8	13,8
1999	11	15.508	4	378	19	21.888	34	37.774	15,7	40,7
2000 ⁴	4	5.071	1	9	5	454	10	5.534	23,3	18,8

¹ La empresa compradora o comprada reside en la zona del euro. Únicamente operaciones concluidas o en curso; valor en la fecha del anuncio. ² Del número de fusiones y adquisiciones en todos los países. ³ En millones de dólares de EE.UU. ⁴ Desde el 1 de enero hasta el 10 de abril.

Fuente: Bloomberg.

Cuadro VII.4

Estructura de costos del sector bancario						
	Número de sucursales por 1.000 habitantes			Empleo por 1.000 \$ de activos		
	1990	1995	1998	1990	1995	1998
Estados Unidos	0,29	0,28	0,29	0,40	0,32	0,29
Japón ¹	0,18	0,19	0,19	0,07	0,06	0,06
Zona del euro ²	0,56	0,55	0,55	0,21	0,15	0,15 ³

¹ En lo que se refiere al indicador de empleo, bancos comerciales solamente. ² En lo que se refiere al indicador de empleo, Alemania, Francia, Italia, Bélgica, Países Bajos y España solamente. ³ 1997.
Fuente: Datos nacionales. Cuadro VII.5

menos en el mercado de grandes operadores, reforzando los incentivos para crear instituciones capaces de competir eficazmente a escala paneuropea por la provisión de servicios bancarios a las grandes empresas.

El ritmo de concentración del sector financiero europeo se aceleró ante la llegada de la nueva moneda y no ha disminuido. La oleada de fusiones también se ha dejado sentir en la periferia de la zona del euro, debido en parte a la concentración que está produciéndose dentro de la zona, pero también en previsión de una futura entrada en la UEM. Sin embargo, aunque las fusiones y adquisiciones del sector financiero suelen cruzar las fronteras sectoriales, siguen en gran medida sin atravesar las fronteras nacionales. La actividad transfronteriza actual consiste principalmente en la formación de alianzas estratégicas, reforzadas a menudo por la adquisición de participaciones minoritarias sin poder de control.

Son varios los factores que podrían explicar esta preferencia por las transacciones nacionales. En primer lugar, las fusiones nacionales brindan una oportunidad más clara de aminorar los costos reduciendo el solapamiento de redes de sucursales y el exceso de capacidad. En segundo lugar, este tipo de transacciones plantea, en principio, menos complicaciones por lo que se refiere a los conflictos que pueden surgir entre las culturas de empresa y de gestión de las dos organizaciones que se fusionan y que constituyen uno de los motivos más frecuentes de fracaso. En tercer lugar, se considera que un requisito necesario para que tengan éxito las alianzas transfronterizas es una fuerte presencia nacional, pues da a la institución mayor poder de negociación. Por último, existen pruebas de que las economías de escala predominan más en el sector de grandes operadores, posiblemente más fácil de centralizar, que en el sector minorista, donde la presencia local es fundamental. En este sentido, es probable que lo que se ha observado hasta ahora no sea más que la primera fase de este proceso de concentración y que las fases posteriores adquieran una dimensión más internacional.

Estructura de supervisión y reglamentación

El objetivo de crear un mercado único de servicios financieros en la Unión Europea se remonta al Tratado de Roma de 1957. Sin embargo, las fuerzas del mercado fueron incapaces por sí solas de vencer los obstáculos

... principalmente a escala nacional

Un marco que conjuga la armonización y la descentralización ...

jurídicos, reglamentarios y prácticos que impedían la provisión de servicios transfronterizos. La Unión Europea, consciente de las dificultades intrínsecas que planteaba la plena armonización de todas las normas nacionales, adoptó un enfoque basado en los principios del reconocimiento mutuo de los marcos normativos, sometidos a una mínima armonización básica, y del control por parte del país de origen. Este enfoque ha conseguido facilitar la aprobación de leyes fundamentales. Al mismo tiempo, ha dado origen a un marco normativo en el que coexisten elementos comunes con otros que siguen controlados por los países y que, por lo tanto, pueden variar de unos a otros. Esta combinación de armonización y descentralización se ha ampliado con la UEM, en la cual la gestión de la política monetaria está totalmente centralizada, mientras que la responsabilidad de la estabilidad financiera continúa siendo en gran medida competencia de las autoridades nacionales.

