Ministerio de Economía
y Competitividad
Núm. 874, SEPTIEMBRE-OCTUBRE 2013

Revista de Economía
ICE
Información Comercial
Española

Crisis y reforma regulatoria del sistema financiero en la UE

ICE

INFORMACIÓN COMERCIAL ESPAÑOLA
Secretaría de Estado de Comercio
MINISTERIO DE ECONOMÍA Y COMPETITIVIDAD

Consejo Científico
Luis Gámir, Jaime Requeijo, Ramón Tamames, Gabriel Tortella, Félix Varela, Juan Velarde, Ángel Viñas.

Consejo de Redacción
Santiago Asensio Merino, Mikel Buesa Blanco, Esther del Campo García, Carmen Cárdeno Pardo, Juan Ramón Cuadrado Roura, Guillermo de la Dehesa Romero, Juan José Durán Herrera, Íñigo Fernández de Mesa Vargas, Antonio José Fernández-Martos Montero, Luis Gámir Casares, José María Marín Quemada, María del Coriseo González-Izquierdo, Ignacio Mezquita Pérez-Andujar, Vicente José Montes Gan, Pablo Moreno García, José Alberto Plaza Tejera, María Flavia Rodríguez-Ponga Salamanca, Alberto Soler Vera, Joaquín Trigo Portela.

Directora
Ana de Vicente Lancho
Jefa de Redacción
Aurora Tarruella Vilardosa
Redacción
Pilar Herrero, Purificación Barba Varea y María Jesús Liceranzu

Portada
Manuel A. Junco
Diseño gráfico
César Bobis y Manuel A. Junco

Redacción
Paseo de la Castellana, 162, 11ª planta. 28046 Madrid
Teléfono: 91 349 39 76
Fax: 91 349 35 80

Distribución y suscripciones
Paseo de la Castellana, 162, 8.ª planta. 28046 Madrid
Teléfono: 91 583 55 07
distribuciónpublicaciones@mineco.es

La *Revista ICE* se encuentra en las siguientes bases bibliográficas: *Journal of Economic Literature* (JEL), *EconLit, IBSS, ECONIS, RAS* e *ISOC.*
Sus índices de impacto aparecen en *IN-RECS.*

ICE no se solidariza con las opiniones en los artículos que publica, cuya responsabilidad corresponde a los autores.

Cualquier forma de reproducción, distribución, comunicación pública o transformación de esta obra solo puede ser realizada con la autorización de sus titulares, salvo excepción prevista por la ley. La Editorial, a los efectos previstos en el art. 32.1 párrafo 2 del vigente TRLPI, se opone expresamente a que cualquier fragmento de esta obra sea utilizado para la realización de resúmenes de prensa. La suscripción a esta publicación tampoco ampara la realización de estos resúmenes. Dicha actividad requiere una licencia específica. Diríjase a CEDRO (Centro Español de Derechos Reprográficos) si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra, o si quiere utilizarla para elaborar resúmenes de prensa (www.conlicencia.com; 91 702 19 70 / 93 272 04 47)

Imprime: LAVEL, S.A. Calle Gran Canaria, 12. Humanes de Madrid
ISSN: 0019-977X
ISSN electrónico: 2340-8790
Depósito legal: M. 3.740-1958
NIPO: 720-13-034-X
Catálogo general de publicaciones oficiales
http//publicacionesoficiales.boe.es
Copyright: Información Comercial Española, 2010

ICE

MINISTERIO DE ECONOMÍA Y COMPETITIVIDAD INFORMACIÓN COMERCIAL ESPAÑOLA *Secretaría de Estado de Comercio*

CRISIS Y REFORMA REGULATORIA DEL SISTEMA FINANCIERO EN LA UE

SUMARIO

Presentación 3
Iñigo Fernández de Mesa Vargas

Introducción 11
Rocío Sánchez Barrios

La respuesta de Europa a la crisis financiera 15
José Viñals Íñigez

Efectos y retos de la reforma regulatoria del sistema financiero 29
Jaime Caruana Lacorte

Soluciones a la crisis de la Unión Europea y retos pendientes 43
Klaus Regling

Hacia una unión bancaria 53
Jörg Asmussen

Reforma de la regulación financiera europea: retos futuros 65
Nadia Calviño Santamaría

El *bail-in* en la reestructuración bancaria en España 81
Antonio Carrascosa Morales y Mario Delgado Alfaro

Regulación macroprudencial 91
José María Roldán Alegre y Jesús Saurina Salas

Fragmentación financiera y unión bancaria: hacia una Europa más integrada 101
Jorge Sicilia Serrano, Santiago Fernández de Lis Alonso y Ana Rubio González

La orientación de la actividad financiera ante el proyecto de unión bancaria 121
Santiago Carbó Valverde

Mercados alternativos de deuda para la financiación de la pyme: análisis, perspectivas y propuestas 135
Prosper Lamothe Fernández y Manuel Monjas Barroso

TRIBUNA DE ECONOMÍA

Calidad de relación entre recinto ferial, expositor y cliente final. Un análisis de las ferias dirigidas al consumidor final 149
Ainhoa Rodríguez Oromendía, Mariló Reina Paz y Ramón Rufín Moreno

Sobre los determinantes de la propensión exportadora de las empresas: ¿qué nos dicen los datos? 167
Santiago Lago Peñas, Albino Prada Blanco y Patricio Sánchez Fernández

CONTENTS 183
Contents, abstracts

Coordinadores:
Iñigo Fernández de Mesa Vargas
y Rocío Sánchez Barrios

PRESENTACIÓN

Iñigo Fernández de Mesa Vargas
Secretario General del Tesoro y Política Financiera

España puede ofrecer lecciones a Europa sobre el futuro del sector financiero. Es cierto que nuestro sistema financiero ha sido uno de los epicentros de la crisis y que España tuvo que solicitar el pasado año el apoyo de las instituciones europeas mediante un préstamo para recapitalizar y reestructurar su banca. En contrapartida y como requisito a este apoyo financiero, se ha llevado a cabo una profunda reestructuración del sector financiero, se han establecido nuevos mecanismos de resolución y se ha reforzado la supervisión. No solo las entidades con ayudas sino todo el sector se ha sometido a un proceso de saneamiento, ha reforzado la solvencia y ha mejorado las normas de gobierno corporativo. Todo ello en un tiempo récord de apenas un año y medio y con gran ambición. Quizá por ello ahora gozamos de cierta ventaja; ahora estamos en mejor posición para señalar el camino a seguir. El objetivo no es otro que prevenir futuras crisis, para lo cual Europa está dando los pasos necesarios con la unión bancaria. .

La extraordinaria reforma del sector acometida nos permite abordar la problemática del sistema financiero europeo y su futuro desde una perspectiva muy diferente a la de hace unos años. España ha llevado a cabo un ambicioso ejercicio de evaluación de balances, recapitalización y reestructuración bancaria que ahora se va a reproducir a nivel comunitario. Somos una economía pionera en la mejora de la transparencia y en el fomento de la desintermediación bancaria, elementos ambos centrales en la agenda europea. España es también un buen termómetro de otros retos que todavía debe atajar el sistema financiero europeo —fragmentación financiera, insuficiente integración, dificultades en la transmisión de la política monetaria— y que precisan de una respuesta decidida a nivel europeo, fundamentalmente a través del proyecto de unión bancaria ya en marcha.

España como ejemplo de avances

La Unión Europea tiene ante sí el reto de reforzar el saneamiento del sistema bancario. Desde algunos ámbitos se argumenta que es preciso avanzar más decididamente en el reconocimiento de pérdidas y en el uso más generalizado de pruebas de esfuerzo y procesos de recapitalización y reestructuración. El objetivo es claro: aumentar la confianza a través de una mayor transparencia. También suele aludirse

a la necesidad de mejorar el acceso a la financiación para las pymes y avanzar en la desintermediación bancaria a fin de disponer de mayor diversificación en las fuentes de financiación de la economía real. Pues bien, en todos estos ámbitos España se ha convertido en poco tiempo en un alumno aventajado de la clase, que sirve incluso como hoja de ruta y como prueba de los resultados que cabe esperar de un programa de actuaciones que cubra todos estos elementos.

Saneamiento

España es un ejemplo que debe destacarse de determinación en el saneamiento y reforma del sistema bancario. El sector ha sido sometido en apenas dos años a una transformación sin precedentes en nuestra historia: se han evaluado en profundidad y sometido a rigurosos test de estrés los balances de cada banco; se han recapitalizado y reestructurado aquellas entidades más vulnerables; se ha distribuido la carga entre los acreedores de estas entidades, disminuyendo de este modo el impacto para el contribuyente; se han reforzado significativamente los requerimiento mínimos de capital y de provisiones; se ha transformado el sector de las cajas de ahorro; se ha revisado y reforzado el marco de supervisión en manos del Banco de España; y se ha apuntalado el sistema de protección de los consumidores.

España, en buena medida por la severidad de la situación a la que se enfrentaba en 2012, se ha adelantado en la aplicación de lo que ahora se configura como estrategia comunitaria, a través del refuerzo de la supervisión —bajo el liderazgo del Banco Central Europeo (BCE)—, la evaluación de calidad de activos y test de estrés –coordinados con organismos europeos e internacionales–, y la reestructuración y recapitalización de entidades vulnerables, si resulta necesario, incluyendo ejercicios de *bail-in*. El "caso español" es ahora, por tanto, de interés en todos estos frentes y ofrece sólidas lecciones sobre la importancia de la rigurosidad, la consistencia y el grado de ambición precisos en estos ejercicios. De hecho, la Comisión Europea ha adoptado recientemente normas de ayuda de Estado relativas a quitas a acreedores que siguen precisamente el patrón de lo aplicado en España. Y el BCE también recurre a muchos de los ingredientes de nuestro ejercicio de valoración de activos y test de estrés, incluyendo el mismo consultor externo.

Transparencia

Europa avanza asimismo hacia un modelo de mayor transparencia y consistencia de enfoques supervisores. El sistema bancario comunitario debe ser más transparente a fin de recuperar la confianza y reforzar en el futuro los mecanismos de disciplina de mercado a través de las decisiones de depositantes e inversores en general. Y este objetivo debe lograrse de la mano de las autoridades de supervisión, de modo que

estas garanticen mayor accesibilidad, consistencia e inmediatez de la información. La Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés) y el BCE, están llamados a jugar un papel central en esta área.

De nuevo, los avances en España en este ámbito son reseñables y ofrecen un buen punto de partida para los esfuerzos comunitarios. Las definiciones de crédito refinanciado/reestructurado que se introdujeron en España en 2012 han servido de referencia para las establecidas posteriormente por la EBA. Y los requerimientos de la Autoridad de Mercados Europea (ESMA, por sus siglas en inglés) para que las entidades publiquen información sobre estas carteras se cumplen desde hace ya tiempo en nuestro país. Un reciente estudio de Bruegel, un *think-tank* europeo, nos sitúa de hecho como uno de los países más transparentes en la zona euro sobre su sistema bancario, y uno de los únicos cinco países donde la información a nivel de entidad es fácilmente accesible.

Desintermediación

En tercer y último lugar, España es también pionero en la consideración y adopción de medidas para favorecer el acceso al crédito a pymes y fomentar la desintermediación bancaria. Algo que también ha pasado a ocupar un lugar central en la agenda europea con la publicación en la UE de un Libro Verde y un informe de un grupo de expertos con propuestas concretas para facilitar la financiación de pymes, que podrán seguirse de propuestas normativas por parte de la Comisión Europea.

Una vez más, se trata de un ámbito en el que España ha trabajado ya intensamente con la puesta en marcha de diversas iniciativas. A fin de fomentar la desintermediación bancaria, se ha creado recientemente un nuevo Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) orientado a emisiones de empresas de tamaño medio, se han reforzado las Sociedades de Garantía Recíproca así como el sistema de reaval a través de la Compañía Española de Reafianzamiento (CERSA), se está reformando el marco legal del sector de capital riesgo en España, se está creando una Red Nacional de Incubadoras a través de Axis (gestora de capital riesgo del ICO), se ha lanzado un fondo de fondos de capital riesgo a través del ICO denominado FOND-ICO Global, y se han reforzado las redes de *business angels* a través de incentivos fiscales en el IRPF para estos inversores.

Resultados

Los resultados de este programa de actuaciones —apoyado asimismo en reformas y medidas en el contexto europeo— son ya muy palpables. El sistema bancario español se encuentra hoy mejor capitalizado y provisionado, con mejores condiciones de acceso a la financiación, un significativo incremento de la base de depósitos, estabilización de los activos dudosos y un retorno a niveles razonables de rentabilidad.

Todo ello se refleja en una muy favorable evolución en bolsa de los bancos españoles y ratios cotización-valor contable similares o superiores a la media europea. En definitiva, disponemos hoy de un sector financiero más robusto, eficiente y estable, y mejor preparado para servir a la economía real. Lo que acompañado por una coyuntura financiera internacional más favorable, un ambicioso proceso de consolidación fiscal, y profundas reformas estructurales en los mercados de trabajo y bienes y servicios, ha permitido rebajar el coste de financiación del soberano hasta niveles de finales de 2009, y volver a llevar a la economía española hacia tasas de crecimiento positivas.

Lo que queda por hacer en Europa

Todos estos resultados conviven sin embargo con importantes retos por delante para la economía española en su conjunto y para el sector financiero en particular. Debemos ser conscientes de ello, y el impulso reformista mantenido durante los últimos años debe continuar. Ahora bien, algunos de estos desafíos no pueden resolverse sin respuestas y avances desde el ámbito comunitario. La escasez de crédito, la fragmentación financiera, los problemas de transmisión de la política monetaria, y la desintegración del mercado único de capitales, son todos ellos retos con una clara dimensión europea y por tanto también imprescindibles para la recuperación de la economía española. Dos vías de avance resultan indispensables: la unión bancaria y la consecución de un genuino mercado único de capitales.

Unión bancaria

Nadie duda de la gran oportunidad que supone la creación de la unión bancaria, probablemente el proyecto más ambicioso en Europa desde la adopción de la moneda única —siendo la primera, en todo caso, consecuencia lógica de la segunda—. Tras germinar la idea en junio de 2012, en los momentos de máxima tensión de la crisis del euro, se han dado ya pasos muy importantes con la próxima puesta en marcha del mecanismo único de supervisión y los acuerdos en el Consejo Europeo sobre el mecanismo único de resolución. El objetivo último del proyecto es elevar al ámbito comunitario la supervisión y resolución de los bancos, de modo que se revierta el proceso de fragmentación financiera y se rompa el círculo vicioso entre los riesgos soberano y bancario.

Sin embargo, a medida que se ha ido concretando el proyecto, han crecido las voces que perciben el resultado final más como amenaza que como oportunidad. Dos tipos de argumentos se utilizan para respaldar esta visión. En primer lugar, existen riesgos importantes para la reputación del BCE por su condición de supervisor bancario que podrían dañar su credibilidad, auténtica piedra de toque de un banco central en la conducción de la política monetaria. A lo largo del próximo año el BCE irá tomando

el mando en la supervisión bancaria de la zona euro, pero deberá abordar primero las complejidades del ejercicio de evaluación de calidad de activos y test de estrés de los bancos que debe llevar a cabo. La falta de experiencia del BCE en este ámbito, la dimensión del ejercicio —se evaluarán alrededor de 130 entidades que cubren el 85 por 100 del sistema bancario europeo—, y las dudas sobre los diques de contención (*backstops*) disponibles y reglas de resolución aplicables son elementos que condicionan el ejercicio. En segundo lugar, la solución híbrida institucional acordada para el mecanismo único de resolución con un reparto de papeles entre la Comisión, el Consejo y la nueva Junta de Resolución, no cumple, según algunos análisis, con los requisitos mínimos para que la unión bancaria cumpla sus objetivos y rompa verdaderamente el nocivo vínculo soberano-bancario. Por otro lado, algunas voces critican que éste es un esquema donde las decisiones de resolución pierden agilidad, se burocratizan, y al mismo tiempo continúan sin el respaldo de fondos necesarios para hacer frente a crisis sistémicas, según temen algunos.

Sin embargo, esta unión bancaria merece sin duda la pena. Dejando a un lado el hecho de que obviamente hay que conciliar los diferentes puntos de vista de numerosos países e instituciones, el resultado final supone un gran avance en la construcción europea y en la resolución de los problemas evidenciados por la crisis. Las oportunidades que ofrece la unión bancaria se materializarán en mayor medida que las amenazas. El BCE tiene gran capacidad y fuertes incentivos para llevar a cabo un ejercicio razonablemente exitoso de *asset quality review* y *stress test*. La centralización de la supervisión y la resolución, junto con la aparición de todo un cuerpo de regulación y prácticas comunes a todos los países, las mayores exigencias de capital y los avances en la gestión de activos heredados, harán menos probables las crisis, debilitarán los vínculos entre los bancos y sus autoridades domésticas, limitarán las oportunidades de los Gobiernos regionales y nacionales de utilizar el sector bancario para fines de política industrial, impedirá las lógicas presentes en los últimos años de defensa y promoción de grandes entidades nacionales, y hará menos efectiva la persuasión moral que han ejercido algunos supervisores para limitar los flujos de capitales y encerrar la actividad bancaria dentro de sus jurisdicciones (*ring-fencing*). Todo ello contribuirá, con seguridad, a revertir la fragmentación bancaria, limitar el vínculo soberano-bancario, y es probable que estimule la aparición de entidades más grandes y transfronterizas. Estaremos mejor preparados también para futuras quiebras bancarias y éstas serán menos costosas para el contribuyente. En definitiva, la Unión Europea y el euro se ven reforzados con el nuevo marco.

Integración financiera

Una vez puesta en marcha la unión bancaria, el gran reto pendiente para el sistema financiero europeo es la integración. Veinte años después del establecimiento formal de

un mercado único de capitales, el grado de integración financiera en la Unión Europea es claramente insatisfactorio. Tras la descompresión y relativa calma que viven hoy los mercados, la fragmentación y sus graves consecuencias siguen muy presentes.

Antes de la crisis, la integración estaba lejos de completarse, pero se habían logrado progresos importantes en este ámbito, particularmente en la zona euro tras la entrada en la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria (UEM) en 1999. El volumen de crédito concedido por el sector bancario en la zona euro a contrapartes en otros países de la UEM, incluyendo otros bancos, prácticamente se triplicó en diez años —frente al préstamo doméstico que se duplicó—. Más aún, las tenencias de los bancos de la zona euro de deuda emitida por residentes en otros países de la UEM se multiplicó por más de cuatro entre 1999 y 2009. Y también se produjo en esta etapa una importante convergencia de tipos, tanto para emisiones de soberanos, como en los mercados interbancarios, de crédito minorista y de depósitos.

Pero la crisis ha arrastrado todos estos logros. La actividad bancaria se ha encerrado de nuevo en buena medida en las fronteras de cada Estado miembro y los flujos financieros transfronterizos se han contraído dramáticamente, hasta un punto en el que resulta difícil hablar de un sistema financiero europeo en singular. Si bien es cierto que el proceso anterior a la crisis y la coyuntura económica del momento, en particular la monetaria y crediticia, alimentaron varios de los desequilibrios y vulnerabilidades que se hicieron patentes en la zona euro con la crisis, la situación actual de fragmentación y condiciones de financiación distorsionadas no es menos grave y dañina para el proyecto comunitario y nuestras economías. Los perjuicios en términos de asignación ineficiente de los recursos, no aprovechamiento de economías de escala, insuficiente reparto de riesgos en una unión monetaria, distorsiones en el funcionamiento de la política monetaria común, y dificultad para la recuperación del crédito, son palpables hoy, especialmente para aquellas economías como la española que más sufren las consecuencias de esta situación.

La creación de una unión bancaria y la armonización y refuerzo del sistema de regulación y supervisión del sistema financiero europeo, junto con la corrección de desequilibrios internos, están ya contribuyendo a recuperar muy paulatinamente la senda de la integración en la zona euro. Pero el camino por recorrer es aún largo. Una vez que dejamos atrás las etapas más acuciantes de la crisis, debemos hacer de la integración y consecución de un verdadero mercado único de capitales el objetivo central de la política comunitaria en este ámbito. No solo hay que recuperar el terreno perdido durante la crisis y revertir la fragmentación, sino aprovechar en todas sus dimensiones los beneficios de un mercado genuinamente único. La generalización de fusiones y adquisiciones de entidades a nivel transfronterizo, la aparición de un mercado común de depósitos, la expansión de los flujos de crédito minorista entre distintas economías, y la desintermediación bancaria y crecimiento de mercados de capitales a escala europea, constituyen las nuevas fronteras en el proyecto de integración financiera y nos servirán de medida de nuestros progresos en este ámbito.

Conclusión

Con la mirada puesta en España, podemos aprender mucho sobre el camino que debe recorrer el sistema financiero europeo. En primer lugar, como ha hecho España en 2012, el sector bancario europeo deberá mirarse en el espejo en 2014 y retratarse en el ejercicio de revisión de calidad de activos y test de estrés previstos. En segundo lugar, la reversión de la fragmentación y la mayor integración del sistema financiero europeo son retos que requieren soluciones decididas y coordinadas desde el ámbito comunitario. Este es un camino ya emprendido, que no tiene vuelta atrás y en el que España está fuertemente interesada e implicada. Igual que hace unos años se adoptó la moneda común, hoy estamos embarcados en el proyecto de la unión bancaria. Con la decisión de afrontar los problemas del sector financiero en España de una forma amplia y profunda se ha marcado el camino a seguir. Que Europa tenga éxito en el proyecto va en el beneficio común.

INTRODUCCIÓN

*Rocío Sánchez Barrios**

Desde los primeros compases de la crisis, en 2007, el mundo financiero, en su esfera tanto privada como pública, ha sufrido un fuerte revulsivo que ha puesto en tela de juicio algunas de las bases de pensamiento existentes hasta entonces y ha alterado notablemente algunos de los pilares de funcionamiento de un sistema financiero de una dimensión clave para las economías modernas. Desde entonces, hasta hoy, se ha recorrido un largo camino, primero identificando los problemas que propiciaron la crisis (aunque este es un debate aún incompleto, posiblemente), y luego comprometiendo y llevando a cabo reformas para recuperar la senda de la normalización financiera y de la recuperación económica. A fecha de hoy, los innumerables esfuerzos acometidos no permiten, sin embargo, dar esta crisis por concluida; aún quedan pendientes importantes retos de implementación de las reformas aprobadas y, aunque en menor medida, de desarrollo de las reformas pendientes. Está claro que estas reformas han sido un revulsivo para el sector y un cambio histórico en el paradigma regulatorio. Es más dudoso anticipar si el nuevo enfoque será suficiente para evitar, retrasar o mitigar la próxima crisis financiera.

En este número de la revista *Información Comercial Española* se presentan varios artículos que, con la perspectiva que ofrecen los años de una larga crisis, analizan la respuesta europea, y en algunos casos la española, frente a los fallos regulatorios y de mercado existentes, así como los problemas estructurales, institucionales y coyunturales identificados. Lugar destacado, por su actualidad y dimensión, merece la unión bancaria europea, un objetivo histórico para la Unión Europea (UE) que es, sin duda, un foco de especial atención para los autores de este monográfico. El intenso proceso de reforma de estos últimos años y la profundidad y complejidad de los cambios, hacen que gane especial interés abordar esta respuesta a la crisis desde los diferentes puntos de vista que ofrecen los autores que participan en este número, que combinan la perspectiva de autoridades internacionales, europeas y españolas, del sector privado y del mundo académico.

Este monográfico gravita, por lo tanto, en torno a la respuesta europea y española frente a la crisis, lo cual incluye un amplio espectro de medidas de regulación financiera de las que se pretende analizar los principales elementos e implicaciones. No

* Técnico Comercial y Economista del Estado. Subdirectora General de Análisis Estratégico y Sistema Financiero Internacional

obstante, la crisis financiera propició, desde sus orígenes, el desarrollo de una crisis económica de dimensión devastadora que, lógicamente, ha exigido un abanico de respuestas que van más allá del ámbito financiero y de la pretensión de este monográfico. Es el caso de las políticas monetarias, fiscales y estructurales que han tenido y siguen teniendo un papel fundamental a la hora de asentar las bases de la recuperación económica de los países.