En un mercado libre de distorsiones competitivas, las instituciones similares deben tener las mismas oportunidades de acceso y padecer los mismos costos derivados de la estructura de supervisión y reglamentación y de los mecanismos para hacer frente a las dificultades financieras. La utilización permanente de un enfoque que mantiene el control descentralizado de importantes componentes de esta estructura lleva a preguntarse por las implicaciones para actuar en condiciones de igualdad dentro de la Unión Europea. La llegada del euro, al integrar aún más el entorno económico en el que actúan las instituciones financieras de la Unión Europea, ha puesto de relieve las posibles distorsiones competitivas que pueden provocar las diferencias entre los elementos que continúan estando descentralizados.

... tiene implicaciones para la competencia ...

La decisión de dejar en buena medida a las autoridades nacionales la responsabilidad de la estabilidad financiera también ha conducido a preguntarse cuáles son los mecanismos necesarios para alcanzar este objetivo en la zona del euro en su conjunto. Las principales cuestiones se refieren a las consecuencias de la descentralización para el equilibrio entre los incentivos que influyen en las decisiones de las autoridades competentes y la adecuación de los medios disponibles para conseguir la estabilidad en un entorno económico cada vez más internacional. Estas cuestiones han cobrado importancia ante la función ejercida por el euro para reforzar la integración económica.

... y la estabilidad financiera

La relación entre estos dos objetivos —igualdad de condiciones y estabilidad financiera— es más estrecha y compleja de lo que parece a primera vista. La experiencia induce a pensar que las distorsiones competitivas pueden socavar la estabilidad, al llevar a asumir excesivos riesgos. Y viceversa, puede haber circunstancias en las que las restricciones que impiden prestar ayuda a las instituciones en dificultades en virtud del principio de la igualdad de trato podrían complicar una gestión eficaz de las tensiones financieras.

Mecanismos actuales

Desde que el principio del “control por parte del país de origen” se adoptó por primera vez en la segunda Directiva de Coordinación Bancaria, ha constituido una parte integral de las principales iniciativas legislativas para promover el mercado financiero único. Este mismo principio también constituye un importante elemento de la concepción del marco de la UEM.

El principio del “control por parte del país de origen” ...

Otorga la responsabilidad de la supervisión global de las instituciones crediticias de la Unión Europea a la “autoridad competente” del Estado miembro en el que tenga su sede central, sometida a la armonización de unas normas prudenciales mínimas. Los supervisores del país receptor deben suministrar toda la información necesaria a las autoridades del país de origen. En cambio, la gestión de las normas comerciales es competencia del país receptor, en el que se prestan realmente los servicios.

... pone énfasis en la coordinación

Incluso antes de que se introdujera el euro, este principio básico era el fundamento del desarrollo de una compleja red de cooperación entre las autoridades encargadas de la reglamentación y de la supervisión. La cooperación y el intercambio de información entre los países se llevaban a cabo en parte bilateralmente, por medio de protocolos de entendimiento, y en parte a escala comunitaria, a través del Comité Consultivo Bancario y del Grupo de Contacto. Se establecieron estructuras paralelas de coordinación para los supervisores de los mercados de seguros y de valores de la Unión Europea. Los mecanismos organizativos nacionales de supervisión del sector financiero varían considerablemente de unos países a otros y van desde un único organismo hasta varios encargados cada uno de un sector, y el grado de implicación del banco central también varía. Por consiguiente, cada comité, aunque tiene una organización de carácter sectorial, mantiene relaciones con organismos responsables de la supervisión de numerosas actividades. Sin embargo, las estructuras formales que reúnen a los supervisores de los tres sectores no se han creado hasta fecha reciente, y son de carácter consultivo más que regulador, en consonancia con las prácticas vigentes en muchos países miembros.