Este monográfico arranca con dos voces desde la primera fila de sendas instituciones financieras internacionales. En primer lugar, **José Viñals**, Consejero y Director del Departamento de Asuntos Monetarios y Mercados de Capitales del Fondo Monetario Internacional, aborda en detalle, desde una perspectiva global, los problemas estructurales que propiciaron el arranque de la crisis y las condiciones actuales del sistema bancario, con especial atención en las condiciones de liquidez, endeudamiento, morosidad y capitalización. Además de analizar los primeros compases de la respuesta europea, Viñals identifica dos grandes retos de la reforma comunitaria: en primer lugar, completar el proceso de saneamiento y recapitalización bancaria y, en este sentido, establecer un marco adecuado para la gestión de los altos niveles de endeudamiento privado y de insolvencias empresariales, y, en segundo lugar, completar la unión bancaria. En este sentido, Viñals ofrece un análisis completo de los aspectos más relevantes del proceso para la creación de un nuevo Mecanismo Único de Supervisión (MUS) en la Unión Europea, sus implicaciones y los retos asociados.

Por su parte, **Jaime Caruana**, Director del Banco de Pagos Internacionales (BIS, por sus siglas en inglés), ofrece una visión muy completa de los principales ejes de la reforma de la regulación financiera a nivel global. De los seis grupos de medidas en los que el autor agrupa la reforma, cabe destacar el análisis de los cambios de la regulación prudencial del capital y la liquidez de las entidades bancarias (en los que el BIS ha sido una institución clave), el denominado Acuerdo de Basilea III, al que el autor incorpora un análisis de sus efectos estimados en términos de crecimiento económico, crédito y disponibilidad de activos de colateral, así como su encaje en el proceso de recapitalización bancaria.

Desde una perspectiva eminentemente europea encontramos, a continuación, tres artículos de representantes de autoridades comunitarias que ilustran la profundidad del esfuerzo de reforma en la región y, de manera especial, de los progresos hacia una unión bancaria completa. En primer lugar, **Klaus Regling**, Director del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), ofrece un recorrido por la crisis y por el nuevo marco institucional y de gobernanza de que se ha dotado la Unión Europea. Destaca la creación de nuevos instrumentos comunitarios de apoyo financiero, como el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera o el MEDE, considerados como "cortafuegos" y última línea de defensa para aquellas ocasiones en las que los problemas financieros de un Estado miembro puedan poner en riesgo la estabilidad financiera de la zona euro en su conjunto.

A continuación, el artículo de **Jörg Asmussen**, nuevo Secretario de Estado en el Ministerio de Empleo alemán y hasta hace poco miembro del Comité Ejecutivo del Banco Central Europeo (BCE), ofrece una perspectiva muy centrada en los cambios en el marco institucional de supervisión financiera de la UE. En concreto, el autor explica la creación de nuevas autoridades comunitarias de supervisión microprudencial (de banca, valores y seguros) y macroprudencial (la Junta Europea de Riesgo Sistémico), y, en el contexto de la construcción de la unión bancaria, analiza en detalle el marco del nuevo supervisor bancario único, el ya mencionado MUS, que quedará integrado en el propio BCE. El artículo aborda el reto que supone para el BCE poner en marcha este primer pilar de la unión bancaria, tanto desde el punto de vista funcional como institucional, así como el encaje del MUS con los otros dos pilares de dicha unión: el Mecanismo Único de Resolución y un sistema común de garantía de depósitos.

Por su parte, **Nadia Calviño**, Directora General adjunta de Mercado Interior y Servicios de la Comisión Europea, es una de las personas con mejor perspectiva para explicar la reforma de la regulación financiera en la UE. Su artículo ofrece un diagnóstico interesante de la actual situación: el hecho de que el proceso de integración financiera europea estuviera incompleto al inicio de la crisis y la falta de armonización regulatoria existente (a pesar de los esfuerzos previos), ha dificultado y ralentizado la respuesta europea y, en cierta forma, ha exigido que ésta sea más estructural e institucional. Su artículo hace un repaso exhaustivo de las medidas acordadas e implementadas en la Unión Europea. Estas medidas quedarían clasificadas en tres grupos: medidas comprometidas a nivel internacional por el G20 (Basilea III, gestión de crisis bancarias y regulación de derivados); medidas adicionales para profundizar en el mercado financiero único de la UE (regulación prudencial de seguros —Solvencia II—, regulación de auditoras, de agencias de calificación, de funcionamiento de mercados —contabilidad, transparencia, índices de referencia y para la mejora de infraestructuras de mercado—); y, por último, medidas para la creación de la unión bancaria, cuyos progresos hasta la fecha se analizan en detalle.

Antonio Carrascosa y **Mario Delgado**, del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB), ponen la lupa en el proceso de reestructuración del sector financiero español, en concreto, en la participación del sector privado en los mismos (*bail-in*). Los autores explican el marco teórico que justifica el *bail-in* frente al *bail-out* (rescate) del sector público y detallan cómo los marcos de resolución bancaria acordados a diferentes niveles (internacional, europeo y español) incorporan este concepto, hasta ahora inexistente o difuso, en la regulación financiera. El análisis se complementa con una exposición detallada de la experiencia española en la aplicación del *bail-in* en los procesos de resolución y con una valoración, de cara al futuro, de los elementos esenciales para que el sector bancario esté adecuadamente preparado para el nuevo marco.

José María Roldán y **Jesús Saurina**, del Banco de España, se centran en el análisis de una de las nuevas políticas financieras, la supervisión macroprudencial,

cuyo impulso solo ha cobrado fuerza, desafortunadamente, a raíz de esta crisis. Los autores, que han vivido en primera fila la consolidación de esta nueva política en el marco internacional y europeo, nos explican el concepto de la misma así como el nuevo marco institucional y los instrumentos esenciales para poder llevarla a cabo. Especial mención tienen en este contexto las pruebas de resistencia o *stress test* de la banca que, en el devenir de esta crisis, han pasado a convertirse en un instrumento de supervisión relevante para las autoridades y una importante fuente de información sobre la fortaleza bancaria para el mercado.

Jorge Sicilia, **Santiago Fernández de Lis** y **Ana Rubio**, de BBVA Research, complementan los artículos anteriores con una interesante comparación entre la respuesta de la UE y la de EE UU frente a la crisis. Su conclusión es que la respuesta comunitaria fue menos rápida y menos intensa y que adoleció de problemas de coordinación en la toma de decisiones, todo lo cual resulta en una serie de efectos que también se analizan. De la situación actual del sistema financiero, el equipo de BBVA Research destaca la persistencia de la fragmentación financiera y analiza tanto su evolución como los ámbitos de mercado en los que es patente. Los autores igualmente ofrecen una perspectiva sobre cómo la unión bancaria y otras medidas regulatorias y de mercado podrían permitir acabar con esta fragmentación financiera.

Santiago Carbó, de Bangor Business School, con holgada experiencia académica en el análisis de sistemas financieros, lleva a cabo un estudio de la especialización del negocio de los distintos sectores bancarios, con especial atención en el español. Su análisis refleja que, aunque persisten diferencias según países, la crisis no ha tenido un efecto significativo en los balances bancarios europeos en términos de especialización de negocio (crédito *versus* no crédito). Las diferencias existentes, en todo caso, no constituyen un obstáculo en sí mismo para el desarrollo de la unión bancaria planteada. El análisis empírico, sin embargo, sí deja patentes diferencias en las políticas de riesgos asumidas por los bancos, lo cual tiene un claro reflejo en sus márgenes de negocio. Carbó reflexiona además sobre el futuro de la llamada "banca relacional" y de la diversificación del negocio bancario hacia instrumentos distintos del crédito (como la titulización o las participaciones empresariales) en el actual contexto de competitividad bancaria.

Por último, los profesores **Prosper Lamothe** y **Manuel Monjas**, de la Universidad Autónoma de Madrid, analizan el desarrollo de infraestructuras y mercados de financiación alternativos al canal tradicional de crédito. Este fenómeno, resultado de la contracción drástica de la financiación bancaria y con efectos preocupantes en las pymes, ha sido objeto de una intensa reflexión y actividad regulatoria en países como España. El artículo describe los diferentes mercados europeos de financiación alternativa y reflexiona sobre los factores que afectarán a su evolución futura.

José Viñals Íñiguez*

LA RESPUESTA DE EUROPA A LA CRISIS FINANCIERA**

La crisis financiera mundial ha afectado profundamente a Europa y ha supuesto un conjunto de retos difíciles, aunque no insuperables, para sus ciudadanos. Las debilidades en los procesos de toma de decisiones de la Unión Europea y de la zona euro han motivado reformas, especialmente en lo que respecta a la estabilidad del sector financiero. Si tienen éxito, dichas reformas llevarán a una mayor integración financiera con una base más sólida que fomentará la estabilidad y el crecimiento.

Palabras clave: *crisis financiera mundial, Unión Europea, saneamiento bancario, mecanismo único de supervisión, mecanismo único de resolución, directiva de recuperación y resolución bancaria.*
Clasificación JEL: *E32, E52, G21, G28.*

1. Introducción

La crisis financiera mundial se ha ensañado especialmente con Europa, teniendo sus ciudadanos y políticos que afrontar una serie de difíciles retos y sacrificios. La crisis ha puesto de relieve las imperfecciones de los procesos de toma de decisiones en la Unión Europea (UE) y en la zona euro, especialmente los referentes a la gestión de la crisis, además de revelar fallos estructurales e institucionales que representan una amenaza importante para la integración económica y financiera. Los responsables políticos han aprovechado esta oportunidad para iniciar un proceso de reformas financieras a gran escala. Si se llevan a cabo con éxito, estas reformas contribuirán notablemente a asegurar la estabilidad financiera en Europa y, en última instancia, a sentar las bases para una Europa mejor y más sólida.[1]

2. Los orígenes de la crisis

El origen de la crisis financiera europea proviene de las consecuencias del largo período de expansión que persistió hasta la crisis de Lehman Brothers en octubre de 2008.[2] Las condiciones financieras favorables permitieron que la deuda se acumulara en

* Consejero Financiero y Director. Departamento de Asuntos Monetarios y Mercados de Capitales, Fondo Monetario Internacional.
** «Financial Crisis and the European Response». Traducción de Patricia Tabasco.
Las opiniones y puntos de vista que contiene en este artículo pertenecen únicamente al autor y no deben atribuirse al FMI.

[1] Este artículo usa como referencia el FMI, 2013b.
[2] CLAESSENS *et al.,* 2011 resume las condiciones iniciales de esta crisis y de crisis anteriores.

varios sectores de la economía. El sector bancario desempeñó un papel crucial al proveer dicha financiación en toda la Unión Europea, lo que le llevó a quedar fuertemente apalancado. Mientras el sistema financiero sufría una crisis de liquidez sin precedentes seguida del desplome del crecimiento económico, se evidenciaron una serie de problemas latentes. Primero, el estrecho vínculo entre la situación financiera del soberano y los balances de los bancos. Segundo, las deficiencias en el entramado institucional que sostiene tanto el mercado único de servicios financieros como la unión monetaria. Y, tercero, la escasa capacidad para responder con eficacia a los retos de la crisis.

Antes de la crisis, el fácil acceso al crédito ocultaba las vulnerabilidades subyacentes del sistema. Los sistemas financieros de la UE eran (y son) complejos, de gran tamaño y generalmente dominados por los bancos. Por ejemplo, los cinco bancos nacionales de mayor tamaño de la UE representaban más del 300 por 100 del PIB de sus respectivos países. Muchos de los bancos de la UE también disfrutaron de los beneficios de ser «demasiado importantes para caer», lo que les permitió adquirir perfiles de alto riesgo a unos tipos de interés preferentes. Además, se formaron burbujas de crédito y de precios de activos en algunos países de la UE (Irlanda, España, Reino Unido y Países Bajos), con fuertes aumentos en la deuda de hogares y empresas.

Las defensas para resistir estas perturbaciones no mejoraron en el período precrisis. Aunque la rentabilidad de los bancos (ROE, por sus siglas en inglés) era alta, alrededor de un 17 por 100 en 2007, las ratios de solvencia aumentaron muy poco, en solo 0,2 puntos porcentuales desde 2000 a 2007. Con los activos bancarios aumentando de manera constante y más rápida que los depósitos, el creciente apalancamiento de muchos bancos se basó cada vez más en la financiación mayorista transfronteriza a corto plazo. En general, estas tendencias no causaron excesiva preocupación sobre la estabilidad financiera antes de la crisis.

El desencadenante de la crisis fue el colapso en los mercados inmobiliarios e hipotecarios de Estados Unidos (EE UU), a los que algunos de los bancos europeos más importantes estaban fuertemente expuestos a través de sus tenencias de productos titulizados. En EE UU, los bajos tipos de interés, los laxos estándares crediticios y las prácticas predatorias de préstamo llevaron a las familias a asumir niveles de endeudamiento exorbitantes. Las altas calificaciones que obtenían los productos crediticios estructurados, como los bonos respaldados por hipotecas, permitieron que hasta los préstamos inmobiliarios de menor calidad (normalmente dentro de los segmentos del mercado de alto riesgo) se titulizaran y empaquetaran en productos con características de riesgo y rentabilidad que atraían a inversores de todo el mundo, incluidas las instituciones financieras europeas. Pero la complejidad de estos instrumentos ocultaba los verdaderos riesgos a los que se exponían los inversores y hasta qué punto estos riesgos podrían estar fuertemente correlacionados en cuanto la calidad de los préstamos comenzara a deteriorarse. Cuando la burbuja inmobiliaria norteamericana explotó en los meses finales de 2007, muchas de las principales instituciones financieras mundiales (incluidos los bancos de la UE), que habían invertido cantidades ingentes en créditos titulizados respaldados por hipotecas de alto riesgo, registraron grandes pérdidas.

A partir de entonces, la crisis se acrecentó y extendió.[3] El *shock* que para la economía mundial supuso la caída de Lehman Brothers se abordó con una respuesta política sin precedentes, pero aun así derivó en un descenso generalizado de los activos de riesgo y en un proceso acelerado de desapalancamiento bancario a escala global. Las duras condiciones crediticias que siguieron influyeron adversamente en la inminente recesión, empeorando aún más los problemas

[3] Estos temas se desarrollan en los informes de estabilidad financiera mundial (*Global Financial Stability Reports)*, pássim. Ver, por ejemplo, FMI (2010) o FMI (2012b).

financieros de empresas y familias. La financiación del mercado (llevada a cabo en su mayor parte mediante préstamos bancarios transfronterizos) se fue haciendo cada vez más difícil en aquellos países donde el endeudamiento privado y los desequilibrios externos habían aumentado más.

Tras el éxito logrado al coordinar unas políticas fiscales y monetarias contracíclicas en las principales economías, los mercados comenzaron a distinguir entre los países deudores más fuertes y los más débiles, lo que incidió fuertemente en Europa. Esta segunda fase de la crisis comenzó con Grecia, que entró en un programa de la Comisión Europea (CE), del Banco Central Europeo (BCE) y del Fondo Monetario Internacional (FMI) en mayo de 2010. La elevada deuda pública y los pasivos contingentes, derivados del apoyo público otorgado a los sistemas bancarios con dificultades, se convirtieron en un vínculo clave entre el riesgo bancario y el riesgo soberano. Los problemas fueron especialmente graves en algunos países de la unión monetaria, donde los elevados déficit exteriores tenían su contrapartida en el sobreendeudamiento de los sectores público y privado. Los Gobiernos de estos países tuvieron que luchar contra la recesión teniendo como única herramienta, para atajar la pérdida de competitividad, las reformas estructurales a largo plazo, en un entorno en el que los bancos y los soberanos más débiles perdieron el acceso a la financiación del mercado.

La falta de mecanismos colectivos para romper estos círculos viciosos en Europa puso de manifiesto los fallos de diseño en el proceso de integración económica y monetaria y exacerbó la crisis.[4] El mercado único de servicios financieros y, más aún, la unión monetaria se habían diseñado bajo el supuesto que la libre circulación de capitales aseguraría que prestatarios de igual solvencia dentro de la UE disfrutarían de un acceso similar a la financiación. Con la crisis, los mercados pronto distinguieron entre sistemas financieros, discriminando a favor de aquellos con apoyos financieros estatales creíbles, con menores problemas para recuperar la competitividad y sanear la economía y mejores perspectivas para la recuperación. Como consecuencia, apareció la fragmentación financiera. La percepción de las diferencias en la calidad de los activos y en las prácticas supervisoras entre países complicaron aún más las cosas e incrementaron las dificultades para restablecer la confianza.

3. La respuesta de la política económica

Dos son los elementos clave que configuran la respuesta de la política económica ante la crisis en Europa: las medidas para estabilizar el sistema financiero y la economía en general; y la reforma estructural del entramado institucional para dotar de la necesaria solidez al sistema financiero europeo.

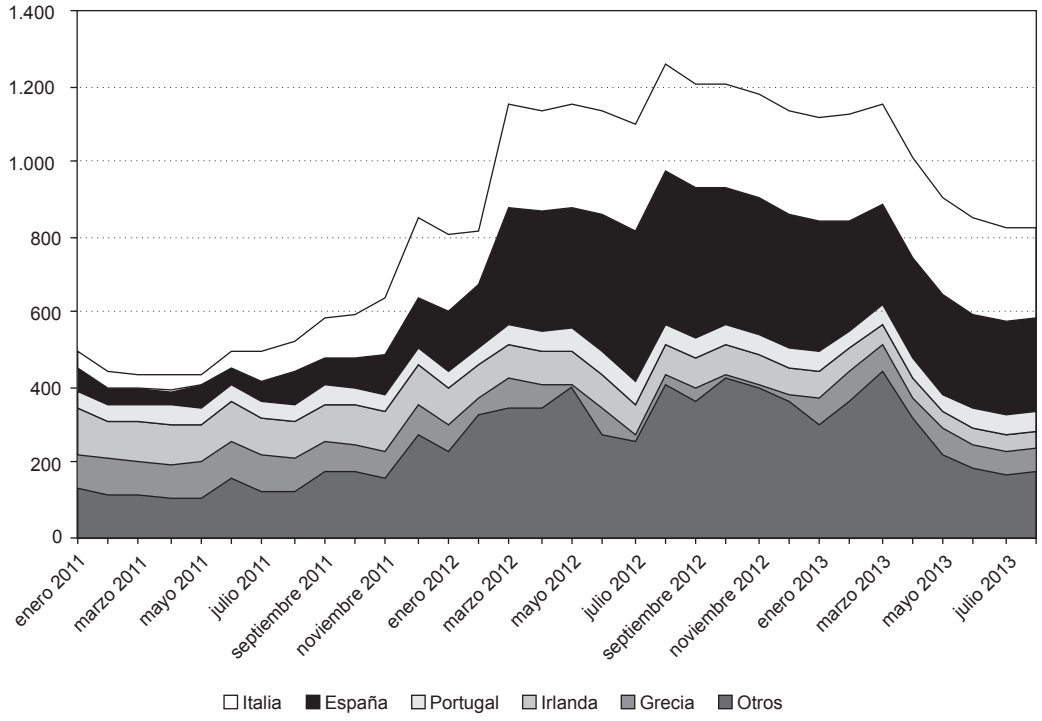
Por lo que se refiere a las medidas de estabilización, durante la crisis se extendieron de forma masiva las ayudas públicas al sistema bancario en forma de recapitalización y garantías. Durante estos años, los Gobiernos de la UE apoyaron más que nunca al sector financiero con dinero del contribuyente. Desde septiembre de 2008 hasta diciembre de 2011, aportaron un total de casi 4,5 billones de euros, es decir, un 37 por 100 del PIB de la UE. La cantidad de dinero público utilizado (principalmente por medio de inyecciones de capital y garantías del Estado) ascendió a 1,7 billones de euros, o lo que es lo mismo, un 13 por 100 del PIB de la UE.

El Banco Central Europeo, la Reserva Federal y otros bancos centrales también respondieron rápidamente, coordinando la bajada de los tipos de interés oficiales, desarrollando políticas monetarias no convencionales y suministrando liquidez de emergencia, además de hacer uso de las líneas *swap* que ofreció la Reserva Federal de EE UU para reducir la tensión en los mercados internacionales de financiación en dólares tras la caída de Lehman Brothers. En la zona euro, el BCE amplió la duración de sus líneas de liquidez, con adju-

[4] FMI, 2012a; FMI, 2013s y FMI, 2013b.

GRÁFICO 1

LIQUIDEZ PROVISTA POR EL BCE
(Miles de millones de euros)



FUENTE: BCE.

dicación plena. También redujo los requisitos de colateral y habilitó líneas de *swap* de divisas para permitir la financiación en moneda extranjera de los bancos de la UE. El préstamo total del BCE a los bancos nacionales alcanzó los 1,2 billones de euros en agosto de 2012, tres veces la cantidad provista antes de la crisis (Gráfico 1). El Banco Central Europeo también compró activamente cédulas hipotecarias y deuda pública a través del Securities Market Program. Este programa finalizó en septiembre de 2012 y fue seguido por el lanzamiento del programa de Operaciones Monetarias de Compraventa (Outright Monetary Transactions). Este último fue diseñado expresamente para atajar la fragmentación financiera y ha obtenido un gran éxito dado que ha ayudado a recuperar la confianza sin haber sido utilizado. Los bancos centrales nacionales de algunos países de la UE fuera de la zona euro también llevaron a cabo políticas monetarias no convencionales (por ejemplo, el Banco de Inglaterra) y concedieron liquidez de emergencia a bancos con serios problemas de liquidez.

Merece también destacarse otras medidas que fueron cruciales para superar la fase más aguda de la crisis. Una de ellas fue el ejercicio de recapitalización que llev**ó** a cabo la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés) para el conjunto de la UE, que result**ó** decisiva para que muchos bancos establecieran planes creíbles con vistas a obtener capital de fuentes privadas. A su vez, la revisión de la calidad de los acti-

vos, las pruebas de resistencia financiera, la recapitalización y los procesos de reestructuración de los sistemas bancarios llevados a cabo en determinados países en estos años desempeñaron un papel fundamental para estabilizar la confianza y mejorar las condiciones de financiación. Esto ha sido de especial importancia en España, donde el panorama financiero ha mejorado sustancialmente como consecuencia de la profunda reestructuración de las cajas de ahorros y la creación de un «banco malo» (SAREB) para limpiar los balances bancarios de los activos inmobiliarios tóxicos.

La respuesta europea a la crisis también ha pasado por la reforma del entramado institucional con objeto de fortalecer la capacidad de manejo de las crisis así como el sistema de supervisión. El Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF) y, más tarde, el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) aportaron un fondo común para apoyar a los Estados de la zona euro con problemas y, recientemente, para permitir invertir directamente en los bancos de la zona euro, debilitando así los vínculos entre el soberano y la banca. A su vez, a fin de aplicar una regulación del mercado financiero más homogénea en el conjunto de la Unión Europea, se reorganizó el sistema de supervisión y el 1 de enero de 2011 comenzaron a funcionar las Agencias Europeas de Supervisión (ESAs, por sus siglas en inglés). La creación de la EBA, que asumió las responsabilidades del Comité de Supervisores Bancarios Europeos (bajo cuya dirección se llevaron a cabo las primeras pruebas de resistencia a nivel europeo), de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, por sus siglas en inglés) y de la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA, por sus siglas en inglés) tuvo como objetivo mejorar la supervisión financiera transfronteriza, lograr la convergencia de las prácticas de supervisión e implantar un sistema normativo único.

Dentro de la zona euro, se están dando pasos para la creación de la unión bancaria. Con aún mayor intensidad que en la UE, los vínculos financieros se extienden por la zona euro a través de una densa red transfronteriza de bancos. Los pasos que se están dando hacia la unión bancaria, que se comentarán en profundidad más adelante, tienen el propósito de establecer un sistema unificado y coherente para la regulación y supervisión de las entidades de crédito.