La UEM introduce el Eurosistema

La creación del euro, aparte de traer consigo la centralización de la gestión de la política monetaria, hasta ahora no ha alterado los rasgos fundamentales de este panorama. El Tratado de Maastricht asignó al Eurosistema el papel de contribuir “a la gestión fluida de las políticas seguidas por las autoridades competentes en relación con la supervisión prudencial de las instituciones crediticias y la estabilidad del sistema financiero”. Los países miembros conservan, pues, las competencias de la supervisión, en el marco de un mecanismo en el que existen considerables diferencias entre las prácticas y las competencias de los diferentes organismos nacionales y que renuncia a profundizar en la armonización. Aunque el texto del tratado no excluye la asignación al BCE de ciertas responsabilidades en este terreno, se ha decidido no hacer uso de esta posibilidad en la fase actual. El tratado también atribuye al Eurosistema la responsabilidad de supervisar los sistemas de pagos, reforzando así los fundamentos jurídicos de la política seguida por algunos bancos centrales nacionales en este terreno. Por último, teniendo en cuenta la necesidad de aumentar la coordinación, el Comité de Supervisión Bancaria del SEBC actualmente reúne a las autoridades responsables de la estabilidad financiera y de la supervisión de los sistemas de pagos y a los responsables nacionales de la supervisión bancaria.

Armonización mínima de las garantías de depósitos

Por lo que se refiere a la garantía de depósitos, la Directiva de 1994 sobre sistemas de garantía de depósitos ha armonizado en parte los sistemas nacionales, imponiéndolos a todos los Estados miembros y fijando una cobertura *mínima* uniforme de 20.000 euros por depositante. Sin embargo, los sistemas

nacionales pueden ofrecer mayores niveles de protección, y la Directiva no contiene ninguna disposición sobre algunos otros aspectos, entre los que se encuentran la gestión y la financiación.

Por lo que se refiere a la política relacionada con las instituciones en dificultades, la armonización de los procedimientos y de las normas para la reorganización y la liquidación no está muy avanzada. Éstos se rigen por el principio del control por parte del país de origen y por sus leyes nacionales. La legislación sobre absorciones y valores, que puede afectar materialmente a la eficacia de las soluciones que da el mercado privado a las instituciones en dificultades, varía considerablemente de unos países a otros. El resultado es la falta de uniformidad de los derechos que conllevan las acciones, así como de las potestades de los consejos de administración y de los accionistas. Las autoridades nacionales siguen encargadas de supervisar las absorciones de bancos como parte de su responsabilidad de salvaguardar la estabilidad financiera, si bien ésta se encuentra sujeta a las normas de la Unión Europea sobre libre circulación de capitales.

La utilización de fondos públicos para rescatar a un banco se rige por las normas de la Unión Europea sobre ayudas públicas. La Comisión Europea, aunque reconoce el carácter especial del sector bancario, opina que la legislación comunitaria establece claramente el criterio de "igualdad de las condiciones competitivas", sometiendo, pues, la ayuda financiera pública al examen de la Comisión. La utilización de fondos de los bancos centrales para gestionar las crisis forma parte de la función de provisión de liquidez en situaciones de emergencia. Ni el Tratado de Maastricht ni el estatuto del SEBC otorga explícitamente al BCE la potestad de suministrar liquidez de emergencia a las instituciones financieras. Sin embargo, al atribuir a las autoridades nacionales la responsabilidad de la estabilidad financiera, el Tratado encomienda implícitamente esa tarea a los bancos centrales nacionales. Los acuerdos posteriores han materializado este principio básico (véase más adelante).

Actuar en condiciones de igualdad

Para saber hasta qué punto los mecanismos que existen actualmente para garantizar la estabilidad financiera en la Unión Europea podrían ser una fuente de desigualdades competitivas, resulta útil compararlos con los de Estados Unidos. Estos últimos constituyen, de hecho, otro ejemplo de marco basado en la coexistencia de múltiples organismos encargados de la reglamentación y la supervisión del sistema financiero. De hecho, dado que la distinción funcional entre las operaciones relacionadas con los títulos y la actividad bancaria es históricamente más estricta en Estados Unidos, el ámbito de los organismos encargados de regular la banca es más limitado que en Europa, donde las sociedades de valores suelen disponer de una autorización bancaria. Esta característica de Estados Unidos tiende a subrayar las diferencias entre los enfoques normativos y supervisores de los dos campos. Aun así, en el sistema estadounidense existen, al menos en el área de la banca, algunos elementos compensatorios que contribuyen a uniformar el tratamiento. El rápido mecanismo corrector obliga, de hecho, a los organismos supervisores a coordinar

Los procedimientos de liquidación ...

... y la ayuda para la provisión de liquidez ...

... siguen bajo control nacional

Similitudes con el marco de Estados Unidos ...

las medidas adoptadas para frenar el empeoramiento de la situación financiera de un banco. La centralización de la función de prestamista de último recurso en la Reserva Federal garantiza la armonización de las condiciones en las que pueden acceder los bancos a la ayuda en forma de liquidez. Las normas

Cobertura de los sistemas de protección de los depósitos ¹				
	Cobertura por depositante		Fondo de garantía	Gestión ²
	En euros	En relación con el PIB per cápita, en %		
Alemania	20.000 ³	85,4	sí ⁴	privada ³
Francia	60.980	276,6	no	privada
Italia	103.291 ⁵	559,5	no ⁶	privada
España	15.000 ⁷	113,5	sí	mixta
Países Bajos	20.000	90,1	no	mixta
Bélgica	15.000 ⁷	68,4	sí ⁸	mixta
Austria	18.895	80,6	no ⁹	privada
Portugal	15.000 ¹⁰	156,1	sí ¹¹	pública
Finlandia	25.228	113,4	sí	privada
Irlanda	15.000 ¹²	73,3	sí	pública
Luxemburgo	15.000 ⁷	40,6	no	privada
Reino Unido	22.222 ¹³	105,0	sí ¹⁴	pública
Suecia	26.349	109,9	sí	pública
Dinamarca	42.000	143,5	sí	pública
Grecia	20.000	193,8	sí	mixta
UE ¹⁵	20.000 ¹⁶	99,1	· ¹⁷	· ¹⁸
Estados Unidos	85.708	296,6	sí	pública
Japón	60.853 ¹⁹	226,0	sí	mixta
Canadá	33.220	186,5	sí	pública
Suiza	20.000	56,8	no	privada

¹ Vigentes a finales de 1998. ² Del sistema: por el Estado (pública), por organismos sectoriales (privada) o por ambos (mixta). ³ En el caso de casi todos los bancos, 100% hasta un máximo del 30% del capital del banco. Cogarantía pública del 90% hasta un máximo de 20.000€. ⁴ Pueden ser necesarias aportaciones complementarias para hacer frente a las obligaciones del fondo. El límite de estas aportaciones es el doble de la aportación anual. ⁵ El 100% de los primeros 200 millones de liras (103.291€). ⁶ Los bancos comprometen las cantidades *ex ante*; sin embargo, las aportaciones se realizan *ex post*. ⁷ Hasta diciembre de 1999; 20.000€ a partir de entonces. ⁸ En caso de insuficientes reservas, puede pedirse a los bancos que paguen cada año si es necesario una cantidad adicional excepcional de un 0,04% como máximo. ⁹ El sistema está organizado como un servicio de garantía en función de los incidentes. ¹⁰ El 100% hasta un máximo de 15.000€; el 75% entre 15.000€ y 30.000€; el 50% entre 30.000€ y 40.000€. ¹¹ El pago de las aportaciones anuales puede sustituirse en parte, con un máximo legal del 75%, por el compromiso de entregar la cantidad debida al fondo en cualquier momento si es necesario. ¹² El 90% hasta un máximo de 15.000€. ¹³ El 90% de los depósitos protegidos; la cantidad máxima de depósitos protegidos de cada depositante es de 20.000£ (o el contravalor de 22.000€ si es una cifra mayor). ¹⁴ Los bancos hacen aportaciones iniciales de 10.000£ cuando son autorizados y de nuevo si el fondo disminuye por debajo de 3 millones de libras, con un máximo de 300.000£ por banco y en función de los depósitos garantizados de los bancos implicados; también realizan aportaciones especiales que también se calculan en función de los depósitos garantizados, pero que no tienen límite. ¹⁵ Directiva de la CE sobre sistemas de garantía de depósitos. ¹⁶ La cobertura mínima era inicialmente de 20.000 ecus y el tipo de conversión se fijó en 1 ecu = 1€ a finales de diciembre de 1998. ¹⁷ Determinado dentro de cada Estado miembro. ¹⁸ Sólo indica que cada Estado miembro debe asegurarse de que dentro de su territorio se crean y se reconocen oficialmente uno o más sistemas de garantía de depósitos. ¹⁹ Cobertura total hasta marzo de 2001.

Fuentes: J. R. Barth, D. E. Nolle y T. N. Rice (1997) y FMI, citados en A. Prati y G. J. Schinasi, "Financial stability in European economic and monetary union", *Princeton Studies in International Finance No 86*, Princeton University, agosto de 1999; datos nacionales; cálculos del BPI. Cuadro VII.6

nacionales obligan a los bancos a ofrecer la misma cobertura nominal de garantía de los depósitos, y la centralización de la provisión de garantía a los depósitos bancarios en la Federal Deposit Insurance Corporation garantiza que se aplica uniformemente.