4. Condiciones actuales del sistema financiero

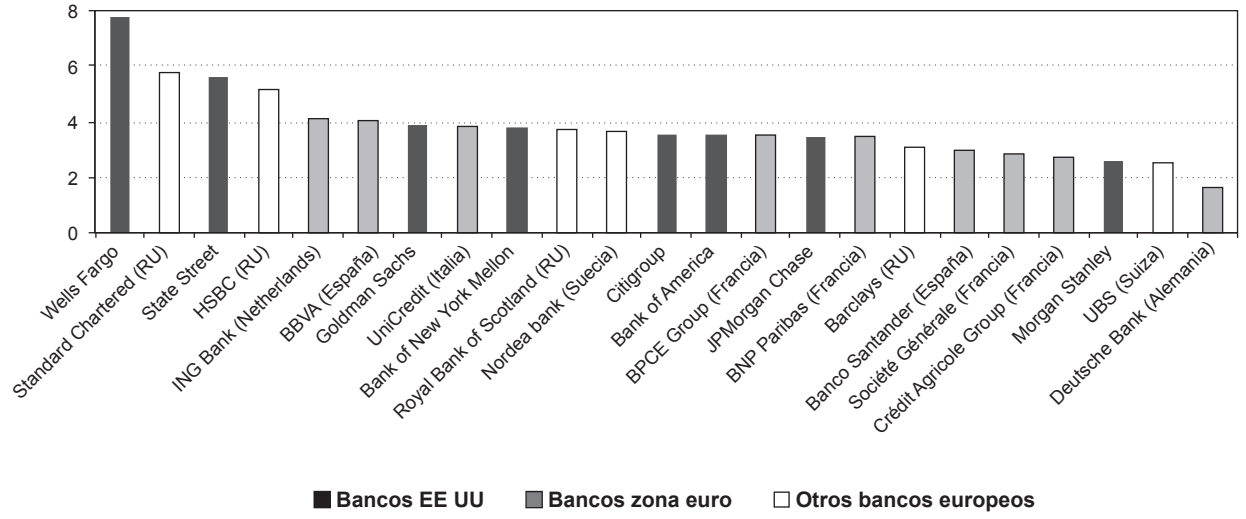
Cinco años después del comienzo de la crisis, los sistemas bancarios europeos están en diferentes fases en los procesos de saneamiento financiero, necesitando algunos bancos de ajustes adicionales.[5] Las pruebas de resistencia que se llevaron a cabo en la UE en 2010 y 2011, y, especialmente, el ejercicio de recapitalización de la EBA, constituyeron un acicate importante para que los bancos mejorasen notablemente sus niveles de solvencia. En países con programas de la Comisión Europea, el Banco Central Europeo y el Fondo Monetario Internacional, la financiación oficial contribuyó a asegurar la estabilidad financiera y a que los bancos tuviesen acceso a mecanismos de apoyo para garantizar su adecuada capitalización. Desde 2011, muchos grandes bancos han logrado avances importantes en términos de desapalancamiento y reducción del riesgo en sus balances. Los incrementos de los niveles de capital se han visto acompañados de disminuciones en los activos ponderados por riesgo más pronunciadas que en los activos totales, ya que muchos bancos se han centrado en reducir las exposiciones con mayores ponderaciones al riesgo y, posiblemente, en «optimizar» sus modelos internos de riesgo.

En la zona euro, el exceso de liquidez (una medición aproximada de las medidas de liquidez extraordinaria adoptadas por el BCE en apoyo a la estabilidad financiera y calculado como la suma del exceso de reservas y el recurso neto a la facilidad de depósito) todavía representa un poco menos de 200.000 millones de euros o alrededor de un 2 por 100 del PIB de la zona euro. La reducción en aproximadamente 550.000 millones de euros en el exceso de liquidez desde el verano de 2012,

[5] FMI, 2013c y FMI, 2013d.

GRÁFICO 2

RATIOS DE APALANCAMIENTO DE BANCOS DE IMPORTANCIA SISTÉMICA MUNDIAL, FINALES 2012
(Capital tangible ajustado en porcentaje de activos tangibles ajustados)



FUENTE: FDIC.

se debe en su mayor parte al reembolso de la liquidez extraordinaria por parte de los bancos.

Muchos bancos de la zona euro siguen dependiendo en la actualidad más de la financiación mayorista y están, por lo general, más endeudados que sus homólogos de otras zonas. El Gráfico 2 compara las ratios de apalancamiento de los bancos europeos globalmente sistémicos con las de otros países. En la «periferia» de la zona euro, los bancos se enfrentan a retos estructurales adicionales, derivados del elevado endeudamiento de las empresas y del aumento de la morosidad, que lastran su solvencia.

En términos generales, el entorno económico sigue siendo relativamente frágil en Europa, aunque la tendencia reciente apunta a una mejoría de las condiciones y la salida de la recesión.[6] En los países de la UE más afectados, persisten las fuerzas contractivas procedentes del elevado endeudamiento del sector privado, los altos costes de financiación, las necesarias políticas de consolidación presupuestaria y la contracción del crédito bancario.

La morosidad ha aumentado progresivamente en los bancos de la UE desde 2007, llegando a situarse, en promedio, por encima del 6 por 100 en 2012[7]. Esto refleja la continuada debilidad de las condiciones macroeconómicas en algunos países y la ausencia de mecanismos de reestructuración de deuda a gran escala, lo que supone un riesgo para la solidez y la rentabilidad de los sistemas bancarios en algunos países. La morosidad ha alcanzado niveles históricamente elevados en los países sometidos a mayores tensiones, agravada por la escasa capacidad de numerosas

[6] FMI, 2013e.

[7] EBA (2013).

empresas para hacer frente a sus deudas. Las empresas, a su vez, se ven perjudicadas por el desapalancamiento de los bancos que, al disminuir su exposición al riesgo, conduce al endurecimiento de las condiciones de concesión del crédito, reflejado en el incremento de los tipos crediticios y el racionamiento del crédito.[8] La evidencia empírica con bancos individuales sugiere que los bancos más débiles tienen mayor probabilidad de reducir su oferta de crédito. Los bancos pequeños y de segundo nivel de los países de la Unión Europea bajo tensión han estado afrontando las mayores restricciones de financiación, y son precisamente estos los que tienden a ser los principales proveedores de crédito a las pequeñas y medianas empresas.

De no eliminarse o mitigarse suficientemente, esta doble interacción adversa entre la débil posición financiera de muchas empresas y los bancos más débiles podría contribuir a un problema crónico de bajo crecimiento, con los bancos escasamente dispuestos a conceder nuevos préstamos y con las empresas debilitadas por la escasez y carestía del crédito bancario.

5. Las prioridades de la reforma financiera

Las prioridades para el futuro inmediato son dos: completar el proceso de saneamiento de los balances bancarios para recuperar la confianza y reavivar el crédito; y progresar de manera sostenida hacia un marco financiero más sólido para la UE y hacia la unión bancaria en la zona euro.[9]

Saneamiento financiero

Sanear el sistema bancario europeo es esencial para la recuperación económica. Para recuperar el crecimiento y revertir la fragmentación financiera, los bancos deben tener colchones de capital adecuados para hacer frente a los problemas de calidad de los activos en un entorno que no se prevé de rápido crecimiento económico. La evidencia empírica sugiere que los niveles de morosidad comienzan a caer con retraso respecto a la recuperación económica, de modo que no cabe descartar un deterioro adicional en las condiciones actuales de calidad de los activos bancarios. Un análisis creíble de la calidad de los activos bancarios resulta clave para disipar la incertidumbre que aún subsiste sobre el verdadero estado de salud de los bancos europeos, de forma que se recupere la confianza y la capacidad de obtener financiación por parte de la banca en los mercados de capitales, tanto a través de emisiones de deuda como de acciones.

La recuperación de la confianza resulta también esencial para revertir las divergencias que existen entre países en los costes del crédito bancario. La inminente evaluación global del estado de los balances de los bancos (con análisis de la calidad de los activos y pruebas de resistencia), que el BCE va a llevar a cabo este año antes de la puesta en marcha del Mecanismo Único de Supervisión (MUS), representa una oportunidad única. Al ofrecer a los mercados una imagen más transparente y comparable de los balances bancarios, esta evaluación debería también servir para reducir la fragmentación financiera y mejorar el mecanismo de transmisión monetaria. Para ello, es fundamental que el análisis de los balances bancarios ofrezca una imagen fidedigna y creíble de su estado. En caso de que fuera necesario dotar a algunos bancos de capital adicional, debería acudirse en primer lugar a fuentes privadas, pero si estas resultan insuficientes, deben existir recursos públicos disponibles como respaldo tanto a nivel nacional como europeo. Esto es necesario para garantizar la credibilidad del ejercicio. En este contexto, el MEDE, incluido el mecanismo de recapitalización directa, podría, junto con respaldos financieros nacionales, formar el núcleo de este compromiso para la zona euro. El diseño técnico también será crucial para la credibilidad del análisis de los balances bancarios, que establece las siguientes pautas:

[8] FMI (2013d).
[9] FMI, 2013a y FMI, 2013b.

— Cumplir con las buenas prácticas internacionales establecidas según la clase de activo y, en especial, usar un enfoque en base a riesgos con altas tasas de muestreo para las carteras de préstamos.

— Proporcionar a los supervisores y auditores nacionales una guía global armonizada.

— Contratar los servicios de expertos independientes para hacer un riguroso control de calidad del proceso.

— Proporcionar información completa y puntual al mercado y servir como punto de partida para las pruebas de resistencia que a nivel de la UE coordinará la EBA en 2014.

La ruptura del círculo vicioso entre las debilidades de los bancos y del sector empresarial en determinados países requerirá de esfuerzos adicionales para mejorar los marcos legislativos nacionales, de forma que se agilicen los procesos de reestructuración de deudas. Los marcos legales han sido revisados recientemente en varios países de la UE, pero aún son necesarias mejoras. Estas deben centrarse en: *i)* la reforma de los regímenes de insolvencia, incluyendo procedimientos para agilizar los procesos de reestructuración acelerada y los procedimientos extrajudiciales de liquidación y reestructuración; *ii)* la retirada de las moratorias generales sobre la ejecución de subastas/toma de garantías reales; *iii)* el establecimiento de códigos de buenas prácticas para los bancos; y *iv)* la agilización del proceso de recuperación de activos. La realización de un análisis preciso de la capacidad de pago del prestatario sigue siendo un desafío en muchos países, por lo que es necesario hacer reformas centradas en procesos, infraestructuras y definiciones comunes en los casos en los que haya pruebas de que los prestatarios están actuando de mala fe. Debería fomentarse también la participación de los prestatarios en los procesos de reestructuración, aunque los servicios de asesoramiento de deuda y la difusión de información son limitados en muchos países de la Unión Europea. Finalmente, también deberían introducirse marcos de discusión sólidos que permitan agilizar y resolver las disputas entre los acreedores y llegar a acuerdos. Este tipo de reformas podrían servir para mejorar la posición financiera de las empresas viables y la liquidación de las no viables, favoreciendo el flujo de recursos hacia las empresas con futuro, la recuperación de inversión y la mejora en la calidad de los activos de los bancos que favorezca la concesión de nuevo crédito.

A su vez, es necesaria una gestión más activa de la morosidad. Cuando las ratios de morosidad persisten en cuotas elevadas, ello absorbe recursos destinados a su gestión; debilita la rentabilidad de los bancos; incentiva el retraso en el reconocimiento de las pérdidas y la opacidad; y reduce la concesión de nuevos créditos a los prestatarios. Una gestión más activa de la morosidad puede lograrse a través de: *i)* la retención y gestión de los activos valorados de forma realista; *ii)* la transferencia de activos dañados a empresas de gestión de cobros o gestión de activos, que se especializan en la gestión de activos dañados; o *iii)* la transferencia centralizada a una empresa nacional de gestión de activos cuando el tamaño de los activos dañados alcanza proporciones sistémicas. La experiencia de la UE con estas empresas nacionales de gestión de activos se encuentra en una fase temprana y su aplicación ha sido limitada, siendo la Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB) española su exponente más reciente y visible.

Unión bancaria

La unión bancaria tiene como fín llenar el vacío existente en la estructura actual basada en marcos de supervisión, resolución y redes de seguridad de ámbito exclusivamente nacional, y establecer un marco supranacional que responda, al menos, al ámbito de la unión monetaria.[10] Sus objetivos son: garantizar una supervisión de los bancos uniforme y de calidad basada en un código normativo único; ayudar a contener el riesgo sis-

[10] GOYAL *et al.*, 2013 y FMI, 2013b.

témico y frenar el riesgo moral; detectar y abordar con prontitud los problemas graves de los bancos a través de un mecanismo único de resolución con los respaldos financieros adecuados; y establecer una red de seguridad común que ayude a prevenir retiradas masivas de depósitos. La unión bancaria, gracias a unas normas de supervisión uniformes y rigurosas, además de unos apoyos financieros comunes, también ayudaría a debilitar los círculos viciosos entre el riesgo bancario y el riesgo soberano que tan dañinos son.

El primer paso hacia la unión bancaria se dió en septiembre de 2013 con la creación del Mecanismo Único de Supervisión (MUS), que concedió amplias tareas de supervisión al BCE y le dotó de poderes para supervisar a todos los bancos de los países participantes en el MUS (al principio, el BCE supervisará directamente solo a 130 bancos y las autoridades nacionales continuarán supervisando a los demás). Está previsto que el MUS empiece a funcionar en noviembre de 2014. También se han logrado avances importantes con respecto a la resolución de bancos, como los acuerdos plasmados en la Directiva de Recuperación y Resolución Bancaria (DRRB), y la creación de un Mecanismo Único de Resolución (MUR) con el mismo ámbito geográfico que el MUS. La Directiva de la UE sobre los fondos de garantía de depósitos tiene como objeto armonizar su funcionamiento en toda la Unión para garantizar una protección eficaz de los depositarios. Estos temas se desarrollan a continuación.

Fortalecer la supervisión financiera

La puesta en marcha del MUS supone un avance esencial en el establecimiento del marco de supervisión financiero europeo y constituye el primer peldaño de la unión bancaria[11]. Las cuestiones más importantes que se suscitan en relación con el MUS son las siguientes:

— *Capacidad, experiencia y recursos del BCE.* En general, los recursos con los que se cuenta para llevar a cabo la supervisión en la zona euro están dados en el corto plazo y llevará tiempo desarrollar plenamente los recursos y capacidades de supervisión que el BCE necesita. Sin embargo, esto no significa que el BCE no pueda realizar sus tareas supervisoras eficazmente desde el inicio con el apoyo de los supervisores nacionales.

— *Medidas correctivas.* La aplicación de medidas correctivas vendrá también revestida de una notable complejidad, al coexistir diferentes sistemas legales y sancionadores a nivel nacional.

— *Regímenes de resolución nacional.* Establecer un mecanismo único de resolución (MUR) es un paso clave en el proceso de reforma, tal y como se comentará más adelante. Hasta que no se implante el BCE tendrá poderes para retirar licencias bancarias en virtud del MUS, pero tendrá que operar con múltiples regímenes y autoridades de resolución nacionales.

— *Marco normativo de la UE.* Hasta que la Directiva sobre los Requisitos de Capital (CRD IV —por sus siglas en inglés— que establece requisitos de capital bancario acordes con Basilea III) y la Directiva de Recuperación y Resolución Bancaria (DRRB) se implanten a nivel nacional, existirán importantes desafíos relacionados con: *i)* la existencia de marcos incompletos de resolución a nivel nacional; *ii)* la ausencia de poderes uniformes de sanción y *iii)* las diferencias en los regímenes de regulación. La implantación de la CRD IV ha comenzado el 1 de enero de 2014. El MUR está acordado pero no se espera que entre en vigor sino tras el inicio de las actividades del MUS.

— *Identificación de riesgos micro y macroprudenciales.* Todos los bancos de los países que opten por unirse al MUS estarán cubiertos por este mecanismo, aunque la supervisión directa del BCE empezará con los bancos más importantes del sistema y con aquellos que requieran recapitalización. El BCE podrá supervisar directamente otros bancos del MUS y, por lo tanto, podrá identificar riesgos y tomar medidas con la

[11] FMI, 2013b.

antelación suficiente. Más allá de los riesgos de cada banco, las exposiciones correlacionadas, las interconexiones entre bancos y las condiciones macroeconómicas que afectan a regiones o entidades de crédito requerirán un enfoque macroprudencial para el análisis de riesgos que complemente la supervisión prudencial a nivel de bancos individuales.

— *Representación de los países pequeños en la gobernanza del MUS.* Algunos supervisores de países más pequeños sienten que con la introducción del MUS están cediendo su capacidad para adoptar decisiones sobre medidas correctivas y de supervisión o influir en la adopción de las mismas, pero aun así seguirán siendo responsables de la provisión de liquidez de emergencia (ELA, por sus siglas en inglés), de la garantía de los depósitos y de la resolución. Esto significa que el coste de los bancos en quiebra correrá a cargo de las autoridades nacionales, mientras que las decisiones de supervisión importantes (incluyendo la necesidad de resolución) que afecten a la estabilidad financiera se tomarán desde la distancia. De ahí que la comunicación regular y eficaz y la gobernanza interna del MUS resulten clave para garantizar que las autoridades nacionales confíen en su imparcialidad y eficacia. Para ello, debe lograrse que: *i)* los países con sucursales o filiales menos importantes para el grupo bancario tengan pleno acceso a información actualizada sobre la salud y la evolución de los bancos de su jurisdicción; *ii)* los procesos de toma de decisiones sobre entidades bancarias concretas abarquen a los países pequeños con presencia de filiales o sucursales y *iii)* se establezcan procedimientos que eviten los conflictos de interés entre países en el proceso de toma de decisiones del MUS.

Uno de los principales retos que se avecina es la interacción entre el MUS y los supervisores de los países de la UE que no son miembros del MUS, además de cuál debería ser el papel de la EBA para facilitar dichas interacciones. Un mecanismo de supervisión único de la zona euro podría, de alguna manera, simplificar los problemas de coordinación relacionados con la supervisión de los bancos transfronterizos, pero, de nuevo, hay retos operativos y cuestiones no resueltas que no deben subestimarse:

— *¿Una estructura más compleja?* La combinación del régimen de concesión de licencia bancaria de la UE (que permite la libre apertura dentro del mercado único de sucursales de los bancos domiciliados en la UE), la probabilidad de que, al menos inicialmente, solo algunos de los Estados no miembros de la zona euro decidan formar parte del MUS y el hecho de que, al principio, el BCE no supervisará todas las instituciones del MUS, podrían dar lugar a solapamientos o vacíos en la estructura de supervisión. Esta complejidad adicional en las interacciones entre la UE, el MUS y los supervisores nacionales presentará retos a la hora de llevar a cabo una supervisión eficaz de los bancos transfronterizos. Concretamente, podría alentar a los bancos con supervisor de origen fuera del MUS a transformar en sucursales sus filiales en los Estados miembros de la zona euro con el objetivo de no ser supervisados por el MUS. Unas políticas macroprudenciales eficaces también serán importantes para preservar la estabilidad financiera, dada la profundidad de la integración financiera en Europa. En consecuencia, el BCE necesitará coordinarse estrechamente con las autoridades de los países miembros y no miembros del MUS y también con la Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB, por sus siglas en inglés).

— *Consistencia de las prácticas de supervisión dentro de la UE*. La Autoridad Bancaria Europea va a desarrollar un manual de supervisión para el mercado único, mientras que el Banco Central Europeo tendrá que aplicar una supervisión consistente en las jurisdicciones del MUS. El BCE deberá desarrollar rápidamente manuales de supervisión, que tendrán que ser coherentes con las guías publicadas por la EBA mientras se desarrolla el manual para la UE. Todavía no están cubiertos por guías todos los aspectos de la supervisión y su completa armonización podría llevar tiempo. De esta forma, es posible que el BCE vaya por delante del manual de la EBA en algunos aspectos, y ajuste sus manuales y prácticas internos cuando la

EBA emita guías o estándares. En la práctica, los documentos internos del BCE pueden influir notablemente en las consideraciones de la EBA: la mayoría de los miembros de la EBA estarán en el MUS y ya habrán implantado los aspectos de un enfoque armonizado. Esto significa que la voz del BCE resultará muy influyente a la hora de determinar las mejores prácticas de supervisión en la UE y, a medida que se desarrollan procedimientos internos, serán muy importantes la consulta y cooperación continuas con la EBA.

— *Cambios en la dinámica de los colegios de supervisores.* Para los países que no forman parte del MUS, tratar con un solo supervisor de origen en vez de con varios supervisores nacionales simplifica la supervisión. Sin embargo, los colegios de supervisores podrían experimentar un cierto desequilibrio interno ya que habrá una contraparte única y fuerte (el BCE) que a menudo podría desempeñar el papel más importante y tener la voz más influyente en la toma de decisiones. Esto pudiera dificultar que se tuvieran en cuenta adecuadamente los puntos de vista de las jurisdicciones no pertenecientes al MUS en las que los bancos miembros del MUS son sistémicos, pero que no representan operaciones significativas para el grupo bancario. La EBA podría jugar el papel de dar una voz más fuerte a estos países. Un primer paso sería que la EBA esté representada con un rango suficientemente elevado en colegios en los que el BCE es la autoridad supervisora de origen. La capacidad de mediación oficial de la EBA podría ir más allá de su actual autoridad para imponer decisiones de mediación solo en caso de incumplimiento de normas de la UE, para desempeñar un papel más relevante cuando haya desacuerdo entre los miembros, o cuando no se consiga alcanzar una decisión conjunta.

— *Gobernanza e independencia de la EBA*. Resulta necesario mejorar la independencia operativa y presupuestaria de la EBA y agilizar sus procedimientos de gobierno interno. La aprobación de nuevos reglamentos es un proceso farragoso que hace que la EBA dependa de la Comisión Europea. Su independencia presupuestaria también es limitada, aunque la EBA hasta ahora ha contado con comisiones de servicio de personal procedente de las autoridades de supervisión nacionales. Una limitación clave es que la EBA solamente puede obtener presupuesto para personal *después* de la publicación de nuevas normas en el Diario Oficial, momento para el que ya se debería contar con un borrador casi finalizado de estándares. Por último, la EBA sigue dependiendo de las autoridades nacionales para la obtención de datos. Estos defectos se considerarían importantes si la EBA fuera valorada según la normativa internacional para supervisores nacionales. La revisión en curso de las ESAs es una oportunidad para fortalecer el ámbito supranacional del proceso de toma de decisiones e incrementar su autonomía operativa.

— *Mejorar la divulgación de información sobre riesgos*. Una prioridad clave para la EBA es mejorar y armonizar los requisitos de transparencia en la información que los bancos publican, cuidando la calidad de los datos, su consistencia y frecuencia. Existen notables lagunas en dicha información que dificultan la disciplina de mercado y debilitan la confianza en el sistema bancario europeo. Por ello, es necesario hacer públicos de forma periódica datos sobre riesgos, incluyendo información sobre la calidad de los activos (ratio de morosidad, retraso en el reconocimiento de pérdidas, gestión de deudas, probabilidad de impago, pérdidas en caso de impago); sobre la financiación bancaria (financiación del BCE, Ratios de Cobertura de Liquidez de Basilea III) así como sobre las carteras de derivados y otras actividades fuera de balance. Algunas rúbricas bancarias clave (como la ratio de morosidad, los activos ponderados por riesgo, los préstamos morosos y los colaterales) se calculan de forma diferente en distintos países por lo que carecen de consistencia y deben ser armonizadas en base a una misma definición. A su vez, las prácticas en términos de clasificación de activos (a efectos regulatorios y contables) y los procedimientos dirigidos a la cancelación de deudas deberían armonizarse para incremen-

tar la disciplina de mercado y facilitar las comparaciones entre bancos. Puesto que contar con información de calidad es fundamental, la EBA debe jugar un papel clave en este ámbito.

Fortalecimiento de la resolución

La entrada en vigor de la DRRB en enero de 2015 es crucial para el eficaz funcionamiento de la unión bancaria. En consonancia con el documento del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés) que establece las características fundamentales que han de tener los regímenes de resolución para resultar eficaces (*Key Attributes of Effective Resolution Regimes*), la DRRB establece amplios poderes para establecer planes de recuperación y resolución de entidades bancarias, tomar medidas con antelación y facilitar la resolución si un banco alcanza el punto de «no viabilidad». La directiva introduce el principio de jerarquía entre los depositantes según categorías (por la cual, en los procesos de liquidación, los depositantes gozan de prelación, con preferencia de los depósitos asegurados o de los sistema de garantía de depósitos sobre los depositantes no asegurados), junto con la capacidad de imponer pérdidas a los tenedores de deuda (*bail-in*) a partir de enero de 2016. Ambos son elementos clave para facilitar la resolución al menor coste, proteger a depositantes y contribuyentes y fomentar la disciplina de mercado.

No obstante, existen aspectos en la directiva que requieren clarificación. Primero, sería necesario aclarar en qué condiciones se permite la exclusión de pasivos del alcance del *bail-in,* ya que el haber otorgado un margen de discrecionalidad al respecto a favor de los Estados miembros podría dar lugar a incertidumbre y a una aplicación inconsistente entre países. El papel de la Comisión Europea en la aprobación de las excepciones al *bail-in* debe basarse en reglas claras para evitar la adopción de decisiones arbitrarias que puedan crear incertidumbre. Segundo, la jerarquía entre acreedores que se propone es rígida y, a diferencia de la normativa internacional, no permite excepciones en la aplicación del tratamiento *pari passu* de acreedores similares, que podrían resultar necesarias para garantizar la estabilidad financiera o la resolución al menor coste para el contribuyente. Tercero, la propuesta todavía no rompe suficientemente el nexo entre los bancos y el soberano ya que la carga de la resolución financiera seguirá recayendo principalmente sobre los Estados miembros individualmente, mientras se van desarrollando los fondos de resolución financiados por el sector bancario. Aunque se ha acordado la recapitalización directa por el MEDE, el rigor de los criterios de elegibilidad, la escasez de los recursos disponibles en comparación con el tamaño del sistema bancario y otras circunstancias suponen importantes obstáculos para el despliegue a tiempo del apoyo del MEDE.

El MUR es un elemento indispensable de la unión bancaria, junto con el MUS y los trabajos para el desarrollo de redes de seguridad comunes.[12] El MUR establece un sistema para la resolución bancaria ordenada, salvaguardando el dinero de los contribuyentes. Una vez estén plenamente operativas en todos los países las normas sobre el *bail-in* y se haya dotado totalmente el Fondo de Resolución financiado por el sector bancario, ello debilitará notablemente el vínculo entre el riesgo soberano y el riesgo bancario y equiparará las reglas de juego para todos los bancos independientemente de dónde se encuentre su sede. Una menor incertidumbre sobre la resolución de los bancos en crisis servirá para aumentar la confianza de los inversores y reducir la fragmentación financiera. Además, el MUR reducirá considerablemente los problemas que los regímenes de resolución nacionales probablemente afrontarían (incluso bajo acuerdos armonizados) en la gestión de la liquidación ordenada de grupos bancarios con fuerte presencia en diversos países europeos.

Un MUR centralizado y sólido ofrece ventajas importantes al permitir la toma de decisiones de forma centralizada evitando acciones no coordinadas y con-

[12] GOYAL *et al.*, 2013 y FMI, 2013b.

tar con el apoyo del Fondo Único de Resolución, si bien este será progresivamente más eficaz con el transcurso del tiempo a medida que vaya dotándose y mutualizándose en los próximos diez años.

Sin embargo, aún hay algunas zonas grises. La principal, a mi juicio, es que aún queda pendiente de resolver la cuestión de cómo se repartirán los gastos fiscales entre los Estados miembros de la zona euro mientras el Fondo Único de Resolución Bancaria se encuentre en proceso de acumulación de recursos (diez años) o si sus recursos resultaran insuficientes. La falta de acuerdos previos sobre el reparto de los costes entre los contribuyentes de diversos países, derivados de los apoyos financieros de los Gobiernos a los bancos con operaciones en varios países del MUS, entraña el riesgo de que haya puntos muertos en los procesos de toma de decisiones.

La Comisión Europea ha adaptado sus normas de Ayudas de Estado en lo que respecta a las entidades bancarias. Estas normas son un complemento útil al MUR, puesto que el apoyo público puede ser crítico para la estabilidad financiera al permitir la reestructuración de instituciones viables. Los principales cambios tienen como fín mejorar el proceso de reestructuración y garantizar un reparto adecuado de las cargas por parte de accionistas y acreedores, con objeto de reducir el riesgo moral y las distorsiones competitivas.

Mientras se afirma la necesidad de minimizar los costes fiscales en el apoyo a las instituciones financieras, el nuevo régimen de Ayudas de Estado suscita algunas cuestiones. Los nuevos requisitos sobre la imposición de pérdidas a los titulares de instrumentos de capital híbrido y de deuda subordinada están sujetos a excepciones en aquellos casos en los que se pueda desestabilizar el sistema financiero y por motivos de «proporcionalidad» si el déficit de capital es *de minimis*. Es, por tanto, preciso aclarar cómo estas excepciones se aplicarán para evitar incertidumbres y la posibilidad de un tratamiento desigual a los acreedores en los diferentes Estados miembros.

Finalmente, un esfuerzo adicional de armonización de los fondos de garantía de depósitos de los diferentes Estados miembros de la UE sigue siendo importante para lograr una red de seguridad financiera en toda la UE. De acuerdo con la legislación actual, los sistemas de garantía de depósitos siguen siendo muy diferentes en los distintos países de la UE, a pesar de esfuerzos previos de armonización. Se necesitan aún más esfuerzos para alinear mejor los sistemas de garantía de depósitos, especialmente respecto a períodos de pago, cobertura y financiación. La nueva normativa europea proporciona un punto de partida sólido para una mayor armonización.

6. Conclusiones

La crisis financiera mundial ha supuesto un reto sin precedentes para Europa. Las potentes fuerzas recesivas y desestabilizadoras desencadenadas por la crisis, junto con las vulnerabilidades desarrolladas durante el largo período precedente de expansión económica e integración financiera, han supuesto una dura prueba para la capacidad de respuesta a la crisis tanto a nivel nacional como europeo. La crisis ha puesto también de manifiesto lo necesario que resulta reformar en profundidad el marco europeo de estabilidad financiera.

La fragmentación financiera que ha surgido en los últimos años refuerza la necesidad de crear un sistema normativo y de supervisión financiera más uniforme y sólido en la UE. Muy recientemente se ha progresado gracias a la creación de las ESAs y las importantes directivas sobre capital para banca y seguros, resolución bancaria y garantía de depósitos, entre otras. La EBA está trabajando en la creación de un marco prudencial único para la UE que hará más uniforme la normativa bancaria. El mecanismo único de supervisión es una pieza clave de la unión bancaria que también contará con un mecanismo de resolución único y, a más largo plazo, posiblemente con una red de seguridad para los depósitos. Un marco común para la estabilidad bancaria eliminará las distorsiones nacionales, llevará

a la aplicación consistente de normas y contribuirá a prevenir la concentración de riesgos. Todo ello servirá para debilitar el vínculo entre el riesgo soberano y el riesgo bancario, reduciendo la incertidumbre y, en último término, la fragmentación financiera.

Aunque mucho se ha hecho ya, en el futuro inmediato se deberá completar la unión bancaria y profundizar la integración financiera en el ámbito europeo con un marco prudencial lo suficientemente riguroso como para garantizar un sistema financiero verdaderamente sólido y estable. Todo ello, con la eventual remisión de la crisis y la recuperación económica, sentará las bases para una Europa mejor y más fuerte que, en último término, contribuya a mejorar los niveles de vida y bienestar de los ciudadanos europeos.

Referencias bibliográficas

[1] AUTORIDAD BANCARIA EUROPEA (2013): *Risk Assessment of the European Banking System*, julio.

[2] CLAESSENS, S.; PAZARBASIOGLU, C.; LAEVEN, L.; DOBLER, M.; VALENCIA, F.; NEDELESCU, O. y SEAL, K. (2011): *Crisis Management and Resolution: Early Lessons from the Financial Crisis*, SDN.11/05, marzo.

[3] FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2010): *Global Financial Stability Report*, octubre.

[4] FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2012a): *Euro Area Policies. 2012 Article IV Consultation*, Informe País del FMI nº 12/181, julio.

[5] FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2012b): *Global Financial Stability Report*, abril.

[6] FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2013a): *Euro Area Policies. 2013 Article IV Consultation*, Informe País del FMI nº 13/231, julio.

[7] FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2013b): *European Union Financial System Stability Assessment*, Informe País del FMI nº 13/75, marzo.

[8] FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2013c): *Global Financial Stability Report*, abril.

[9] FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2013d): *Global Financial Stability Report*, octubre.

[10] FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2013e): *World Economic Outlook*, octubre.

[11] GOYAL, R.; KOEVA BROOKS, P.; PRADHAN, M.; TRESSEL, T.; DELL'ARRICCIA, G.; LECKOW, R.; PAZARBASIOGLU, C. y PERSONAL del FMI (2013): *A Banking Union for the Euro Area*, SDN/13/10, febrero.

Jaime Caruana Lacorte*

EFECTOS Y RETOS DE LA REFORMA REGULATORIA DEL SISTEMA FINANCIERO

La reforma de la regulación financiera constituye una de las respuestas más elaborada a la crisis. Buena parte del diseño de las nuevas normas está terminado y su implementación también avanza rápidamente. El artículo resume en seis bloques los principales cambios regulatorios y presenta algunos estudios que han tratado de medir sus efectos, tanto macroeconómicos como en la estructura de los mercados. Entre los retos se destacan el de la implementación consistente y el seguimiento de sus efectos colaterales. Finalmente, es necesario poner todas estas medidas regulatorias en perspectiva; para ser efectivas en el mantenimiento de la estabilidad financiera, necesitarán del apoyo de otras políticas económicas.

Palabras clave: *Basilea III, FSB, BIS, capital, crédito, crisis, apalancamiento, colateral, regulación, derivados, CCP, OTC, LCR, NSFR, resolución, riesgo sistémico, banca en la sombra.*
Clasificación JEL: *E44, G21,G28, G32.*

1. No solo regulación

La complejidad y profundidad de la crisis ha requerido una respuesta masiva por parte de las autoridades para mitigar su impacto en la economía. Las autoridades, además de hacer frente a las turbulencias en los mercados financieros y a la frágil situación económica, tuvieron simultáneamente que rediseñar el marco analítico en el que se fundamenta la regulación, así como poner en marcha reformas en las instituciones que la crisis mostró deficientes.

Se puede argumentar, con razón, que las crisis financieras son recurrentes y «no importa cuan diferentes sean los últimos desequilibrios financieros o las crisis, siempre aparecen y usualmente hay similitudes notables con experiencias pasadas de otros países y en otros momentos históricos» (Gil, 2011), pero la amplitud y virulencia de esta última reflejan la gran complejidad que ha adquirido la economía mundial y la necesidad de encontrar respuestas duraderas. Respuestas que van más allá de las dirigidas a resolver los problemas económicos inmediatos y que precisan de un enfoque de medio y largo plazo que permita reformar profundamente la manera de prevenir y resolver estas crisis y realizar los cambios institucionales necesarios. Se necesita una cierta refundación de las teorías de la intermediación financiera, reconsiderando su marco analítico y los instrumentos en los que se basa la gestión de riesgos, evitando extremos como la sobrerregulación. (Roldán y Argimón, 2009).

* Director General del Banco de Pagos Internacionales (BIS).

En este artículo me limitaré a presentar la respuesta regulatoria a la crisis desde la perspectiva de los comités radicados en Basilea, es decir desde una perspectiva global que pone especial énfasis en la cooperación internacional. Buena parte de los cambios normativos están completados y en fase de adopción e implementación. Ahora, los esfuerzos se centran menos en abrir nuevos frentes regulatorios y más en completar lo pendiente, en asegurar una implementación consistente y en hacer un seguimiento de sus efectos. El objetivo final es conseguir una implementación consistente de las normas y asegurar que los efectos colaterales indeseados sean mínimos.

El conjunto de medidas que constituyen la agenda regulatoria y supervisora se pueden agrupar en seis categorías. Aunque las principales medidas se resumen posteriormente, este trabajo se centra más en presentar algunos estudios que han tratado de medir sus efectos, tanto macroeconómicos como en la estructura de los mercados.

Finalmente, es necesario poner todas estas medidas regulatorias y supervisoras en contexto, la nueva regulación/supervisión financiera, que incorpora la noción macroprudencial, es un pilar importante de la respuesta a la crisis y de la prevención de futuras crisis, pero no es el único. El resto de políticas económicas tienen un papel muy importante, sin el cual no se puede garantizar la estabilidad financiera. La regulación y supervisión no serán capaces de contener solas un rápido proceso de crecimiento del crédito si no van acompañadas de un adecuado tipo de interés. El coste del endeudamiento (tipo de interés) es la única medida que «penetra todas las rendijas» (Stein, 2013) y por mucho que se perfeccione, toda regulación tiene muchas rendijas.

2. ¿Qué problemas se quieren resolver?

La crisis ha sido en primer lugar un fallo del mercado. Ni los avances en la gestión de riesgos, ni la disciplina de mercado fueron capaces de valorar y contener el rápido proceso de crecimiento del endeudamiento privado y de las posiciones de riesgo. Tampoco los mercados fueron eficientes como para tender a corregir los desequilibrios una vez desatada la crisis, o al menos no a un coste tolerable para la sociedad. Por el contrario, la complejidad y opacidad de algunas innovaciones financieras, los incentivos equivocados y la complacencia se alinearon para incentivar la toma de riesgos por encima de lo que las entidades financieras podían gestionar. A cambio de un retorno adicional en el corto plazo, se fue acumulando un elevado riesgo sistémico, que siempre se infravaloraba al verse en un futuro distante e incierto.

La crisis también evidenció que la regulación financiera y las prácticas supervisoras tenían fallos importantes. Tampoco estas fueron capaces de detener o corregir los desequilibrios que llevaron a la crisis, ni de permitir su gestión ordenada, siendo precisas medidas excepcionales. De ahí la necesidad de una profunda revisión de la regulación, de las prácticas supervisoras y del marco conceptual que las sustenta.

El objetivo principal de los profundos cambios regulatorios que se inician con la crisis es corregir los fallos tanto de mercado como en la regulación y prácticas supervisoras. Ello implica fortalecer el sistema financiero para que sea resistente a perturbaciones, que limite contagios y que tenga menos propensión a generar procesos de desequilibrios endógenos que terminen en riesgos sistémicos y crisis. Solo los sistemas financieros sólidos, bien capitalizados y con estructuras estables de financiación son capaces de proporcionar el crédito y los servicios necesarios para que la economía crezca de forma sostenible.

Implica también incrementar la transparencia y corregir incentivos equivocados, como los contenidos en los modelos de negocio de «generar para distribuir», que desconectan la generación de crédito de la gestión de sus riesgos; o corregir las distorsiones introducidas por la creencia de que algunas instituciones financieras son demasiado grandes para que se les permita quebrar.

Finalmente, se necesitan sistemas financieros sólidos y resistentes no solo frente a perturbaciones externas e internas, sino también frente a las limitaciones

de nuestro marco analítico —de las autoridades y del sector privado— para valorar los riesgos sistémicos en un mundo tan complejo e interrelacionado como el presente. Para conseguir estos objetivos se ha precisado de un conjunto amplio de medidas que pueden agruparse en seis grandes bloques.

3. La reforma regulatoria en seis bloques

Capital y liquidez

El primer bloque regulatorio tiene como objetivo reforzar la resistencia y solidez del sistema bancario, aumentando la cantidad y calidad de capital, así como requiriendo una estructura de financiación más estable, sin excesivos riesgos de transformación de plazos.

Basilea III (junto con Basilea 2,5 que trata la cartera de negociación) amplía considerablemente la cobertura del riesgo, incrementando los activos ponderados por riesgo. La definición de capital regulatorio se endurece y se exige que este tenga una mayor capacidad de absorber pérdidas de forma efectiva. En promedio, menos de un 70 por 100 del capital antes de Basilea III sería admisible conforme a la nueva definición.

Además, Basilea III introduce una ratio de apalancamiento mínimo (coeficiente de recursos propios sobre activos totales con algunos ajustes para considerar riesgos fuera de balances) como contrafuerte del requerimiento de capital basado en activos ponderados por riesgo. Se trata de evitar que se acumule un apalancamiento excesivo y de limitar el riesgo asociado a la utilización de complejos modelos internos en el cálculo de capital regulatorio.

Una de las novedades más importantes de Basilea III es la introducción de requisitos adicionales de capital por razones macroprudenciales. Se introducen tres suplementos de capital adicionales para limitar la prociclicidad y el riesgo sistémico.

El suplemento «de conservación» fuerza a una mayor capitalización de una entidad al restringir sus distribuciones discrecionales (dividendos y bonificaciones) cuando su coeficiente de capital se sitúa por debajo del 7 por 100. El suplemento «anticíclico» —formado por capital adicional acumulado en épocas de rápido crecimiento del crédito, del que puede disponerse en periodos de tensión— protege a los bancos frente a riesgos que surjan durante el ciclo financiero. Por último, se incluye un suplemento de capital a las instituciones financieras de importancia sistémica (SIFI), que se tratará más adelante.

La combinación de estos elementos aumentará significativamente los requerimientos de capital para la banca internacional. Por ejemplo, se podría requerir a un banco sistémico que en el punto álgido del ciclo financiero mantenga capital ordinario de Nivel 1 (CET1, definido como el denominado *Common Equity Tier 1,* previsto en Basilea III) superior al 12 por 100 (mínimo 4,5, conservación 2,5, suplemento anticíclico 2,5 y el SIFI 2,5). Si se tienen en cuenta el capital adicional de Nivel 1 y el de Nivel 2, el capital total alcanzaría un 15,5 por 100. Si a ello se suma el endurecimiento de la definición de capital y el aumento en las ponderaciones de algunos riesgos, se puede concluir que las exigencias de capital efectivas contenidas en la nueva regulación del capital de Basilea son significativamente mayores que antes de la crisis, ayudando a internalizar externalidades.

Otra gran novedad de Basilea III es la introducción de dos requerimientos de liquidez. La dependencia de muchos bancos de financiación mayorista de corto plazo para financiar posiciones de activo de largo plazo creció de forma importante durante los años previos a la crisis, generándose riesgos en su renovación. Con los coeficientes de cobertura de liquidez (LCR) y de financiación estable neta (NSFR) se pretende lograr una estructura de financiación estable, diversificada, con plazos de vencimiento adecuados que permita a los bancos controlar mejor los riesgos de liquidez y de transformación de plazos.

El LCR trata de mejorar el perfil de liquidez a corto plazo requiriendo que el banco tenga una estruc-

tura de financiación con suficientes vencimientos por encima de 30 días o suficientes activos líquidos de alta calidad para cubrir los pagos esperados durante dicho plazo en un escenario de tensión. El enfoque no consiste simplemente en exigir activos más líquidos a los bancos, sino en incentivar la diversificación y la ampliación de los plazos de vencimiento de su financiación. El NSFR tiene como objetivo reducir la excesiva transformación de plazos y requiere que la financiación de los bancos a plazos medios y largos sea consistente con los vencimientos de los activos.

Los principales retos de Basilea III (BCBS, 2013c) son completar el trabajo pendiente y asegurar una implementación consistente, tratada en el siguiente apartado. Entre lo pendiente destacan: la ratio NSFR que tras un proceso de consulta debería poderse terminar a finales de 2014, para su introducción en 2018; la definición y calibración del coeficiente de apalancamiento, que tiene prevista su terminación a principios de 2014 para que los bancos comiencen a comunicar niveles en 2015. Finalmente, la revisión de la cartera de negociación, que se estima podría completarse a finales de 2014 para su introducción el 1 de enero de 2017; el capital para exposiciones a entidades de contrapartida central (CCP, *central counterparty*) y la revisión de la titulización que podrían finalizarse en el primer trimestre de 2014 para entrar en vigor en 2015.

En enero 2013 se completó el coeficiente LCR, se recalibraron parámetros, se estableció un calendario de aplicación que comienza el 1 de enero de 2015 con un 60 por 100 y alcanzará el 100 por 100 en 2019, y se clarificó que las entidades podrán hacer uso de sus colchones de liquidez observando determinadas directrices (BCBS**,** 2013a). En periodos de tensión se permitirá disponer de los activos líquidos y que su cobertura descienda del 100 por 100.

Implementación consistente

Las reglas son solo tan buenas como su implementación; además un campo de juego equilibrado requiere un mínimo de reglas consistentes internacionalmente. Por ello uno de los retos más importantes es conseguir que las regulaciones y su aplicación supervisora sean consistentes a nivel internacional (Roldán**,** 2010). Para la implementación consistente de las normas, se cuenta en la actualidad con una estructura institucional más potente gracias al apoyo político del G20, la coordinación del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, Financial Stability Board), el trabajo de los comités normativos y, muy importante, los nuevos mecanismos de vigilancia mutua (*peer review*) que se llevan a cabo tanto a nivel del FSB como de los diversos comités.

En el caso de la implementación de Basilea III, los estudios de implementación del Comité de Basilea (BCBS**,** 2013b y d) han encontrado que, ante riesgos similares, las diferencias entre bancos, en el cálculo de los activos ponderados por riesgo (RWA) y por tanto el capital regulatorio son excesivas y suponen una fuente de incertidumbre sobre la gestión de riesgos de la entidad que dificulta la recuperación de la credibilidad del sistema bancario.

Parte de las diferencias en el cálculo de los RWA se deben a mayores exigencias del supervisor (los acuerdos de Basilea son de mínimos). Parte de las diferencias son inevitables y se deben al ruido en las estimaciones de los modelos y al uso de series diferentes y de diferente longitud (BIS, 2013b). Si bien ciertas discrepancias en los modelos y en las exigencias son legítimas y ayudan a tener mercados más activos, las diferencias encontradas son excesivas, pudiendo provenir de comportamientos estratégicos de bancos para reducir las cargas de capital sin reducir los riesgos.

Dado que minan la credibilidad del sector bancario y también, en parte, de la propia regulación, es necesaria una solución que requiere la colaboración del sector privado. De lo contrario, la solución puede implicar establecer límites y mínimos a algunos parámetros y modelos, de forma que se eleve el capital requerido, y calibrar con mayor rigor el coeficiente de apalancamiento.

Entidades sistémicas

Las entidades financieras que por su tamaño, por sus conexiones o por su posición estratégica en los mercados son consideradas sistémicas, plantean dos tipos de preocupaciones al supervisor: en primer lugar, sin marcos legales adecuados para su resolución ordenada, el daño que pueden causar a toda la economía limita la capacidad de actuación de las autoridades, que pueden verse obligadas a su rescate. En segundo lugar, la presunción de que, llegado el caso, estas entidades serán rescatadas, incentiva una mayor asunción de riesgos.

La respuesta a estos problemas ha estado basada en cuatro elementos. En primer lugar, el desarrollo de una metodología que permita la identificación de entidades sistémicas. Primero se desarrolló la metodología para los bancos de importancia sistémica mundial (G-SIB), identificándose 28 bancos (ver Cuadro 1) (BCBS**,** 2013e y FSB**,** 2013d). También se ha avanzado en la metodología para determinar las compañías de seguros sistémicas y los bancos denominados locales, es decir aquellos que si bien no son sistémicos a nivel global, si lo son a nivel nacional.

En segundo lugar, se requiere a estas entidades que tengan una mayor capacidad de absorción de pérdidas, es decir se les exigen ratios de capital superiores. Se ha establecido un suplemento de 1 a 3,5 puntos porcentuales de capital, dependiendo del nivel de riesgo sistémico que plantee la entidad; estos niveles se agrupan en tramos. En tercer lugar se requiere que estas entidades tengan una supervisión especialmente rigurosa e intensiva. También en estas áreas el progreso en las reformas ha sido significativo.

El cuarto elemento es el establecimiento de una normativa y mecanismos para la resolución ordenada de instituciones sistémicas. Por su importancia, se trata en el siguiente subapartado.

Adicionalmente, las reformas en las infraestructuras de derivados y otras medidas de carácter nacional que restringen la estructura o las actividades de los grupos bancarios pueden ayudar a contener el contagio y con ello a limitar el riesgo sistémico.

CUADRO 1

BANCOS SISTÉMICOS GLOBALES

	Capital suplementario (%)
	3,5
HSBC JP Morgan Chase	2,5
Barclays BNP Paribas Citigroup Deutsche Bank	2,0
Bank of America Credit Suisse Goldman Sachs Group Crédit Agricole Mitsubishi UFJ FG Morgan Stanley Royal Bank of Scotland UBS	1,5
Bank of China Bank of New York Mellon BBVA Groupe BPCE Industrial and Commercial Bank of China Limited ING Bank Mizuho FG Nordea Santander Société Générale Standard Chartered State Street Sumitomo Mitsui FG Unicredit Group Wells Fargo	1

NOTAS: Orden alfabético. Noviembre 2013.
FUENTE: Financial Stability Board (FSB).

Resolución ordenada de entidades financieras

La normativa y los procedimientos de resolución de bancos en el punto de no viabilidad no estaban preparados para proporcionar una restructuración o resolución rápida y ordenada de los bancos en crisis.

Particularmente en entidades grandes y modelos de negocio más complejos, las autoridades no tuvieron más opción que rescatar a los bancos, aumentando significativamente los costes fiscales de la crisis.

Se puso de manifiesto la necesidad de unos métodos de gestión de crisis que permitiesen la intervención temprana y la resolución ordenada y rápida de entidades no viables. El FSB publicó en 2011 los principales atributos que deben tener los sistemas de resolución para ser efectivos (*Key attributes of effective resolution regimes for financial institutions*).

Estos atributos requieren que las diversas jurisdicciones tengan un régimen legal de resolución de entidades financieras que proporcione a la autoridad de resolución los poderes, instrumentos y opciones para resolver bancos no viables y que no tengan posibilidades de serlo. Ello incluye la capacidad de liquidar ordenadamente un banco, con un rápido desembolso de los depósitos garantizados por parte del seguro de depósitos, o bien los poderes necesarios para vender o transferir partes de un banco a otras entidades.