Ese tipo de mecanismos apenas existe en el marco actual de la Unión Europea. La Directiva sobre la garantía de los depósitos sólo ha establecido una cobertura mínima, lo que permite que el grado de protección varíe mucho de unos países a otros (cuadro VII.6), sin limitar otros elementos que podrían haber contrarrestado estas diferencias, como las primas de seguro y los mecanismos de financiación. No existe ningún equivalente formal de un rápido mecanismo que prescriba exactamente la intervención de los organismos supervisores cuando una institución se encuentra en dificultades, ni son uniformes las condiciones de acceso a las ayudas de los bancos centrales para la provisión de liquidez. Ciertamente es que las restricciones a las que está sometida la ayuda pública limitan la discrecionalidad de las autoridades nacionales a la hora de examinar las fusiones y las adquisiciones o resolver los problemas de las instituciones insolventes. No obstante, el margen real de maniobra para responder a las consideraciones nacionales es considerable dentro del marco existente.

Es difícil saber hasta qué punto estas diferencias nacionales influyen en las condiciones competitivas. Una de las razones se halla en que sus efectos no deben examinarse de una manera fragmentaria, sino teniendo en cuenta todo el entramado general de mecanismos y prácticas reales. Aun así, las medidas que ya ha tomado o está tomando la Comisión Europea en el terreno de la ayuda pública al sector bancario indican que es más sensible a sus posibles efectos. Y es probable que éstos sean mayores en el futuro, debido en parte a la introducción del euro, que ha aumentado la transparencia y ha dado un mayor impulso a la integración de los mercados. Pero en términos más generales, a medida que se armonicen nuevos elementos del marco normativo de la Unión Europea, la ventaja competitiva que pueda derivarse de las diferencias entre los países en los aspectos que siguen bajo control nacional ha de ser relativamente más importante. Entre los ejemplos claros se encuentran las considerables diferencias entre los organismos supervisores nacionales en lo que se refiere a sus competencias y sus prácticas, así como a la arquitectura de las redes de seguridad.

Salvaguardar la estabilidad financiera

Las cuestiones que han suscitado los mecanismos existentes actualmente para salvaguardar la estabilidad financiera en la zona del euro están relacionadas sobre todo con la atribución de responsabilidades y el intercambio de información entre las autoridades competentes.

Las críticas iniciales a los mecanismos relativos a la ayuda de emergencia para la provisión de liquidez se referían a las ambigüedades del Tratado sobre los dispositivos para prestar esa ayuda, en caso necesario, y sobre la correspondiente atribución de responsabilidades. Sin embargo, las medidas tomadas por las autoridades en el periodo examinado han aclarado que la responsabilidad de la ayuda de emergencia se ha otorgado a las autoridades

... pero también importantes diferencias ...

... que pueden producir efectos distorsionadores

Las ambigüedades sobre la responsabilidad de la ayuda de emergencia para la provisión de liquidez ...

... se han aclarado

nacionales competentes, definida en el marco nacional, mientras que el Euro-sistema conserva la responsabilidad de gestionar las condiciones globales de liquidez por medio de operaciones monetarias. Las características técnicas específicas de los mecanismos han facilitado esta distinción. En primer lugar, en la UEM existe una línea divisoria perfectamente definida entre la ayuda de emergencia para la provisión de liquidez, por una parte, y las operaciones monetarias, por otra, debido a la existencia de servicios permanentes de libre acceso y de una serie especificada previamente de títulos admitidos como garantía. La ayuda de emergencia comienza donde acaban las operaciones normales, lo que contrasta con los mecanismos existentes en algunos otros países, como Estados Unidos, en los que el crédito al final del día se concede a discreción de las autoridades a través del mismo mecanismo que se utiliza para prestar ayuda de emergencia para la provisión de liquidez. Por otra parte, la variedad relativamente amplia de garantías y el amplio acceso a los servicios permanentes del Eurosistema, significan que el amortiguador existente antes de que se ponga en marcha técnicamente la ayuda de emergencia es mayor que en otros países. En segundo lugar, el hecho de que los objetivos de la política monetaria se basen realmente en los tipos de interés a corto plazo, y no en las cantidades específicas de reservas, da a los bancos centrales nacionales más libertad. En particular, si las dificultades financieras se deben a variaciones de la demanda de reservas a escala local o incluso agregada, el Eurosistema puede responder sin modificar la orientación de su política, siempre y cuando estén bajo control los tipos de interés clave. Los mecanismos existentes para intercambiar información rápidamente con el Consejo de Gobernadores del BCE, que es, en última instancia, el responsable de las decisiones relacionadas con la política monetaria, garantizan que se tendrán en cuenta las consecuencias de las medidas nacionales para la aplicación de la política monetaria.