Uno de los elementos más importantes es la capacidad de las autoridades de resolución de imponer pérdidas o conversión en capital de algunos instrumentos de deuda de la entidad financiera. Lo que se denomina rescate interno (*bail-in*), es decir rescate en el que su coste no recae fuera de la entidad, sino que, además de en los accionistas, recae en algunos de los deudores de acuerdo con reglas preestablecidas de prelación que protegen los depósitos garantizados.

Requiere también que las G-SIFI dispongan de un plan de resolución y recuperación (RRP, *Recovery and Resolution Plan*) y sean objeto por parte del supervisor de análisis periódicos de su capacidad para ser resueltas de forma ordenada (RA, *Resolvability Assessments*). Requiere también establecer grupos de gestión de crisis (CMC, *Crisis Management Groups*) y desarrollar acuerdos de cooperación transfronteriza específicos para cada entidad entre las autoridades de resolución de cada país (COAG, *cross-border cooperation agreements*).

Las reformas realizadas recientemente en un número importante de países (incluidos EE UU, Reino Unido, Alemania, Francia, España, Australia, Suiza) indican que se han hecho progresos en la adopción de los atributos. La directiva europea sobre recuperación y resolución bancaria se espera que sea adoptada a finales de 2013 y supondrá un paso muy importante en su adopción en Europa. Sin embargo, todavía existen jurisdicciones donde el trabajo está comenzando y las diferencias en interpretación y falta de consistencia indican que todavía queda mucho trabajo por hacer.

Entre los trabajos pendientes más importantes se encuentran: completar los cambios legislativos que incorporen de forma consistente los atributos; eliminar los obstáculos a la resolución transfronteriza, lo que requiere en muchos casos que las autoridades nacionales tengan la capacidad y los acuerdos transfronterizos necesarios para reconocer las medidas de resolución tomadas en otros países; eliminar los obstáculos legales que puedan dificultar o impedir la distribución de información entre países necesaria para una eficaz resolución de entidades; mejorar y simplificar la estructura de las entidades financieras de forma que se perfeccione su capacidad de resolución, así como asegurarse de que si se toman medidas nacionales que limitan la estructura o las actuaciones de las entidades financieras, estas no generen conflictos o inconsistencias significativas con las normas acordadas internacionalmente o las nacionales de otros países.

Reformas de los mercados de derivados y mejoras en las infraestructuras

Disponer de un sistema de pagos y liquidación de operaciones financieras resistente a situaciones de estrés, que refuerce el cumplimiento de las obligaciones financieras y limite los efectos de contagio ante un impago de una entidad de contrapartida es otro de los elementos básicos de un sistema financiero seguro.

En el caso de los derivados financieros, buena parte de las transacciones se realizan de forma bilateral, fuera

de mercados organizados y de entidades de liquidación central, dando lugar a importantes riesgos de contrapartida. La normativa existente no era la adecuada para contener el riesgo de contrapartida: a la insuficiente regulación de los mercados de derivados OTC, se unía la falta de información y transparencia para poder realizar un adecuado análisis de riesgos.

Por ello, con el apoyo del G20, el FSB acordó una importante reforma de estos mercados con los siguientes objetivos principales: estandarizar al máximo los contratos, mejorar la transparencia e información, limitar los riesgos sistémicos, y proteger al mercado de prácticas abusivas (FSB, 2013b,c).

Para alcanzar estos objetivos se acordaron las siguientes medidas: los contratos estandarizados negociados y liquidados bilateralmente (OTC) deben comunicarse al registro de operaciones (*trade repositories*), deben ser liquidados en entidades de contrapartida central (CCP), en la medida de lo posible deben ser negociados en mercados organizados y finalmente aquellos contratos que no sean liquidados en entidades de contrapartida central deben estar sujetos a requisitos de capital y de colateral más elevados. Este último objetivo, además de mejorar la solidez del sistema, trata de incentivar la liquidación a través de centrales de contrapartida, y simultáneamente reflejar en el capital el menor riesgo de las operaciones liquidadas en CCP.

A pesar de haberse superado la fecha fijada para cumplir los tres objetivos (diciembre de 2012), el progreso en la reforma ha sido notable: más de la mitad de los países miembros del G20 tienen la legislación necesaria para cumplir los compromisos. El objetivo más avanzado en su cumplimiento es el de la transmisión de información de las transacciones a los registros de operaciones y el más rezagado sigue siendo el de la negociación en mercados organizados, donde la reticencia de las instituciones financieras sigue siendo elevada.

Se ha avanzado también en fortalecer los estándares y la supervisión de las CCP y se están haciendo progresos para alcanzar acuerdos transfronterizos que limiten la duplicidad e ineficiencias en las operaciones que pueden afectar a dos jurisdicciones. En este último aspecto, a pesar de los progresos realizados, queda mucho trabajo por hacer y está por ver cómo funcionan los acuerdos en la práctica.

CUADRO 2

EVOLUCIÓN DE LA BANCA EN LA SOMBRA (En %)

Crecimiento promedio por año	2002-2007	2007-2012
Banca en la sombra		
G20	19	3,1
EE UU	14	0,3
Euroarea	23	2,6
Banca tradicional		
G20	16	5,4
EE UU	8	3,9
Euroarea	18	-0,1

FUENTE: FSB.

Banca en la sombra

Hay tres razones por las que es importante introducir en el perímetro de la observación y regulación la denominada «banca en la sombra» (*shadow banking*), que no es más que la parte del mercado de capitales (fuera parcial o totalmente de la banca tradicional) que desempeña funciones de intermediación del crédito —y por tanto asume riesgos— similares a la banca tradicional.

En primer lugar, la banca en la sombra cumple una importante función en la financiación de la economía real y su tamaño es grande. En Estados Unidos tiene un tamaño similar al de la banca tradicional, y en el G20 representa la mitad de la banca tradicional y en torno al 115 por 100 del PIB de los países. En segundo lugar, es un segmento del sistema financiero muy dinámico, en muchos casos opaco, que evoluciona y crece muy rápidamente (Cuadro 2). Interacciona con la banca tradicional a la que proporciona y de la que recibe financiación generando riesgos adicionales. En tercer lugar, y sobre todo, la crisis ha demostrado

que estas actividades pueden tener carácter sistémico similar al de los bancos. Al igual que los bancos tradicionales, la banca en la sombra asume riesgo de crédito, se apalanca y transforma plazos asumiendo riesgo de liquidez. Además, también está expuesta a salidas abruptas de pasivo y puede generar prociclicidad (CGFS, 2010) y dinámicas de amplificación y contagio. Aparte de lo anterior, se debe evitar que actividades sujetas a regulación deriven hacia zonas menos reguladas como la banca en la sombra.

Los trabajos regulatorios para la banca en la sombra son posteriores a la reforma de la regulación bancaria y, al ser territorio menos conocido, han avanzado más lentamente. Se han centrado en mejorar la recopilación de información sobre la banca en la sombra, definir una metodología de seguimiento para este sector tan amplio, diverso y dinámico, y estudiar con más detenimiento aquellos segmentos que pueden precisar regulación. El objetivo es identificar y tratar los riesgos de la banca en la sombra, así como reducir las posibilidades de arbitraje (FSB, 2013a).

En cuanto a la metodología de seguimiento de la banca en la sombra, la metodología se basa en aproximaciones sucesivas. En primer lugar, se trata de obtener información cuantitativa y cualitativa de todo el sector financiero que no es banca o que no está regulado. En una segunda aproximación el análisis se centra en los subsectores en los que se produce intermediación del crédito y se observan riesgos de liquidez, apalancamientos excesivos o transferencias incompletas de riesgo. El FSB publica un informe anual sobre la situación de la banca en la sombra entre sus miembros.

En cuanto a la regulación, el FSB ha centrado su atención en cinco áreas asociadas a los siguientes objetivos: mitigar los efectos de contagio derivados de las interconexiones entre el sector bancario y la banca en la sombra; reducir la probabilidad de salidas de fondos abruptas (*runs*) en los fondos de dinero; valorar y alinear adecuadamente los objetivos asociados con la titulización; limitar los riesgos y tendencia a la prociclicidad de los mercados de repos y préstamo de valores; finalmente, valorar y mitigar los riesgos sistémicos que otro tipo de entidades en la sombra puedan plantear.

Se han publicado recomendaciones en estas áreas pero queda mucho por hacer, en 2014 se espera terminar una de las partes más importantes y concretas, la referente a los repos y préstamo de valores. También en 2014 el Comité de Basilea finalizará sus recomendaciones sobre la primera de las áreas.

Otros

El objetivo de este último bloque es recordar que aunque las principales medidas se incluyen en los seis subapartado precedentes, la agenda regulatoria ha sido más amplia y ha incorporado otras iniciativas relativas a la remuneración, menor uso mecánico de las calificaciones crediticias de las agencias de calificación, transparencia e integridad de los mercados, etcétera.

Cabe destacar que además de las iniciativas basadas en acuerdos internacionales, los países han estudiado y en algunos casos adoptado fuertes medidas a nivel nacional (BIS, 2013b). En estos casos, la actividad internacional en los foros correspondientes ha tratado de limitar las interferencias o inconsistencias de estas medidas con los acuerdos internacionales.

4. Impacto de la reforma

Capital y crédito

Desde el inicio de los trabajos para mejorar la regulación, una de las preocupaciones de las autoridades ha sido tratar de estimar el impacto que la mayor regulación podría tener en la concesión de crédito y en el crecimiento económico. Preocupaba en particular que el frágil proceso de recuperación se pudiera ver afectado por las nuevas normas. Esto ha dado lugar a una serie de estudios novedosos que han tratado

de estimar los costes y los beneficios de la nueva regulación.

Uno de los estudios de impacto analiza los costes y beneficios económicos de las propuestas sobre el capital y sobre liquidez desde una perspectiva de largo plazo (LEI, Long-term Economic Impact), (BCBS, 2010a), es decir una vez que los bancos han completado la transición y se alcanza un nuevo estado estacionario.

El principal beneficio de un sistema mejor capitalizado y financiado es una menor probabilidad y severidad de una posible crisis. A su vez, los costes considerados en el análisis se refieren al encarecimiento del crédito como consecuencia de una estructura de financiación más cara, al aumentar la componente de capital.

El informe se apoyó en un conjunto de diferentes metodologías y modelos con el fin de mitigar el elevado nivel de incertidumbre de este tipo de estimaciones. Dos conclusiones destacan en este análisis: para los niveles de capital acordados en Basilea III el resultado es claramente positivo, los beneficios son netamente superiores a los costes. La segunda conclusión es que el resultado positivo se mantendría incluso con aumentos significativos de los requisitos de capital (por ejemplo, seguiría siendo positivo si se duplicasen los requisitos de capital).

Un segundo estudio del grupo MAG (Macroeconomic Assessment Group) (MAG, 2010, a, b) analizó los costes de la transición a mayores ratios de capital y liquidez. El informe definitivo del MAG se publicó en diciembre de 2010 y llegó a la conclusión de que un aumento de un punto porcentual en la ratio de capital ordinario (CET) produciría una reducción máxima del PIB de 0,19 por 100 en relación a la trayectoria original de crecimiento después de cuatro años, es decir una reducción del PIB equivalente a 0,04 puntos porcentuales por año. Tras los cuatro años se estima que la trayectoria de crecimiento tendería de nuevo a aproximarse a la trayectoria original, es decir, prácticamente se eliminaría el diferencial de crecimiento.

En base a estos cálculos y teniendo en cuenta la gradualidad del calendario de implementación acordado hasta 2019, se estimó que, partiendo de la situación de capital a finales de 2009, el coste de introducir Basilea III en términos de crecimiento sería de un máximo de 0,22 por 100, que se alcanzaría después de 35 trimestres. En promedio anual, por tanto, el efecto estimado sobre el crecimiento era mínimo (-0,03 por 100 anual) y además tendía a desaparecer lentamente.

Una mayor rapidez en la capitalización de los bancos, o dificultades de acceso al capital por razones de oferta elevarían el coste anual. Por el contario si los bancos no trasladan todo el aumento del coste del capital a los intereses de los créditos, y, por ejemplo, reducen otros costes como los de personal, el efecto del aumento del capital sería mucho menor. Tampoco se consideró la posible reducción en el coste de la deuda de los bancos como consecuencia de estar mejor capitalizados y ser por tanto más seguros.

En abril de 2011 se volvió a reunir el grupo MAG (BCBS, 2011) para analizar el impacto del capital adicional requerido a los bancos considerados sistémicos. Estudiando los 30 bancos potencialmente sistémicos a nivel global, que representan en promedio en torno al 30 por 100 de los préstamos a nivel nacional, se llegó a la siguiente conclusión: un incremento de un punto porcentual del capital reduciría la trayectoria de crecimiento un 0,06 por 100 por debajo de la trayectoria inicial. Esto representa un crecimiento menor de 0,01 puntos porcentuales cada año, durante el período de transición y luego tendería a desaparecer, es decir, la trayectoria del crecimiento tendería a unirse a la inicial. En resumen un efecto despreciable.

Proceso de capitalización desde 2009

Con carácter general, la banca se ha capitalizado rápidamente desde el inicio de la crisis, en parte como consecuencia de la regulación, pero también de los mercados, que han demandado un rápido saneamiento de los balances.

Al terminar 2012, la banca a nivel global (países miembros del Comité de Supervisión Bancaria de Basi-

lea) alcanzó, en promedio, una ratio de capital ordinario de Nivel 1 del 9,2 por 100, por encima del 7 por 100 de referencia (suma del mínimo más el suplemento de conservación) y muy superior al 5,7 por 100 existente en 2009. Dado que la distribución del capital es muy heterogénea, algunos bancos todavía no alcanzan el nivel de referencia del 7 por 100 (BCBS, 2013f). Sin embargo, el déficit de capital estimado a finales de 2012 ronda los 115.000 millones de euros, inferior a un tercio de los beneficios anuales de la industria. Por tanto, los niveles requeridos deberían poder alcanzarse con beneficios internos, antes de la fecha de total cumplimiento de la norma en enero 2019. Otras ratios, como préstamos en relación a depósitos, han mejorado pasando a nivel global de 1,08 en 2008 a 0,90 en la actualidad.

¿Se ha visto afectado el crédito en este proceso de capitalización? El deficiente comportamiento del crédito en las economías avanzadas parece reflejar la necesidad de reparar los balances y las tensiones en algunos países, por la situación de sus soberanos más que por la nueva regulación. Las encuestas de préstamos bancarios parecen confirmar la atonía de la demanda de crédito. La experiencia histórica muestra que las crisis que acumulan elevados niveles de deuda van seguidas de procesos de desapalancamiento intensos, más intensos que los experimentados en esta crisis, lo que puede indicar que el proceso de saneamiento de balances no ha terminado.

Un reciente estudio publicado en el Informe Trimestral del BIS (Cohen, 2013), basado en información pública y con la definición de capital previa a Basilea III, concluye que las ratios de capital alcanzadas en los últimos años (2009-2012) se han obtenido principalmente a través de la retención de beneficios y menos mediante la reducción del crédito.

La principal conclusión que se desprende del Cuadro 3 es que el aumento en las ratios de capital en el período 2009-2012 se ha realizado fundamentalmente a través de la retención de beneficios (e), en segundo lugar por la disminución de los activos ponderados por riesgo en relación a los activos totales (c) y en tercer lugar por aportaciones de capital (f). El comportamiento en cuanto a crecimiento de los activos es muy diferente por grupos de países. Los bancos de los países avanzados han aumentado sus activos en un 7,6 por 100 frente a un 47 por 100 los emergentes. En Europa, la zona con menor crecimiento de los activos, el ajuste ha sido más importante en la cartera de negociación que en la cartera de préstamos. Obviamente los promedios en Europa ocultan las diferencias entre países y la fragmentación de los mercados que se ha puesto de manifiesto en la crisis.

Reforma de los mercados derivados

Con el fin de estudiar el impacto de la reforma en los mercados de derivados se creó el denominado grupo MAGD (Macroeconomic Assessment Group on Derivatives) (MAGD, 2013) que reunió a 30 miembros del FSB en colaboración con el FMI y coordinados por el BIS (Cecchetti, 2013). El grupo desarrolló modelos para tratar de estimar los costes y beneficios de las nuevas normas de derivados. De forma análoga a los estudios precedentes, se consideró que el principal beneficio de las reformas es la reducción de la probabilidad de que posiciones de derivados causen o propaguen una crisis financiera. El principal coste considerado es el aumento de los precios de la transferencia de riesgos como consecuencia de la regulación.

La reducción de la probabilidad de crisis se produce por la reducción de riesgo de contrapartida «neteo», un mayor uso de garantías y de capital, tanto por una mayor liquidación a través de centrales de contrapartida, como por los mayores requerimientos de colateral y capital en las operaciones que continúen siendo bilaterales.

Por su parte, un mayor uso de garantías y requerimientos de capital pueden suponer unos costes superiores que pueden trasladarse a los precios, a la economía en general. El resultado central obtenido, al aplicar esos datos a los modelos, indica que los beneficios exceden los costes, obteniéndose un beneficio neto que,

CUADRO 3

RATIOS DE CAPITAL Y ACTIVOS BANCARIOS

		Todos	Avanzados	Emergentes	G-SIB	no G-SIB avanzados	Unidos	Europa
Cambios en las ratios de capital 2009-2012 (en relación a los Activos Ponderados por Riesgo)								
a=b+c+d	Aumento ratio capital	2,65	2,97	1,10	3,13	2,38	3,56	2,68
b	Aumento activos	-1,31	-0,66	-4,41	-0,89	-0,51	-1,63	-0,28
c	Cambio RWA/TA	1,09	1,38	-0,25	1,21	1,67	1,96	1,53
d=e+f	Aumento capital	2,87	2,26	5,77	2,81	1,22	3,23	1,43
e	Beneficios menos dividendos	1,89	1,25	4,83	1,58	0,78	2,86	0,71
f	Otros aumentos de capital	1,00	1,01	0,94	1,24	0,42	0,37	0,72
Crecimiento activos bancarios 2009-2012 (%)								
g	Activos	14,60	7,70	47,10	9,50	7,30	12,40	5,60
h	Préstamos	16,70	9,40	49,20	11,60	7,50	34,70	2,40
i	Negociación	42,90	-6,50	238,20	-5,40	-6,80	45,80	-27,50
j	Otros activos	24,80	20,50	44,80	23,50	16,40	10,30	25,90

NOTAS: TA= activos totales, RWA= activos ponderados por riesgo.
FUENTE: FSB.

expresado en términos de crecimiento del PIB anual, se estima aproximadamente en un 0,12 por 100.

¿Escasez de colateral?

Entre los efectos potenciales de la regulación que han despertado incertidumbre se encuentra la posibilidad de contribuir a crear escasez de colateral de elevada calidad. La creciente demanda de activos de alta calidad crediticia (HQA), como inversión y colateral, y el deterioro de calificación crediticia de soberanos han planteado incertidumbres sobre la suficiencia de colateral de elevada calidad.

La demanda de colateral tras la crisis ha cambiado sustancialmente y es pronto para determinar su grado de permanencia. Los inversores demandan activos más seguros, la financiación a través de repos ha crecido rápidamente frente a la financiación sin garantías, la propia actuación de los bancos centrales comprando activos, requiriéndolos como garantía, o como inversión de sus propias reservas, están aumentando la demanda de activos de calidad (Ingo y Lewrick, 2013).

Desde el punto de vista regulatorio, las reformas que pueden incrementar la demanda de colateral de calidad son: las reformas de los mercados de derivados, la ratio de liquidez (LCR) y los cambios en los requisitos de capital tanto en Basilea III como en Solvencia II (CGFS, 2013). Por ejemplo, como consecuencia de las reformas, las compañías de seguros, los fondos de pensiones y las empresas, con unos determinados umbrales y para ciertos derivados, tendrán que poner colateral como margen inicial, lo que aumenta la demanda de colateral y también la demanda de servicios de transformación del mismo.

Las reformas en los mercados de derivados incrementan la demanda de colateral principalmente por los requerimientos de margen iniciales, tanto para los derivados liquidados en cámaras de compensación como para los bilaterales.

Un estudio del BCBS (Basel Committee on Banking Supervision) e IOSCO (International Organization of Securities Commissions) estima que, con la nueva redacción, el colateral necesario para operaciones bilaterales (no centralizadas en cámara de compensación) está en torno a 0,7 billones de euros. En el caso de derivados con liquidación centralizada se estima que, dependiendo de las condiciones y las cámaras de compensación, la demanda podría oscilar entre 0,1 y 0,6 billones de euros. Esta cantidad viene limitada por las eficiencias obtenidas a través del «neteo» multilateral.

La ratio de liquidez (LCR) exige disponer de activos líquidos o alargar el vencimiento de los pasivos. Si los bancos se inclinan por alargar a más de 30 días el vencimiento de algunos pasivos, el impacto de esta normativa en la demanda de activos sería nula. Si los bancos aumentan sus activos líquidos, aunque en términos medios las ratios de liquidez están muy por encima del mínimo requerido, dado que la distribución no es equilibrada a través de entidades, se produciría una demanda adicional. Con datos de fin de 2012 (BCBS, 2013f), e incorporando los cambios realizados en enero 2013 (BCBS, 2013a), la escasez de activos líquidos (en relación al 60 por 100 con el que la ratio empieza en 2015) se limitaría a menos de un 0,4 por 100 de los activos bancarios. Si consideramos la escasez con una ratio del 100 el volumen sería de 0,56 billones de euros es decir un 0,9 por 100 de los activos bancarios. Finalmente, los aumentos de demanda de colateral por menores consumos de capital regulatorio son difíciles de estimar, pero normalmente deberían verse compensados por la mayor oferta que incentivarían.

La oferta de HQA viene determinada, principalmente, por las necesidades de financiación de los soberanos y empresas de mayor calidad. A pesar del deterioro sufrido en la calidad crediticia de los soberanos, considerando únicamente los soberanos de alta calidad crediticia (AAA hasta AA-) y de alta liquidez, la oferta de deuda (2009-2012) se ha incrementado en cerca de 11 billones de dólares. Si se considera la deuda emitida por los tesoros de países avanzados, la cantidad aumenta a 15 billones de dólares. Si en lugar de incrementos calculamos los volúmenes existentes de deuda, incluyendo deuda privada de alta calidad, la cifra que se obtiene a finales de 2012 es de 53 billones de dólares.

Considerando el conjunto de cifras mencionadas, parece razonable concluir que en términos agregados globales no se plantea escasez de colateral. Además, los potenciales desajustes temporales entre oferta y demanda tenderían a ser mitigados por la actuación del mercado. A pesar de todo ello, la distribución del colateral es desigual y ello requerirá que el mercado actúe redistribuyéndolo donde sea más necesario. Esta actividad de transformación y distribución de colateral hace necesario su seguimiento, con el fin de asegurarse de que la transformación y distribución es efectiva y que los riesgos que esta actividad genera en los mercados son bien gestionados.

5. Conclusión

La reforma de la regulación financiera ha avanzado rápidamente en los últimos años, buena parte del diseño de las nuevas normas y estándares internacionales están terminadas y su implementación avanza rápidamente. Las prioridades son completar lo iniciado, asegurar una implementación internacional consistente y el seguimiento de sus efectos secundarios. El resultado será un sistema financiero más sólido y estable, capaz de cumplir con su misión de proporcionar financiación a la economía controlando los riesgos adecuadamente.

Sin embargo, no debe perderse de vista que la mejora de la regulación financiera, la supervisión y las infraestructuras de mercado son condiciones necesarias pero no suficientes. La estabilidad financiera es difícil

de conseguir y mantener, y requiere patrones de crecimiento menos basados en crecimientos insostenibles del crédito, que presten más atención a las mejoras de productividad como base del crecimiento. Por ello, solo con un marco completo para la estabilidad financiera que incorpore contribuciones de otras políticas económicas será posible conseguir y mantener la estabilidad financiera.

Referencias bibliográficas

[1] BCBS (2010): Basel Committee's Long-term Economic Impact (LEI) Working Group: «An Assessment of the Long-term Economic Impact of Stronger Capital and Liquidity Requirements», agosto, Basel, http://www.bis.org/publ/bcbs173.htm.

[2] BCBS (2011): «Assessment of the Macroeconomic Impact of Higher Loss Absorbency for Global Systemically Important Banks», octubre, Basel.