La descentralización puede ser compleja ...

La ayuda de emergencia para la provisión de liquidez no es más que uno de los muchos instrumentos disponibles para resolver los problemas de las instituciones en dificultades, que pueden ir desde la mera falta de liquidez hasta la insolvencia. La cuestión más general es saber si la atribución de esta función más amplia a las autoridades nacionales con respecto a las instituciones “del país de origen” podría crear dificultades en algunas circunstancias. Es razonable pensar que, en determinadas situaciones, podría dar incentivos no muy compatibles con las necesidades de estabilidad de la zona en su conjunto. Un ejemplo podría ser el de una institución que sólo fuera sistémicamente relevante fuera de su mercado “de origen”, debido al alcance geográfico de sus operaciones y, quizá, a la composición de su accionariado. En ausencia de mecanismos adecuados para repartir las cargas, esas situaciones podrían complicar la búsqueda rápida de una respuesta y llevar incluso a no actuar. Aun así, este tipo de hipótesis se basa en un grado de integración financiera que posiblemente sea muy superior al que se ha logrado hasta ahora dentro de la zona del euro.

... en los casos de intensa actividad transfronteriza

La armonización del marco jurídico ...

Es probable que los progresos realizados para eliminar las diferencias existentes en aspectos importantes de los marcos jurídicos nacionales aumenten la eficacia de los mecanismos basados en el mercado para resolver los casos de dificultades financieras. Sería útil la existencia de un mercado

líquido de *repos* que pudiera complementar al mercado interbancario sin garantía, sobre todo durante los periodos de tensiones financieras en los que los operadores son especialmente sensibles al riesgo crediticio. La creación de una infraestructura jurídica y de mercado común, cuya ausencia ha dificultado hasta ahora el desarrollo del mercado de *repos* transfronterizos en la zona del euro, reduciría al máximo la probabilidad de que fuera necesaria la ayuda de emergencia de los bancos centrales. De igual modo, el aumento del grado de armonización de las leyes nacionales sobre valores y quiebras, así como de la normativa sobre la aprobación de fusiones y adquisiciones, podría facilitar la resolución de las dificultades financieras mediante soluciones transfronterizas basadas en “dinero privado”.

En todo caso, apenas existen dudas de que el aumento de la integración financiera que ha traído consigo la moneda única da mucha importancia a los mecanismos de intercambio de información entre las autoridades encargadas de salvaguardar la estabilidad financiera. El acceso a una información precisa y rápida es necesario, tanto para detectar enseguida las posibles vulnerabilidades y permitir así la adopción de medidas preventivas como para evaluar la magnitud y la intensidad de las tensiones una vez surgidas. El establecimiento del Eurosistema ha brindado la oportunidad de racionalizar y reforzar los mecanismos existentes. Sin embargo, es posible mejorar su funcionamiento práctico, sobre todo en lo que se refiere a la comunicación y la cooperación entre las autoridades supervisoras de los diferentes sectores a escala internacional, la cooperación entre estas autoridades y los bancos centrales y la convergencia de las prácticas de supervisión.

De cara al futuro, es difícil saber cómo evolucionará el sistema de salvaguarda de la estabilidad financiera. Dependerá en gran medida del ritmo de integración financiera, del funcionamiento de los mecanismos cuando se pongan a prueba y de lo que ocurra con la situación política más general. El equilibrio actual entre la centralización y la descentralización es único. No obstante, a medida que se acerca el escurridizo objetivo de un verdadero mercado único, las fuerzas subyacentes deberían inclinar la balanza hacia una mayor centralización o armonización, aun cuando sea difícil predecir exactamente las modalidades y el calendario de este cambio.

... y la cooperación entre las autoridades supervisoras son fundamentales