[3] BCBS (2013a): «Basel III: The Liquidity Coverage Ratio and Liquidity Risk Monitoring Tools», enero, Basel, http://www.bis.org/publ/bcbs238.pdf.

[4] BCBS (2013b): «Regulatory Consistency Assessment Programme (RCAP) – Analysis of Risk-weighted Assets for Market Risk», enero, Basel, http://www.bis.org/publ/bcbs240.htm.

[5] BCBS (2013c): «Report to G20 Leaders on Monitoring Implementation of Basel III Regulatory Reforms», agosto, Basel, http://www.bis.org/publ/bcbs260.htm.

[6] BCBS (2013d): «Regulatory Consistency Assessment Programme (RCAP) – Analysis of Risk-weighted Assets for Credit Risk in the Banking Book», julio, Basel.

[7] BCBS (2013e): «Global Systemically Important Banks: Updated Assessment Methodology and the High Loss Absorbency Requirement», julio, Basel.

[8] BCBS (2013f): «Results of the Basel III Monitoring Exercise as of 31 December 2012», septiembre, Basel, http://www.bis.org/publ/bcbs262.htm.

[9] BIS (2013a): «BIS Quarterly Review – International Banking and Financial Market Developments», septiembre, Basel http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1309.htm.

[10] BIS (2013b): «*83nd Annual Report»,* Chapter V, June, Basel.

[11] CECCHETTI, S. G. (2013): «Assessing the Macroeconomic Impact of OTC Derivatives Regulatory Reform», septiembre, South Africa.

[12] CGFS (2010): «The Role of Margin Requirements and Haircuts in Procyclicality», CGFS Papers, nº 36, marzo, Basel, http://www.bis.org/publ/cgfs36.htm.

[13] CGFS (2013): Committee on the Global Financial System: «Asset Encumbrance, Financial Reform and the Demand for Collateral Assets», CGFS Papers, nº 49, mayo, Basel, http://www.bis.org/publ/cgfs49.htm.

[14] COHEN, B. (2013): «How Have Banks Adjusted to Higher Capital Requirements?», *BIS Quarterly Review*, septiembre, pp-25-41, Basel.

[15] FSB (2013a): «Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking», agosto, Basel.

[16] FSB (2013b): «Overview of Progress in the Implementation of the G20 Recommendation for Strengthening Financial Stability», septiembre, Basel.

[17] FSB (2013c): «Sixth Progress Report on OTC Derivatives Reform Implementation», septiembre, Basel, http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_130902b.htm.

[18] FSB (2013d): «Update of Group of Global Systemically Important Banks (G-SIBs)», noviembre, Basel, http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_131111.pdf.

[19] FSB (2013e): «Third Global Shadow Banking Monitoring Report 2013», noviembre, Basel, http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_131114.htm.

[20] GIL, G. (2011): *La crisis, el eterno retorno*, Madrid. Marcial Pons, Ediciones Jurídicas y Sociales. http://www.marcialpons.es/libros/la-crisis-el-eterno-retorno/9788497689052/.

[21] INGO, F. y LEWRICK, U. (2013): «Mind the Gap? Sources and Implications of Supplz-demand Imbalances in Collateral Asset Markets», *BIS Quarterly Review*, septiembre, pp-25-41, Basel, http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1309e.pdf.

[22] MAG (2010a): «Assessing the Macroeconomic Impact of the Transition to Stronger Capital and Liquidity Requirements - Interim Report. 2010», agosto, Basel.

[23] MAG (2010b): «Assessing the Macroeconomic Impact of the Transition to Stronger Capital and Liquidity Requirements - Final Report. 2010», diciembre, Basel.

[24] MAGD (2013): «Macroeconomic Impact Assessment of OTC Derivatives Regulatory Reforms», agosto, Basel.

[25] ROLDÁN, J. M. (2010): «Public Hearing on the Supervisory Package», ECON/European Parliament Hearing, Brussels.

[26] ROLDÁN, J. M. y ARGIMÓN, I. (2009): «Políticas reactivas, medidas regulatorias y sistema bancario», La reforma de la arquitectura financiera internacional, Ediciones Empresa Global, S.L., pp 141-156, Madrid.

[27] STEIN, J. (2013): «Restoring Household Financial Stability after the Great Recession: Why Household Balance Sheets Matter», A Research Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of St. Louis, St. Louis, Missouri.

ICE

INFORMACIÓN COMERCIAL ESPAÑOLA

Boletín Económico de Información Comercial Española

12 números anuales

Artículos y documentos sobre economía española, comunitaria e internacional, con especial énfasis en temas sectoriales y de comercio exterior

Información Comercial Española Revista de Economía

6 números anuales

Artículos originales sobre un amplio espectro de temas tratados desde una óptica económica, con especial referencia a sus aspectos internacionales

ICE

CUADERNOS ECONÓMICOS

Número 86 • Diciembre 2013

LA GESTIÓN MEDIOAMBIENTAL DE LAS ORGANIZACIONES: RETOS Y OPORTUNIDADES

Presentación
Javier Aguilera Caracuel, Natalia Ortiz de Mandojana y Juan Alberto Aragón Correa

Una visión panorámica de la literatura sobre la gestión ambiental de la empresa
Javier Aguilera Caracuel y Natalia Ortiz de Mandojana

Diseñando organizaciones verdes. Análisis de la relación entre el diseño organizativo y prácticas avanzadas de gestión ambiental
Miguel Pérez Valls, José Joaquín Céspedes Lorente y Raquel Antolín López

La sostenibilidad y el papel de la contabilidad en la gestión del cambio climático y la ecoinnovación en la pyme
Carmen Correa Ruiz, Esther Albelda Pérez y Francisco Carrasco Fenech

Sistemas integrados de gestión de calidad y medioambiental: evidencia empírica en la industria española
Éduard Alonso Paulí y José María Carretero Gómez

Gestión medioambiental y rentabilidad. Una revisión de la literatura del sector hotelero
María Dolores López Gamero, José Francisco Molina Azorín, Jorge Pereira Moliner, Eva María Pertusa Ortega y Juan José Tarí Guilló

Anticonsumo basado en preocupaciones sociales y medioambientales: un análisis del país de origen y la industria
Nieves García de Frutos, José Manuel Ortega Egea y Javier Martínez del Río

La influencia de los grupos de interés en el comportamiento medioambiental de los directivos: el uso de estrategias indirectas
Javier Delgado Ceballos y María Dolores Vidal Salazar

La gestión medioambiental proactiva como capacidad dinámica: un análisis con datos panel
Concepción Garcés Ayerbe y Joaquín Cañón de Francia

TRIBUNA DE ECONOMÍA

Un análisis de la satisfacción del turista español que visita el Mediterráneo europeo: planteamiento de una estrategia de marketing común
Mercedes Jiménez García

Cuadernos Económicos de ICE

2 números anuales

Artículos de economía teórica y aplicada y métodos cuantitativos, que contribuyen a la difusión y desarrollo de la investigación económica

Klaus Regling*

SOLUCIONES A LA CRISIS DE LA UNIÓN EUROPEA Y RETOS PENDIENTES**

La respuesta europea a la crisis está siendo eficaz en devolver la confianza en las economías más frágiles a la vez que estabiliza el euro y establece las bases para un crecimiento sostenible. La estrategia implica consolidación fiscal y reformas estructurales a nivel nacional, fortalecimiento del gobierno de la UE, refuerzo al sistema bancario y el establecimiento de cortafuegos Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF) y Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE). Datos recientes muestran una clara corrección de los desequilibrios en la periferia, con menores déficits fiscales, mayor equilibrio en la cuenta corriente y ganancias de competitividad. Los mercados financieros han asimilado estas mejoras y la población recogerá los beneficios en el futuro.

Palabras clave: *euro, crisis, recuperación, estrategia, crecimiento, financiero,* backstop, MEDE, FEEF, *Grecia, Irlanda, Portugal, España, Chipre, unión bancaria, recapitalización, resolución, mercados, Gobierno, estabilidad, desequilibrios.*
Clasificación JEL: *E44, F36, G180, G21, G28, G32.*

1. Introducción

Europa ha recorrido un largo camino desde que comenzó la crisis financiera en 2007. Durante estos años hemos vivido predicciones apocalípticas sobre el futuro de nuestra moneda común y, sin embargo, aquí estamos, al principio de 2014, debatiendo la creación de una unión bancaria, mientras que los mercados financieros se han estabilizado y la actividad comienza a dar muestras de mejora en la mayoría de los países europeos.

Esto no significa que la crisis haya terminado. El crédito todavía no fluye en el sur de Europa como reflejo de un sistema financiero fragmentado. Todavía no hay «luz al final del túnel» para muchos ciudadanos, especialmente para aquellos que por desgracia están pagando el precio del ajuste con sus empleos. Las tasas de desempleo en Europa todavía están en niveles inaceptables, pero, incluso aquí, se pueden ver signos de corrección o al menos de estabilización. De hecho, sería un error pasar por alto el progreso conseguido hasta el momento e ignorar las señales positivas que, poco a poco, están aflorando en todos los rincones de la unión monetaria.

Tras muchos meses de recesión, los datos empíricos (desde el Purchasing Managers Index, PMI, a indicado-

* Director del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE).
** «Europe´s crisis response: accomplishments and challenges ahead». Traducción de Leon Hunter.

res de tendencia económica, entre otros) sugieren una recuperación gradual y una estabilización continua. Ya no son solo indicios: los datos de crecimiento desde el segundo trimestre de 2013 muestran que la zona euro ha salido de la recesión y está creciendo a un ritmo moderado pero positivo. Esto aún no es motivo de celebración, pero sí es un síntoma de que la zona euro, paulatinamente, está dejando atrás la crisis y que también este progreso puede empezar a sentirse en la economía real.

La culminación exitosa de los programas de asistencia financiera a España e Irlanda a finales de 2013 también marca un punto de inflexión hacia un nuevo ciclo en la zona euro. Si los esfuerzos continúan en los otros programas encontraremos más casos de éxitos.

2. Una estrategia clara

Este progreso solo ha sido posible gracias a una respuesta global y consistente ante la crisis. Los Estados miembros de la zona euro han comprendido el origen de la crisis y aprendido de las lecciones del pasado. Se ha trabajado mucho para abordar los desequilibrios acumulados durante la primera década de la Unión Económica y Monetaria (UEM), que tan patentes se hicieron durante la crisis mundial. Por lo tanto, se han identificado las principales deficiencias a nivel nacional y europeo y los Estados miembros están actuando sobre ellas de un modo que está reformando profundamente la gobernanza y la política económica de la zona euro.

Esta estrategia se ha construido en varios niveles. Para afrontar el desbarajuste de las finanzas públicas, los Estados miembros han puesto en marcha importantes programas de consolidación fiscal para reducir el déficit y recuperar la confianza de los inversores. Al mismo tiempo, los países están llevando a cabo reformas estructurales fundamentales que están sentando las bases para un crecimiento sólido, quizá menos fuerte, pero más sostenible. A nivel europeo, los países han adoptado un reforzado nuevo modelo de gobernanza económica en la zona euro enfocado hacia una mayor coordinación de políticas. Sin duda, la creación de los organismos de apoyo financiero (FEEF y MEDE), de la nada, evitó el colapso de algunas de nuestras economías y completó un vacío importante en la arquitectura de la unión monetaria, a la vez que hemos reforzado nuestro sistema bancario y fortalecido la supervisión y la regulación prudencial. Esto preparó el terreno para un nuevo pilar de integración: la unión bancaria; con la creación del mecanismo único de supervisión, el mecanismo único de resolución y, en el futuro, la armonización de los sistemas nacionales de garantía de depósitos.

Sabíamos que el camino hacia la recuperación no iba a ser fácil. La gestión de la UEM, con una política monetaria y cambiaria única, además de un complejísimo proceso de toma de decisiones, en el que quedan representadas 17 democracias como es el caso de la zona euro, es una tarea complicada y todo un desafío.

3. Nuevas políticas económicas

La clave de la respuesta a la crisis han sido los esfuerzos realizados a nivel nacional.

Una oleada de reformas estructurales en Europa ha tenido lugar, sobre todo en los países bajo programas: cambios adaptados a las necesidades de cada país pero con el objetivo común de aumentar la competitividad, el empleo y el crecimiento.

Algunas de estas reformas llevaban muchos años propuestas, pero la crisis supuso una oportunidad para superar las resistencias injustificadas e interesadas. Desde entonces hemos hecho grandes avances.

Grecia era el país con mayores desequilibrios acumulados y brechas estructurales y, por lo tanto, necesitaba un programa de reformas más amplio. Se tomaron medidas drásticas en relación a su gestión tributaria para mejorar la recaudación de impuestos, la administración fiscal y la ejecución presupuestaria. Se aplicaron reformas cruciales sobre el sistema de pensiones, el mercado laboral y el gasto sanitario. Como todo el mundo sabe, han tenido lugar una serie de re-

trasos y algunos contratiempos en este proceso, pero el progreso registrado es innegable.

Puede que en Portugal las brechas estructurales fuesen menores, sin embargo, después de una década de bajo crecimiento, era necesario actuar con decisión. Las reformas han mejorado la sostenibilidad en todas las principales partidas de gasto público (sanidad, pensiones, salarios). Las autoridades portuguesas también han liberalizado los mercados de gas y energía, y han adoptado un nuevo código de solvencia y un nuevo marco de reestructuración corporativa. El ajuste no ha terminado todavía y debe continuar para obtener todos los beneficios de los esfuerzos realizados hasta la fecha.

También en Irlanda, donde el perfil de la crisis tiene su origen en el sector bancario e inmobiliario, hacía falta afrontar la pérdida de competitividad de los últimos años. La asistencia financiera del FEEF le ha servido para ganar tiempo para recuperarse. A pesar de que aquí la profundidad del ajuste estructural necesario era posiblemente menor, Irlanda era, no obstante, el país que mejor ha resultado de todos aquellos bajo un programa. Aparte de la profunda reestructuración del sector bancario, cabe destacar que la agenda de reformas hace especial hincapié en las políticas que refuerzan la competencia de servicios e infraestructuras, rediseñando incentivos para I+D y haciendo que los sistemas de apoyo social sean más beneficiosos para el empleo.

Recientemente, Chipre se inscribió en un programa de reforma económica enfocado en su mayor parte a la reparación completa del sector financiero con el objetivo de asegurar su viabilidad; la reestructuración bancaria está avanzando rápidamente.

Estos son ejemplos de reformas en el marco de un programa completo, pero otras economías importantes de la zona euro, como España o Italia, también han sufrido la presión de los mercados. En estos países también se están realizando ajustes económicos en el mercado laboral, pensiones y sistema tributario. Aquí puede que el ritmo sea diferente, pero las políticas insostenibles del pasado se están corrigiendo.

La zona euro ha demostrado tomarse muy en serio la consolidación fiscal. Todos los Estados miembros, no solo aquellos sometidos a presión o bajo algún programa de ajuste macroeconómico, han iniciado el camino de la consolidación presupuestaria con el claro objetivo de alcanzar un presupuesto equilibrado durante los próximos años. Desde 2009, el déficit público medio de la zona euro apenas se ha reducido hasta la mitad; en las economías sometidas a una fuerte vigilancia de mercado la corrección fue mayor, y en los casos de Irlanda y Grecia fue nada menos que extraordinaria.

Este grupo de países (normalmente llamados «la periferia») también ha recuperado la pérdida de competitividad de la última década reduciendo de forma consistente sus costes laborales unitarios nominales. Resultado no solo de una corrección de los salarios de los trabajadores, sino también de un aumento de la productividad laboral.

Además, las economías que habían llevado niveles insostenibles de consumo vivieron un fuerte desapalancamiento que puso fin a un largo período de grandes déficits por cuenta corriente. En estos momentos, Italia, España, Portugal e Irlanda están experimentando un superávit por cuenta corriente, mientras que Grecia se está acercando muy rápido al equilibrio. Este ajuste se produjo en un principio mediante la reducción de las importaciones, pero las exportaciones también han repuntado. En términos generales, los desequilibrios de demanda en la zona euro, así como los de oferta, se están atajando de forma resolutiva.

4. Los mercados aprueban la respuesta ante la crisis

El progreso en los principales indicadores macroeconómicos ha tenido efectos en los mercados financieros. Los inversores han entendido la estrategia y, consecuentemente, los costes de financiación de la deuda pública se han reducido considerablemente.

Durante 2013, Irlanda y Portugal han recuperado con éxito el acceso a los mercados a largo plazo, emi-

tiendo bonos a diez años con unos intereses mucho más razonables que cuando pidieron ayuda internacional. Un detalle a destacar es que una abrumadora mayoría de los inversores eran extranjeros. Este hecho no depende exclusivamente de los esfuerzos de los países, pues las condiciones de los mercados también afectaron. En el caso de Irlanda la evolución positiva de los mismos sentó las bases para una salida limpia del programa a final de año. En unos meses Portugal se enfrentará a la misma prueba pues su programa culmina a mediados de 2014. Es muy pronto para evaluarlo, pero una cosa está clara: si Portugal continúa implementando el programa con determinación, seguirá obteniendo la confianza de sus socios europeos y de los inversores.

Con esta renovada credibilidad en la elaboración de políticas se han logrado exitosas estrategias de salida de programas de rescate. La zona euro tiene el compromiso de ayudar a estos países en el proceso y, si fuera necesario, el MEDE tiene a su disposición instrumentos específicos para garantizar un regreso gradual a los mercados (ejemplo, un programa precautorio).

Más allá de los países bajo programas completos, España ha sido un caso particular de perseverancia en esta crisis. Si miramos los ajustes del sector bancario, la continua corrección del mercado inmobiliario, el mercado laboral y otras reformas, España está recuperando y consiguiendo restablecer la confianza de los inversores. La rentabilidad de los bonos a diez años ha caído hasta casi la mitad desde su nivel máximo, lo cual es notable, considerando la gran presión a la que fue sometido el país, especialmente durante la primera mitad del año 2012. La decisión de Madrid de finalizar el programa se vio como un final natural por parte de los mercados y los acreedores.

Los inversores han reaccionado positivamente a los esfuerzos del país para atajar el origen de la crisis, pero también a la credibilidad del compromiso europeo de la UEM, que ha llevado al conjunto a un nivel más alto de gobernanza y de vigilancia más amplia.

5. Un nuevo modelo de gobernanza

La credibilidad de esta estrategia, a los ojos de los mercados, no solo se debe al proceso de consolidación fiscal o a la agenda de reformas nacionales, va más allá de los programas de ajuste o de la necesidad de responder a la presión del mercado. Es el resultado de un nuevo modelo de gobernanza económica que establecieron los líderes de la UE.

Este modelo está compuesto por cuatro ejes: un nuevo pacto fiscal, reforzar el Pacto de Estabilidad y de Crecimiento, un nuevo Procedimiento de Desequilibrio Macroeconómico y el Semestre Europeo.

A nivel europeo, la clave es el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la UEM, que lleva vigente desde enero del año pasado. El Tratado, también conocido como el pacto fiscal, promueve una mejor coordinación en política fiscal y económica. Éste establece reglas presupuestarias vinculantes (el déficit fiscal estructural anual no puede superar el 0,5 por 100 del PIB y una regla de presupuesto equilibrado) incluyendo un mecanismo de corrección automática que los Estados miembros consagrarán en su legislación nacional. Refuerza también la vigilancia y le otorga al Tribunal de Justicia Europeo el poder de aplicación y ejecución. Es un compromiso muy serio de los 25 Estados miembros participantes que ayudará a poner las finanzas públicas en una vía sostenible, un paso importante hacia la creación de una unión de estabilidad.

Este Tratado también refuerza el Pacto de Estabilidad y de Crecimiento y favorece una mayor coordinación fiscal. Para lograr el equilibrio presupuestario, los Estados miembros deben progresar significativamente hacia los llamados objetivos presupuestarios a medio plazo (MTO) y también se incorporarán indicadores de referencia del gasto junto al saldo presupuestario estructural para evaluar los ajustes necesarios para alcanzar el MTO. Además, por primera vez, es necesaria una reducción controlada de la ratio de deuda/PIB a un 60 por 100. Tanto la reducción del dé-

ficit como la reducción de la deuda total están sujetas a un nuevo procedimiento graduado de sanciones, en el cual podrán adoptarse las propuestas de la Comisión Europea incluso en contra de una mayoría de los países de la zona euro.

Esto se ha complementado con un nuevo procedimiento para detectar y evitar los desequilibrios macroeconómicos. En caso de que exista un desequilibrio, el incumplimiento repetido de las recomendaciones de la Comisión Europea se sancionará. Aunque todos los Estados miembros se someten a él, el procedimiento está claramente enfocado a los Estados miembros con competitividad débil y grandes déficits por cuenta corriente. De nuevo, Europa ha logrado cerrar una brecha estructural. En el pasado, los desequilibrios como el excesivo endeudamiento privado o la burbuja inmobiliaria podrían haber llegado a ser insostenibles, ya que no había ningún procedimiento asignado para resolverlos.

Otra mejora significativa es la introducción del «Semestre Europeo». Durante la primera mitad de cada año, la Comisión y los países socios revisan las políticas presupuestarias y estructurales de los Estados miembros. Esto sirve de guía para crear una política sólida con la antelación suficiente para que los Estados miembros puedan tenerla en cuenta cuando diseñen sus presupuestos nacionales para el año siguiente. A través de esta medida, la zona euro ha transformado su forma de hacer política de un modo muy sustancial. En 2013, por primera vez, las externalidades sobre otros Estados miembros se tuvieron en cuenta antes de que los parlamentos determinaran los presupuestos nacionales. La Comisión Europea ha apostado por este planteamiento durante muchos años, pero ha sido necesaria una crisis para que los Estados miembros terminaran por aceptarlo.

6. Nuevos organismos de apoyo financiero

Los Estados miembros, de forma colectiva, están poniendo en marcha reformas y fortaleciendo la gobernanza económica a nivel europeo. Éste es el núcleo de nuestra estrategia para superar la crisis de forma estructural y duradera. La creación de mecanismos de resolución de crisis financiera, como el FEEF y el MEDE, es complementaria y se considera la última línea de defensa en caso de que los problemas financieros de un Estado miembro puedan poner en riesgo la estabilidad financiera de la zona euro en su conjunto. Además, estos mecanismos ayudan a mantener la confianza de los inversores y contribuyen a la estabilización de los mercados, ya que dan tiempo a los Estados miembros de la zona euro a hacer sus deberes.

Como cortafuegos son muy importantes los mecanismos de resolución de crisis y los fondos de apoyo financieros. A menudo se ha criticado a Europa por no haber hecho suficiente en esta materia, pero nunca fue una crítica justa. Estos cortafuegos han crecido según evolucionaba la crisis. Vale la pena recordar que los países de la zona euro consignaron 80.000 millones de euros en préstamos bilaterales a Grecia como parte de su primer paquete de ayuda financiera, de los cuales se concedieron casi 53.000 millones. Más tarde, tras crear un mecanismo de resolución de crisis temporal, el FEEF, consignó 43.700 millones de euros más a Irlanda y Portugal, además de un segundo paquete de ayuda a Grecia de 144.600 millones de euros. Para llenar este vacío en la UEM, era necesario que este mecanismo fuera permanente. Ésta es la razón de la creación del MEDE, que sumó 500.000 millones de euros de capacidad de préstamo, además de los 188.000 millones de euros ya puestos a disposición de estos tres países. El MEDE está ahora financiando el programa de Chipre (con una dotación total de 9.000 millones de euros), el programa de recapitalización de la banca española (con 41.300 millones de euros desembolsados) y todavía cuenta con un amplio margen de actuación de casi 450.000 millones de euros.

Cabe destacar también la importante intervención del Banco Central Europeo (BCE) a través de su pro-

grama de mercado secundario (SMP, de acuerdo con sus siglas en inglés) con aproximadamente 212.000 millones de euros, manteniendo así el compromiso de la zona euro de hacer todo lo posible para salvaguardar la estabilidad del euro.

A este respecto, el BCE ha desempeñado un papel crucial en la estabilización de los mercados con sus políticas heterodoxas, concretamente, con operaciones de financiación a plazo más largo (LTROs) y el anuncio de las transacciones de mercado abierto (OMT). Con estas últimas, el BCE podría devolver a los mercados secundarios bonos cuando un Estado miembro solicite un programa de ayuda financiera al MEDE y, en consecuencia, esté sujeto a una condicionalidad estricta.

Los pilares del apoyo financiero en la zona euro siguen siendo el FEEF y el MEDE. El FEEF se creó en 2010 como un mecanismo de rescate temporal hasta junio de 2013, fecha en que dejó de aceptar nuevas solicitudes. Contaba con una capacidad de préstamo total de 440.000 millones de euros, basada en las garantías de los miembros de la zona euro, de los cuales casi la mitad no llegaron a utilizarse. En julio de 2013, el MEDE relevó al FEEF para responder a las nuevas solicitudes de ayuda financiera.

Las principales características institucionales del FEEF y el MEDE coinciden: la ayuda financiera se garantiza únicamente bajo estricta condicionalidad, pero el MEDE cuenta con una estructura de capital más sólida, pues puede ampliar la base de inversores potenciales. En lugar de la estructura de garantía del FEEF, el MEDE posee un capital suscrito de 700.000 millones de euros, de los cuales 80.000 millones es capital desembolsado y 620.000 millones capital exigible, pagadero por los Estados miembros cuando sea necesario. Hasta ahora los Estados miembros ya han desembolsado un capital de 64.000 millones de euros. El primer semestre de 2014, el capital desembolsado del MEDE estará completo y la capacidad de préstamo llegará a los 500.000 millones de euros.

Por el momento, el FEEF proporciona la mayor parte de la financiación del programa, lo cual tiene sentido, ya que los programas de mayores volúmenes (Grecia, Irlanda y Portugal) están todavía a su cargo. No obstante, el MEDE está creciendo. El 8 de enero de 2013 lanzó con éxito su programa de letras para reemplazar el programa de letras del FEEF. El MEDE recaudó 50.100 millones de euros en letras a tres y seis meses en 2013 (de los cuales 19.200 millones de saldo vivo). En octubre lanzó su programa inaugural de bonos a largo plazo. El apetito inversor fue tal que con una segunda emisión se cubrió el objetivo de 9.000 millones de 2013 y se inició la prefinanciación de 1.000 millones para 2014. Desde enero de 2011 y hasta finales de 2013, el FEEF recaudó 118.800 millones de euros en bonos a largo plazo, excluyendo las transacciones virtuales. EL FEEF se ha convertido en un emisor sólido y regular en el segmento supranacional desde su creación en 2010 y el MEDE está siguiendo su ejemplo.

Al igual que el FEEF, el MEDE puede prestar asistencia financiera dentro de los programas de ajuste macroeconómico, pero también tiene flexibilidad para prestar ayuda financiera en otras formas. Un ejemplo son las ya mencionadas líneas de crédito precautorias. El objetivo de estas líneas es apoyar las buenas políticas y prevenir las situaciones de crisis fomentando el acceso seguro de los países a la ayuda del FEEF y del MEDE antes de que afronten dificultades en los mercados. Todo esto de acuerdo con la práctica establecida por el Fondo Monetario Internacional (FMI).

El MEDE también puede prestar a un Estado miembro para recapitalizar bancos en países que no están dentro de un programa si la raíz del problema se encuentra en el sector financiero, como fue el caso de España. Para obtener este tipo de ayuda, el país beneficiario debería demostrar la falta de alternativas para recapitalizar la institución financiera a través del sector privado, además de la incapacidad de recapitalizar la institución sin incurrir en riesgos para su propia estabilidad financiera y sostenibilidad fiscal. Adicionalmente, la institución financiera en cuestión debería ser sistémicamente relevante en el sistema o

plantear una grave amenaza para la estabilidad financiera de la zona euro en su conjunto o de sus Estados miembros.

Recientemente, tras muchos meses de debate, el Eurogrupo ha definido las principales características de un posible nuevo instrumento para que el MEDE pueda romper el círculo vicioso entre bancos y Estados: el instrumento de recapitalización directa de bancos como elemento de la unión bancaria. Volveré sobre ello más adelante.

Hay, además, otros instrumentos que no se han utilizado hasta ahora por parte del FEEF o el MEDE, como son las intervenciones en los mercados de deuda primarios y secundarios. El principal objetivo de la intervención en el mercado primario es permitir a un Estado miembro mantener o restaurar su relación con la comunidad de inversores. La intervención del FEEF o del MEDE podría mitigar el riesgo de una subasta fallida. Gracias a la intervención de los mercados secundarios, el FEEF o el MEDE pueden apoyar el funcionamiento de los mercados de deuda y la formación adecuada de precios en circunstancias excepcionales, cuando la iliquidez amenace la estabilidad financiera.

Todos los instrumentos nuevos están sujetos a una adecuada condicionalidad. Este principio de préstamo del FEEF o del MEDE ha sido y continuará siendo independiente del instrumento, por ejemplo: préstamos, líneas de crédito precautorias, recapitalización de bancos o intervención del mercado de deuda primario o secundario. Todos los temores del «café para todos» o de una unión de permanentes transferencias están totalmente fuera de lugar. Los países serán los responsables de sus políticas fiscales, éste ha sido el diseño desde el principio y lo seguirá siendo. Los países que no hayan ratificado el pacto fiscal no tendrán acceso al respaldo financiero del MEDE.

En general, gracias al MEDE y a las intervenciones del Banco Central Europeo, existen ahora cortafuegos (*backstops*) creíbles para la zona euro. Además de las valientes reformas mencionadas anteriormente a nivel nacional y la rigurosa coordinación de política económica a nivel europeo, se puede apreciar un buen progreso en la salida de la crisis, aunque la situación en la economía real siga siendo muy difícil.

7. Pasos para una unión bancaria

Ciertamente hay mucho que hacer antes de cantar victoria. Mientras el ajuste económico se toma su tiempo para dar resultados a todos, existe un área muy importante donde es necesario seguir progresando. Me refiero al área de los mercados financieros, la cual necesitamos abordar urgentemente.

Todavía vemos una tendencia hacia la *renacionalización* de la banca y la fragmentación en Europa. Con la crisis y la falta de confianza, los bancos solicitan mucha liquidez al BCE y depositan grandes cantidades en él cada noche. El mercado interbancario todavía no funciona. La integración financiera en Europa, que es uno de los beneficios de la UEM, se está invirtiendo. Esto lleva a unos tipos de interés inusualmente bajos en países como Alemania y Finlandia, mientras que, al mismo tiempo, existen condiciones de financiación muy difíciles para el sur de Europa. Esto es una carga adicional importante para el sector privado ya que los costes de financiación para pymes y empresas son varios puntos porcentuales más altos que en el norte. En una unión monetaria, lo que cabría esperar es cierta divergencia de precios para reflejar las diferencias de solvencia, sin embargo, lo que hemos visto refleja, en cierta medida, un mal funcionamiento del mecanismo de transmisión monetaria, que tendrá consecuencias negativas para la economía real y, de nuevo, ampliará las divergencias económicas en la UEM.

Por esta razón, se debe tomar en serio el completar la unión bancaria. Llevará tiempo, pero no empezamos de cero. De hecho, la primera reacción a la crisis fue implantar reformas importantes en el mercado financiero. Se establecieron tres nuevas autoridades de control europeas: Autoridad Bancaria Europea,

Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación y la Autoridad Europea de Valores y Mercados. Además, la Junta Europea de Riesgo Sistémico se creó con la orden de identificar y controlar los riesgos macroprudenciales.

Con retrospectiva, los bancos no estaban adecuadamente capitalizados y la Autoridad Bancaria Europea (ABE) aumentó los requisitos de capital, aumentando la ratio de capital Core Tier de un 1 a un 9 por 100 o más. En un esfuerzo extraordinario, los bancos lograron aumentar su base de capital en más de 200.000 millones de euros solo en 2012, de los cuales casi un 75 por 100 proviene de capital nuevo.

Para ayudar al sector bancario a digerir la crisis, los Gobiernos acudieron al rescate. Según la Comisión Europea, el volumen total de ayuda nacional de la UE al sector financiero otorgada a los bancos entre octubre de 2008 y el 31 de diciembre de 2011 ascendió a aproximadamente 1,6 billones de euros (13 por 100 del PIB de la UE) principalmente en forma de garantías del Estado sobre la financiación mayorista de los bancos. En los países de Europa donde los Gobiernos no tenían margen para ayudar a sus bancos (Irlanda, Grecia y Portugal), el FEEF y el MEDE asumieron esta función como parte de sus programas de ayuda financiera desde 2011 en adelante. Después, el caso de la recapitalización indirecta a la banca en España se convirtió en el único propósito de la asistencia. Estas políticas han ayudado a prevenir un colapso del sistema bancario en Europa y a crear instituciones que prevengan crisis futuras. Ahora necesitamos superar la falta de confianza y conseguir que el sector bancario ayude a la economía.

Un efecto secundario negativo de los intentos de salvaguardar al sector bancario en esta crisis ha sido el uso excesivo de dinero de los contribuyentes en rescates a bancos y la conexión entre lo que le ocurre al Estado y lo que les ocurre a los bancos del país. Este problema deriva del hecho de que si un país cuenta con finanzas públicas sólidas respaldará a sus bancos y conseguirá financiación barata, pero si el país cuenta con unas finanzas públicas pobres, entonces el sector público podría tener problemas para respaldar a sus bancos y, por consiguiente, tanto los bancos como el Estado tendrán que pagar mayores costes de financiación, creándose así un círculo vicioso.

Finalmente, lo que vemos ahora es una fragmentación del sistema financiero en base nacional, que hace imposible asumir riesgos de forma eficiente y además es una carga adicional para el ajuste. Los objetivos de una unión bancaria son hacer que esta fragmentación sea lo menor posible, para romper la unión entre Estados y bancos y proteger el dinero del contribuyente.

Para afrontar esta situación, se están creando tres nuevos instrumentos: un Mecanismo Único de Supervisión (MUS), ya aprobado, para supervisar a los bancos de la misma forma en toda Europa; un Mecanismo Único de Resolución (MUR) para la resolución de los bancos de la misma forma y un sistema armonizado de fondos de garantía de depósitos nacionales.

Una vez el MUS se haga cargo de los bancos más grandes de Europa para noviembre de 2014, el MEDE podrá, cumpliendo determinadas condiciones, recapitalizar directamente los bancos, siempre y cuando este instrumento se cree por decisión unánime del Consejo de Gobernadores del MEDE.

Para minimizar el uso del dinero de los contribuyentes, el Eurogrupo acordó que antes de que el MEDE preste dinero a los bancos debe existir un reparto equitativo de la carga con el segmento privado a través de recapitalización interna. De esta forma, cualquier ayuda del MEDE se garantizará aplicando los principios de la Directiva de Recuperación y Resolución Bancaria. Esta Directiva, que actualmente se está negociando con el Parlamento Europeo, prevé una hoja de ruta precisa sobre en qué grupos del segmento privado (acreedores y accionistas) recaerá la recapitalización interna y en qué condiciones.

Según el texto actual de la Directiva, la primera línea de defensa es la recapitalización interna del 8 por 100 del pasivo total incluyendo fondos propios. Posteriormente, y hasta un 5 por 100 adicional del pasivo total, el fondo de resolución nacional podría utilizarse para contribuir a la absorción de pérdidas y, por tanto, eximir parte de la recapitalización interna. Si aún fuera necesario, se recurriría a una recapitalización interna adicional y, si eso no fuera suficiente para cubrir el déficit de capital, el Estado miembro o, de acuerdo con determinados requisitos, el instrumento de recapitalización directa del MEDE podría proporcionar más fondos.

Para valorar en qué medida esto limitará el uso de la recapitalización bancaria directa, debemos esperar al acuerdo final sobre la Directiva de Recuperación y Resolución Bancaria. Si se crea este instrumento del MEDE, éste podrá proporcionar un respaldo útil para evitar el contagio y ayudar a romper la conexión entre los balances financieros de los Estados y los de los bancos. El hecho de que el instrumento esté disponible proporcionará, sin duda, tranquilidad a los mercados e inversores, lo que es también el papel de un apoyo financiero creíble.

8. Conclusión

Europa ha implantado una respuesta de largo alcance a la crisis. Los déficits presupuestarios se están reduciendo, las cuentas corrientes ahora están en superávit y se ha recuperado la competitividad. La gobernanza económica se ha fortalecido con el pacto fiscal, con el reformado Pacto de Estabilidad y Crecimiento, con el nuevo Procedimiento de Desequilibro Macroeconómico y con el Semestre Europeo. Por otra parte, el mecanismo de resolución de crisis permanente ya está en pleno funcionamiento. Se necesita seguir trabajando para terminar la unión bancaria, reintegrar los mercados financieros y reducir los niveles de desempleo. Todo esto tiene el objetivo de crear una zona euro de mejor funcionamiento con una estabilidad financiera que, en último término, conlleve un mayor crecimiento y empleo.

Nueva colección

manuales ICEX ceco

AMPLIAR LOS MERCADOS EXTERIORES

Este nuevo manual ICEX-CECO surge de la percepción de que la internacionalización se ha convertido en un elemento fundamental para la empresa en el actual mundo globalizado.

Esta obra se propone ofrecer un curso exhaustivo y riguroso sobre todos los aspectos que hay que considerar a la hora de iniciar, mantener o desarrollar la actividad internacional, en todas sus facetas, y aspira a convertirse en una obra de referencia en la materia en todo el ámbito de habla hispana.

664 páginas
Formato: 210 x 250 mm
PVP: 50 € (IVA incluido)
ISBN: 978-84-7811-744-4

Herramientas y técnicas para definir la estrategia y el marketing internacionales

Puede adquirir la obra en las principales librerías y en el ICEX.

ICEX España Exportación e Inversiones
Pº. de la Castellana, 14 - 28046 MADRID – tel.: 91 349 6275/34
c.e.: libreria@icex.es – www.icex.es/publicaciones

ICEX

Jörg Asmussen*

HACIA UNA UNIÓN BANCARIA

La crisis financiera mundial ha revelado deficiencias en la regulación y la supervisión financieras, y ha puesto de manifiesto la necesidad de una mayor integración del marco de regulación y supervisión del sector financiero en la Unión Europea. La creación de una unión bancaria constituye un avance importante hacia este objetivo. El Mecanismo Único de Supervisión (MUS) es uno de los pilares de la unión bancaria que, a su vez, es uno de los cuatro ejes del marco de gobernanza mejorado de la Unión Económica y Monetaria (UEM) previsto en el Informe de los cuatro Presidentes de junio de 2012[1]. En este artículo, tras una descripción de las principales enseñanzas extraídas de las crisis financiera y de deuda soberana, se analizan las características fundamentales de la unión bancaria, prestando especial atención al MUS, y se evalúa su eficacia. Asimismo, se afirma que la creación de la unión bancaria es un elemento fundamental para abordar las causas de la crisis soberana y culminar el proyecto de la UEM. Tras la adopción de la legislación sobre el MUS, la elaboración de un marco jurídico y operativo que permita una supervisión prudencial eficaz y eficiente de las entidades de crédito en los próximos años constituye un importante reto a corto plazo para el Banco Central Europeo. Una unión bancaria completa habrá de complementarse con el establecimiento de un Mecanismo Único de Resolución dirigido por una autoridad única de resolución. Por último, para mantener la confianza de los ciudadanos, una UEM más profunda tendrá que verse acompañada, también, de un fortalecimiento de las estructuras de gobernanza y de rendición de cuentas.

Palabras clave: *unión bancaria, mecanismo único de supervisión, mecanismo único de resolución.*
Clasificación JEL: *G280.*

1. Las lecciones de la crisis

La crisis financiera mundial que golpeó a la Unión Europea en septiembre de 2008 ha puesto de manifiesto diversas deficiencias fundamentales en el marco de regulación financiera que han generado importantes riesgos para la estabilidad financiera de la UE y ha enseñado varias lecciones a las autoridades de todo el mundo. Para identificar las principales lec-

* Secretario de Estado. Ministerio de Empleo de Alemania.
El autor agradece a Fabio Recine y Michaela Posch su valiosa contribución a este artículo.

[1] «Hacia una auténtica Unión Económica y Monetaria», Consejo Europeo, 26 de junio de 2012.

ciones de la crisis es necesario distinguir entre una primera fase que afectó a las instituciones financieras e impulsó a las autoridades comunitarias a acometer una serie de reformas importantes, y una segunda fase en la que la crisis se propagó también a los emisores soberanos.

Primera fase: la crisis afecta al sector financiero

Principales deficiencias

Durante la primera fase, la crisis financiera puso de manifiesto diversas deficiencias del marco de regulación de la UE y en materia de supervisión.

— En primer lugar, *la insuficiencia de los requisitos de capital y de liquidez:* el sistema financiero anterior a la crisis se caracterizaba por la falta de recursos propios y su insuficiente calidad y por un recurso excesivo al préstamo y al endeudamiento. La baja cantidad y calidad del capital erosionó la capacidad de absorción de turbulencias del sistema y el endeudamiento contribuyó a amplificar las pérdidas y el contagio. Por otra parte, los supervisores habían subestimado en gran parte la importancia de una gestión rigurosa del riesgo de liquidez[2].

— En segundo lugar, *la falta de perspectiva macroprudencial de la supervisión:* las autoridades de supervisión se centraron en el aspecto microprudencial de las distintas instituciones financieras, subestimando, en parte, los riesgos macrosistémicos provenientes de las perturbaciones horizontales correlacionadas. La fuerte competencia internacional entre centros financieros podría haber contribuido también a evitar la aplicación de criterios prudenciales más estrictos a las entidades nacionales y a la aceptación de instrumentos de capital, de calidad cada vez más dudosa o incluso nula, para absorber pérdidas en caso de liquidación.

— En tercer lugar, *la ausencia de un marco efectivo para la gestión de crisis* en lo que respecta a las instituciones financieras transfronterizas, tanto a nivel europeo como internacional. Esto se tradujo en soluciones *ad hoc* que, aunque destinadas en muchos casos a resolver problemas de grupos bancarios, se adoptaron desde la perspectiva de las entidades nacionales sin tener en cuenta al conjunto del grupo[3]. Durante la crisis, entidades que habían sido consideradas europeas o internacionales en tiempos de bonanza pasaron a ser nacionales cuando, en momentos de dificultades, requirieron apoyo del Gobierno de su país[4].

— Por último, *la inadecuación de los instrumentos de resolución bancaria.* El hecho de que no existieran mecanismos jurídicos e institucionales apropiados para la liquidación ordenada de las instituciones financieras, incrementó significativamente la incertidumbre acerca de su viabilidad. Las autoridades nacionales no contaban con competencias ni instrumentos de resolución comunes y efectivos para afrontar las crisis bancarias en una fase temprana.

Principales respuestas de la Unión Europea

Siguiendo las recomendaciones del Grupo de Larosière, publicadas en febrero de 2009[5], se puso en marcha un primer conjunto de medidas. En particular, el Grupo puso de relieve que los instrumentos de supervisión, en lugar de centrarse únicamente en la supervisión de entidades individuales, deberían atender también a la estabilidad del conjunto del sistema financiero. Para afrontar adecuadamente los riesgos sistémicos se necesitaba un enfoque de supervisión macroprudencial, que requería a su vez una mejora

[2] S. KAPOOR (2010).

[3] CLAESSENS, HERRING y SCHOENMAKER (2010).

[4] GOODHART (2010).

[5] El 11 de noviembre de 2008, la Comisión Europea encargó a un grupo presidido por el exgobernador del Banque de France Jacques de Larosière la formulación de propuestas para reforzar la supervisión europea, con el fin de establecer un sistema europeo de supervisión más eficiente, integrado y sostenible, y reforzar la cooperación entre los supervisores europeos y sus contrapartes internacionales. Mediante la decisión adoptada el 9 de junio de 2009 por los ministros de finanzas europeos y, posteriormente, por el Consejo Europeo de 18 y 19 de junio, se aprobaron, en su mayor parte, las propuestas sobre supervisión financiera europea formuladas por el Grupo de Larosière.

del marco institucional de la UE. En este contexto, el informe de Larosière recomendó la creación de un nuevo marco de supervisión comunitario, el Sistema Europeo de Supervisión Financiera (SESF), articulado sobre dos pilares: en primer lugar, la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS), organismo creado para la supervisión macroprudencial del sector financiero de la UE; y en segundo lugar, para la supervisión microprudencial, tres nuevas Autoridades Europeas de Supervisión (AES) independientes —encargadas del sector bancario, de los seguros y las pensiones, y de los valores y los mercados— creadas mediante la transformación de los antiguos comités de supervisión de la UE. La legislación por la que se crea el SESF entró en vigor el 16 de diciembre de 2010, y los nuevos organismos comenzaron su funcionamiento el 1 de enero de 2011.

La JERS tiene la función de vigilar y analizar los riesgos para la estabilidad del sistema financiero de la UE derivados de factores macroeconómicos y de la evolución del sistema financiero en su conjunto (vigilancia macroprudencial). A este fin, puede emitir alertas tempranas en caso de acumulación de riesgos sistémicos y, cuando resulte necesario, formular recomendaciones para afrontar dichos riesgos. Las tres AES colaboran entre sí y con las autoridades nacionales de supervisión para garantizar una estrecha coordinación a nivel europeo, que permita mejorar la armonización regulatoria y la coherencia en la supervisión.

Asimismo, se han acometido diversas reformas en el ámbito de regulación financiera. El Reglamento y la Directiva sobre Requisitos de Capital (RRC/DRC IV), que introducen en la UE las normas generales del marco de capital y liquidez del Comité de Basilea para entidades de crédito con actividad internacional (Basilea III), son la piedra angular de los esfuerzos de la comunidad internacional para reformar el marco financiero a fin de incrementar la capacidad de resistencia del sistema bancario, recuperar la confianza del mercado y ofrecer un entorno de condiciones igualitarias para el sector bancario. El Reglamento y la Directiva sobre Requisitos de Capital IV constituirán un conjunto armonizado de normas prudenciales para todas las entidades de crédito y las empresas de inversión de la UE en forma de un código normativo único para la UE (*single regulatory rulebook for the EU*)[6]. El 16 de abril de 2013, tras varias rondas de intensas negociaciones, el Parlamento Europeo aprobó el Reglamento y la Directiva sobre Requisitos de Capital IV, que entrarán en vigor en enero de 2014.

Segunda fase: la crisis de deuda pública y privada. Necesidad de reforzar la Unión Económica y Monetaria

Principales deficiencias

La crisis financiera mundial se transformó en una crisis de deuda pública y privada a partir de mayo de 2010 y desencadenó un proceso de fragmentación progresiva de los mercados financieros de la zona del euro. Esta fase de la crisis desveló dos de los principales puntos débiles del sistema financiero de la zona del euro.

[6] El RRC requerirá a las entidades de crédito: *i)* un nivel más elevado de recursos propios, con una exigencia mínima de capital ordinario que aumentará progresivamente hasta el 31 de diciembre de 2014, del 2 por 100 al 4,5 por 100 de los activos ponderados por riesgo; *ii)* recursos propios de mejor calidad, contándose entre los requisitos básicos el mantenimiento de capital ordinario, y determinados criterios para garantizar que otros tipos de instrumentos de capital tengan verdadera capacidad de absorción de pérdidas. La DRC introduce requerimientos de capital adicionales en forma de reservas, que deberán cumplirse gradualmente antes del final de 2019. El RRC aplicará también en la Unión criterios internacionales para la liquidación y financiación de las entidades, cuya finalidad es reforzar la resistencia del perfil de riesgo de liquidez de una entidad ante perturbaciones de liquidez a corto plazo (la ratio de cobertura de liquidez) y ante desajustes de financiación a plazo más largo (la ratio de financiación neta estable). La DRC introducirá también en la UE requerimientos de liquidez a partir de 2015, tras un período inicial de observación. La ratio de cobertura de liquidez se introducirá de forma gradual, comenzando con el 60 por 100 en 2015 hasta alcanzar el 100 por 100 en 2018. Para abordar cuestiones de financiación a plazo más largo, la Comisión habrá de presentar antes del 31 de diciembre de 2016 una propuesta legislativa dirigida a garantizar que las entidades empleen fuentes de financiación estables (ratio de financiación neta estable). A partir del 1 de enero de 2019 entrará en vigor una ratio de apalancamiento.

— En primer lugar, *la estrecha conexión entre la actividad bancaria y las crisis de deuda soberana en la zona del euro*. En una unión monetaria, la fragilidad de los sistemas bancarios nacionales se traduce rápidamente en desequilibrios fiscales y viceversa. La deuda soberana y los problemas bancarios se agudizan mutuamente. Esta conexión se manifiesta observando el coste de la financiación (que se ha hecho altamente interdependiente) y las calificaciones crediticias, puesto que la calificación de un emisor soberano es la referencia de las entidades de crédito radicadas en ese país. La presión resultante en los mercados de financiación para ciertos países ha generado también una fragmentación progresiva por países del sistema bancario de la zona del euro. Esta interdependencia entre entidades de crédito y emisores soberanos podría haber socavado asimismo los esfuerzos nacionales para restablecer la sostenibilidad fiscal. En este contexto, la cumbre de la zona del euro de 29 de junio de 2012 destacó la necesidad «imperiosa» de romper el círculo vicioso entre entidades de crédito y emisores soberanos.

— En segundo lugar, *los actuales acuerdos institucionales sobre supervisión no son lo suficientemente sólidos* para soportar el alto grado de interconexión entre instituciones financieras y mercados en la zona del euro. Una UEM auténtica debe contar también con competencias de supervisión compartidas a fin de garantizar la plena confianza en la calidad e imparcialidad de la supervisión bancaria.

La crisis planteó la cuestión de si la integración y la estabilidad del mercado financiero son compatibles con el hecho de que la supervisión sea competencia nacional. Este es el concepto del «trilema financiero»,[7] según el cual, en los mercados financieros globalizados, solo dos de los tres objetivos —estabilidad financiera, integración financiera y políticas financieras nacionales— son compatibles entre sí, por lo que uno de ellos ha de abandonarse.

Por tanto, en el contexto de la UEM, se requieren políticas financieras y de supervisión a escala europea para salvaguardar la estabilidad financiera en un mercado financiero integrado. La decisión del Consejo Europeo de junio de 2012 que apoya la creación de un Mecanismo Único de Supervisión podría considerarse la conclusión de un largo debate que ya había comenzado con los preparativos del Tratado de Maastricht[8].

Principales respuestas de la Unión Europea

Para estabilizar los mercados financieros se requiere un fortalecimiento sustancial de la arquitectura de la unión económica y monetaria que rompa el vínculo entre las entidades de crédito y los emisores soberanos y revierta el proceso actual de fragmentación de los mercados financieros de la zona del euro. A este fin, los líderes de la zona del euro, reunidos en la cumbre del 29 de junio de 2012, invitaron a la Comisión a presentar una propuesta legislativa para la creación de un Mecanismo Único de Supervisión (MUS) en el que participase el BCE. En el Consejo Europeo de 28 y 29 de junio de 2012 se presentó, asimismo, un programa más amplio de reforma institucional, recogido en el informe «Hacia una auténtica Unión Económica y Monetaria (UEM)[9]».

Este informe propone cuatro pilares esenciales para reforzar la UEM: *i)* un marco financiero integrado que incluya dos elementos centrales: el MUS y un marco común de garantía de depósitos y de resolución; *ii)* un marco presupuestario integrado; *iii)* un marco de política económica integrado y *iv)* legitimidad democrática y obligación de rendir de cuentas de los órganos rectores de la UE. Estos cuatro pilares ofrecen una arquitectura coherente y completa para la UEM que deberá establecerse durante los próximos diez años.

En el Consejo Europeo de 18 de octubre de 2012 se analizaron y desarrollaron los puntos principales

[7] SCHOENMAKER (2011); FREIXAS (2003).

[8] JAMES (2012).

[9] El Informe de los cuatro Presidentes fue publicado el 26 de junio de 2012.

del informe, y en la reunión del Consejo Europeo de 14 de diciembre de 2012 se adoptó un informe final suscrito por los cuatro presidentes en el que se proponía una hoja de ruta pormenorizada con un calendario preciso.

En los siguientes apartados se ofrece un análisis de los elementos principales del primer pilar: el «marco financiero integrado», generalmente denominado unión bancaria, el Mecanismo Único de Supervisión, el Mecanismo Único de Resolución y el sistema único de garantía de depósitos[10].

2. El Mecanismo Único de Supervisión

El 12 de septiembre de 2012, la Comisión presentó una propuesta legislativa para la creación de un Mecanismo Único de Supervisión («Reglamento del MUS») que confiere funciones específicas al BCE. En marzo de 2013, el Consejo y el Parlamento Europeo acordaron el paquete legislativo regulador del Mecanismo Único de Supervisión (MUS), que asigna al BCE un papel central en la supervisión del sector bancario. El 12 de septiembre de 2013 el Parlamento Europeo adoptó el Reglamento conforme al cual el MUS deberá estar plenamente operativo transcurrido un año. El nuevo mecanismo se basará en un marco regulador armonizado establecido en el Reglamento y la Directiva sobre Requisitos de Capital (RRC/DRC IV).

Ámbito del Mecanismo Único Supervisión

El MUS funcionará como un sistema articulado que reunirá los conocimientos técnicos y la experiencia de los supervisores nacionales y contará con un centro fuerte de toma de decisiones. Se establecerán procedimientos de descentralización adecuados, respetando la unidad del sistema de supervisión y evitando la duplicación de tareas.

La supervisión del MUS comprende el ámbito jurisdiccional (países supervisados) e institucional (entidades de crédito supervisadas).

— *Ámbito jurisdiccional:* el MUS estará integrado por el BCE y las autoridades nacionales competentes de los países de la zona del euro. Además, las autoridades nacionales competentes de los Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro podrán participar estableciendo una estrecha cooperación con el BCE, en base a la cual se conferirá a este último la responsabilidad sobre determinadas funciones de supervisión. En su calidad de autoridad central, el BCE tendrá asignadas las facultades necesarias para adoptar decisiones y aplicar las medidas que considere oportunas y responderá asimismo del funcionamiento efectivo y coherente del MUS.

— *Ámbito institucional:* el BCE adoptará todas las decisiones referidas a las entidades de crédito consideradas «importantes» de acuerdo con los criterios establecidos en el Reglamento del MUS y con una metodología que adoptará el BCE[11]. En la práctica el BCE tendrá la responsabilidad directa de la supervisión de un número limitado de entidades, aproximadamente 130, que representan el 85 por 100 del sistema financiero de la zona del euro. Los supervisores nacionales continuarán a cargo de la supervisión prudencial de entidades de crédito «menos importantes» y sucursales de terceros países (por ejemplo, EE UU y Japón) y de las actividades de supervisión de otras áreas como la protección al consumidor y la lucha contra el blanqueo de capitales.

La exclusión de las entidades de crédito «menos importantes» de la supervisión directa del BCE no significa

[10] Véase una descripción de las medidas principales previstas en el marco de los otros pilares de la unión bancaria en la comunicación de la Comisión titulada «Un plan director para una Unión Económica y Monetaria profunda y auténtica. Apertura de un debate europeo», de 28 de noviembre de 2012.

[11] En esta categoría se incluyen como mínimo las entidades de crédito *i)* cuyos activos totales tengan un valor superior a 30.000 millones de euros, *ii)* que representen más del 20 por 100 del PIB nacional (a menos que el valor de sus activos sea inferior a 5.000 millones de euros), *iii)* las tres entidades más significativas de cada país, y también *iv)* las entidades que reciban asistencia directa de la Facilidad Europea de Estabilización Financiera/el Mecanismo Europeo de Estabilidad (FEEF/MEDE). Asimismo, el BCE podrá decidir en cualquier momento supervisar directamente otras entidades de crédito si lo estima necesario.

que queden fuera del ámbito del MUS. En primer lugar, las autoridades nacionales de supervisión deberán cumplir los reglamentos, orientaciones e instrucciones generales del BCE y notificarle los procedimientos y decisiones de supervisión que adopten, sobre los que el BCE podrá expresar sus observaciones. En segundo lugar, el BCE tendrá acceso a los datos referentes a todas las entidades de crédito. En tercer lugar, el BCE podrá decidir en cualquier momento supervisar directamente las entidades de crédito menos importantes, bien por iniciativa propia, tras consultar a las autoridades nacionales, bien a petición del supervisor nacional.

Funciones y competencias principales del BCE

El marco legislativo confiere al BCE un amplio conjunto de competencias que abarcan todos los instrumentos relacionados con la supervisión microprudencial. En particular, se otorgarán al BCE todas las competencias necesarias para adoptar decisiones en todo el proceso de supervisión prudencial, es decir, la concesión y retirada de licencias bancarias, la autorización de participaciones cualificadas en entidades de crédito, la recopilación de información dentro y fuera de las entidades, las pruebas de idoneidad y adecuación, el control interno de riesgos, la validación de modelos y las competencias para traducir los resultados del proceso de supervisión en requerimientos de capital, liquidez y prudenciales de otro tipo. Asimismo, el BCE puede iniciar procedimientos de intervención temprana y aplicar medidas estructurales. El BCE también estará facultado para obtener información directa de las entidades y realizar inspecciones *in situ.*

Además, el Reglamento del MUS conferirá al BCE la potestad de poner en marcha determinadas medidas de supervisión cuando una entidad de crédito no atienda sus requerimientos. Dichas medidas serán proporcionales a la infracción y podrían incluir la retirada de la licencia bancaria. En este último caso, las garantías del procedimiento asegurarán la adecuada coordinación del BCE con las autoridades nacionales en la medida necesaria para el mantenimiento de la estabilidad financiera.

Supervisión macroprudencial

Además de este amplio conjunto de funciones microprudenciales, otro elemento importante del Reglamento del MUS es la asignación al BCE de tareas macroprudenciales. La experiencia reciente demuestra la importancia de identificar los riesgos macroprudenciales en el momento oportuno a fin de contener los riesgos sistémicos y asegurar la estabilidad financiera. Un enfoque centrado únicamente en los aspectos microprudenciales podría subestimar el componente sistémico y no permitiría tener en cuenta ni afrontar las externalidades negativas que podrían acumularse debido al aumento de los riesgos que pesan sobre el sistema en su conjunto.

El Reglamento del MUS permite a los Estados miembros tanto actuar por iniciativa propia en lo que se refiere a la aplicación de medidas macroprudenciales, como solicitar la actuación del BCE. Corresponderá también al BCE, y no a las autoridades nacionales, la facultad de aplicar medidas macroprudenciales más estrictas, conforme a lo previsto en el derecho comunitario (RRC/DRC IV), siempre y cuando se considere necesario desde el punto de vista de la estabilidad financiera de la zona del euro.

El BCE podrá aplicar cualquiera de las medidas macroprudenciales previstas en la legislación comunitaria, por ejemplo, las reservas de capital anticíclicas, las reservas frente al riesgo sistémico y los recargos de capital a las instituciones financieras de importancia sistémica[12]. El BCE podrá imponer requerimientos mayores, pero no inferiores a los establecidos por las autoridades nacionales. Las autoridades nacionales también podrán aplicar medidas idénticas o proponerlas al BCE. Los instrumentos macroprudenciales no regulados por el derecho comunitario, como las relaciones préstamo-

[12] Los instrumentos macroprudenciales definidos en el RRC comprenden además el nivel de recursos propios, los requerimientos de liquidez, los requerimientos frente a grandes exposiciones, el nivel del colchón de conservación de capital, los requerimientos de información pública, las exposiciones dentro del sector financiero y las ponderaciones de riesgo para hacer frente a burbujas de activos en el sector inmobiliario.

renta y préstamo-valor, permanecerán bajo la responsabilidad exclusiva de las autoridades nacionales.

La asignación de funciones macroprudenciales específicas al BCE es un elemento importante, puesto que los riesgos macro y microprudenciales pueden reforzarse mutuamente. Tanto las autoridades nacionales como el BCE deben mantenerse informados de sus intenciones antes de adoptar cualquier decisión. Esta responsabilidad compartida se explica por las diferencias en los ciclos económicos de los Estados miembros y permitirá hacer frente a las inquietudes relativas a la estabilidad financiera en el nivel adecuado.

Independencia y rendición de cuentas

La atribución de las nuevas funciones supervisoras al BCE no alterará su independencia en la ejecución de la política monetaria.

El propio Tratado protege dicha independencia, salvaguardada además por el Reglamento del MUS, que establece una clara separación entre la política monetaria y las tareas de supervisión, las cuales serán encomendadas a un nuevo órgano rector (el Consejo de Supervisión) y ejecutadas independientemente de la primera. El BCE seguirá rindiendo cuentas sobre la política monetaria conforme a lo dispuesto en el Tratado y en los Estatutos del BCE/SEBC (informe anual, audiencias periódicas del Presidente ante el Parlamento Europeo).

En lo que respecta a las nuevas funciones de supervisión, el traspaso de competencias de los Estados miembros a la Unión se acompañará y compensará con la introducción de un nuevo marco específico e independiente de rendición de cuentas ante el Parlamento Europeo, el Eurogrupo y los parlamentos nacionales. La aplicación de tales obligaciones de rendición de cuentas al presidente del Consejo de Supervisión (y no al presidente del BCE) es una consecuencia clara de la separación entre la política monetaria y las actividades de supervisión, evita cualquier confusión entre ambos conjuntos de tareas, también en su percepción por el público, y protege aún más la independencia del BCE.

Más concretamente, se presentará a las instituciones comunitarias un informe anual específico sobre las nuevas funciones. Asimismo, el presidente del Consejo de Supervisión participará en audiencias *ad hoc* del Parlamento y el Eurogrupo, y mantendrá conversaciones a puerta cerrada sobre las tareas supervisoras del BCE con el presidente y los vicepresidentes de los comités competentes, conforme a las modalidades que el BCE y el Parlamento acuerden[13]. El BCE acoge muy favorablemente este nivel, sin precedentes, de rendición de cuentas sobre las funciones de supervisión, que permitirá una interacción constante con los representantes elegidos por los ciudadanos europeos.

Además, en sus nuevas funciones, el BCE será objeto de auditorías internas y externas, incluidas las del Tribunal de Cuentas Europeo, y sus decisiones de supervisión podrán ser revisadas por el Tribunal de Justicia de la Unión Europea.

Preparativos internos del Banco Central Europeo

Los preparativos técnicos para la puesta en marcha del MUS comenzaron en septiembre de 2012. Se ha creado un grupo de alto nivel encabezado por el presidente del BCE y apoyado por un grupo de trabajo presidido por el Director General de Estabilidad Financiera del BCE. Dentro de este grupo de trabajo se han establecido cinco subgrupos formados por expertos de alto nivel procedentes de las autoridades nacionales y encargados de los preparativos para el MUS con el apoyo del BCE. Estas estructuras están trabajando para elaborar un mapa del sistema bancario de la zona del euro, resolver cuestiones legales, preparar una plantilla para la presentación de información de

[13] El Reglamento del MUS también otorga al Parlamento Europeo un papel importante en el nombramiento y la destitución del presidente y el vicepresidente del Consejo de Supervisión.

supervisión, elaborar un modelo y un manual de supervisión, y diseñar y poner en práctica la evaluación integral de los balances antes de que el BCE asuma sus competencias supervisoras.

Actualmente, un total de 78 personas en comisión de servicios procedentes de las autoridades nacionales de supervisión, y sin coste alguno para el BCE, prestan asistencia en los trabajos preparatorios. Tras la aprobación del Reglamento por el Parlamento Europeo comienza el proceso general de contratación (aproximadamente 1.000 nuevos empleados, de los que 700 aproximadamente trabajarán en supervisión).

El Reglamento del MUS exige al BCE una evaluación integral de las entidades de crédito que supervisa directamente. Dicha evaluación se apoyará en tres pilares: una evaluación del riesgo, una evaluación de los balances y una prueba de resistencia. Conjuntamente, estos elementos aportarán una visión global de sus balances. Este ejercicio se realizará antes de la puesta en marcha del MUS.

El BCE mantiene una coordinación estrecha con la Autoridad Bancaria Europea (ABE), que emitirá recomendaciones a las autoridades nacionales sobre los análisis de la calidad de los activos, pero no realizará evaluaciones propias. El BCE mantiene su plena independencia en lo que respecta al diseño y la realización de su evaluación de los balances.

Un aspecto fundamental que deberá tenerse en cuenta en el momento inicial es la manera de abordar los resultados de la evaluación, particularmente para asegurar que existan medidas de respaldo adecuadas a nivel nacional y/o europeo. Se están manteniendo debates dentro del grupo de trabajo del Eurogrupo y directamente con el BCE, los cuales deberían continuar a fin de preparar sistemas de respaldo adecuados. Un sistema de respaldo público de este tipo debería utilizarse como último recurso una vez agotados todos los medios privados de recapitalización y debería tener carácter temporal.

Las medidas de respaldo financiero destinadas a recapitalizar entidades débiles deberían ponerse en marcha antes de que el BCE y la ABE analicen la calidad de los activos y realicen sus pruebas de resistencia. Para apoyar la credibilidad de todo el proceso, es esencial que tanto los mercados y el supervisor como los Gobiernos sepan qué ocurrirá si existen déficits de capital. Dado que una inyección directa del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) no se contempla como opción en esta ronda de análisis, es importante destacar que el BCE, como su presidente ha señalado repetidamente, no puede realizar esta evaluación integral sin saber qué ocurrirá en caso de que existan tales déficits.

Principales ventajas y retos del Mecanismo Único de Supervisión

Se espera que la creación del MUS favorezca la estabilidad y la integración financieras en la Unión a corto y a medio y largo plazo. A corto plazo, el principal beneficio del MUS es el desacoplamiento de la financiación de los emisores soberanos y de las instituciones financieras. Una supervisión imparcial y centralizada permitirá al MEDE recapitalizar directamente las entidades de crédito, siempre que cumplan determinadas condiciones.

A medio y largo plazo, el MUS representa un importante salto respecto de la supervisión que se realizaba a nivel nacional, que solo preveía mecanismos de coordinación limitados. Un MUS que funcione de manera independiente con un mandato y una perspectiva europeos debería ayudar a restablecer la confianza en el entorno bancario. La mejora de la confianza debería facilitar la recuperación de los mercados interbancario y de crédito en la zona del euro, y, junto con los otros dos elementos de la unión bancaria, debería contribuir significativamente a la integración financiera.

Asimismo, la creación del MUS permitirá uniformizar la intensidad de las normas de supervisión y una mayor convergencia de las prácticas supervisoras. En primer lugar, dentro de los Estados miembros participantes, las entidades de crédito se regirán por el manual de supervisión del MUS, que contendrá un conjunto de prácticas y un punto de contacto únicos para todas las cuestiones relacionadas con la supervisión. En segundo lugar, den-

tro de la Unión, los grupos bancarios se beneficiarán del fortalecimiento de la convergencia reguladora y supervisora que resultará de la aplicación del manual de supervisión único que la ABE está elaborando en colaboración con el BCE, lo que asegurará una verdadera igualdad de condiciones en todo el mercado único.

En cuanto a los retos a los que se enfrenta el BCE, el más importante a corto plazo es garantizar la plena operatividad del MUS en el plazo previsto en el Reglamento (12 meses después de la entrada en vigor de la normativa). En este contexto, el BCE tendrá que adoptar una serie de actos jurídicos para poner en práctica el Reglamento del MUS. Más concretamente, el BCE, en cooperación con las autoridades supervisoras nacionales, tendrá que definir (tras el correspondiente proceso de consulta pública) y publicar un marco relativo a la organización de las actividades supervisoras dentro del MUS, así como un manual de supervisión que incluya un modelo de evaluación del riesgo que garantice una evaluación uniforme de los riesgos identificados dentro del MUS. Por tanto, el principal reto al que se enfrenta el BCE será diseñar, en un período de tiempo muy limitado, un marco sólido que permita una supervisión efectiva y eficiente durante los próximos años.

3. Los otros pilares: el mecanismo único de resolución y el sistema único de garantía de depósitos

El Mecanismo Único de Resolución

El mecanismo único de resolución (MUR) constituye el segundo pilar de la unión bancaria. Debería organizarse en torno a una autoridad única de resolución encargada de la resolución ordenada de las entidades en quiebra, a fin de evitar que sus dificultades se transmitan a otras entidades, lo que afectaría a la estabilidad financiera europea. Especialmente en el caso de las entidades que operan a escala transfronteriza, la autoridad única aseguraría la adopción de decisiones de resolución oportunas y, en general, al menor coste. De este modo se superaría la experiencia de la crisis, en la que los problemas de cooperación y los sesgos nacionales encarecieron los costes de resolución y produjeron resultados subóptimos.

El MUR es el complemento necesario del MUS y viceversa. Juntos contribuirán a deshacer el vínculo entre las entidades de crédito y los emisores soberanos. El MUS realizará una evaluación oportuna e imparcial de la necesidad de proceder a la resolución, dado que el supervisor único deberá determinar si una entidad está en quiebra o es probable que quiebre. En este punto, la autoridad única de resolución garantizará una actuación rápida y eficiente. De esta manera, las decisiones relativas a la supervisión y la resolución se adoptarán al mismo nivel, evitando los incentivos inadecuados que podrían derivarse de la transferencia de la supervisión al nivel europeo mientras que la responsabilidad de la resolución se mantiene en el nivel nacional.

En este contexto, el rápido establecimiento del MUR fue señalado acertadamente en el segundo semestre de 2013 como una prioridad fundamental. A petición del Consejo Europeo, la Comisión Europea presentó una propuesta legislativa en relación con el MUR el 10 de julio de 2013. La propuesta está basada en el artículo 114 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, por lo que no es necesario modificar el Tratado.

En virtud de esta propuesta, la Comisión tendrá la potestad última para decidir si proceder o no a la resolución de una entidad de crédito. También decidirá sobre el marco de las medidas de resolución que se vayan a aplicar. Un organismo comunitario independiente de nueva creación, denominado Junta Europea de Resolución, adoptará decisiones de resolución concretas y ordenará a las autoridades nacionales su puesta en práctica conforme a la decisión inicial de la Comisión. La Junta también se encargará de planificar la resolución y evaluar las posibilidades al respecto. Otro componente importante de la propuesta del MUR es la creación de un fondo europeo de resolución bancaria, que estará a disposición de la Junta y será financiado mediante contribuciones *ex ante* del sector financiero, con la posibilidad de recurrir

a contribuciones adicionales *ex post* si fuera necesario.

La propuesta de la Comisión contiene tres elementos esenciales para la resolución efectiva, a saber: a) un sistema único, b) una autoridad única, y c) un fondo único.

Conforme a lo previsto en la propuesta de la Comisión, el MUR debería organizarse en torno a una autoridad única de resolución fuerte e independiente que debería tener capacidad decisoria suficiente para adoptar medidas de resolución en aras de la estabilidad de la zona del euro y la Unión en su conjunto. En el proceso de adopción de decisiones han de tenerse en cuenta las características específicas de cada situación de resolución, lo que permitirá en particular actuar con rapidez y eficacia, incluso en un plazo muy breve si fuera necesario. Dicho proceso deberá estar basado en una planificación adecuada de la resolución.

En este contexto, la autoridad única necesita las competencias, los instrumentos y los recursos financieros adecuados para la resolución de las entidades conforme a lo previsto en el proyecto de Directiva sobre el rescate y la resolución de entidades bancarias. Por tanto, es indispensable que dicha Directiva sea aprobada a finales de 2013 como muy tarde, y es una buena señal que el ECOFIN haya acordado el 27 de junio un enfoque general del Consejo sobre la misma.

Las necesidades financieras que se derivan de la resolución hacen esencial que la autoridad única tenga acceso a un fondo europeo de resolución bancaria, como prevé la propuesta de la Comisión. Cabe señalar que, con objeto de ahorrar fondos públicos, este fondo deberá financiarse con contribuciones *ex ante* basadas en el riesgo aportadas por todas las entidades de crédito sujetas al MUR, que serán complementadas con contribuciones *ex post* cuando sea necesario. Además, debería disponerse de un sistema de respaldo público, temporal y fiscalmente neutral que podría prestarse en forma de línea de crédito al fondo europeo de resolución bancaria.

En vista de la complementariedad entre el MUS y el MUR, el ámbito de aplicación del MUR debería abarcar todos los Estados miembros participantes en el MUS. Asimismo, el marco previsto para el MUR debería disponer de lo necesario para la coordinación estrecha entre la función de resolución del MUR y la función de supervisión del MUS, asegurando al mismo tiempo el cumplimiento y respeto de las responsabilidades institucionales respectivas.

En aras de una clara asignación y separación de responsabilidades entre las funciones de supervisión y resolución dentro de la Unión, el BCE, en su nuevo papel de supervisor dentro del MUS, no debería participar en las votaciones de la Junta Europea de Resolución. Aunque la participación del BCE en las reuniones de la Junta sería beneficiosa en vista de la intensa cooperación necesaria y el valor añadido que la perspectiva de supervisión representa; la adopción de decisiones en materia de resolución debe estar claramente separada del ámbito de la supervisión a fin de reflejar con precisión la diferencia entre ambas funciones.

La entrada en vigor del Reglamento del MUR está prevista para mediados de 2014 y debería estar plenamente operativo el 1 de enero de 2015. Este calendario coincidiría con la puesta en marcha, prevista para 2015, del futuro marco europeo de resolución —la Directiva sobre el rescate y la resolución de entidades bancarias— y el MUS. Dado el carácter complementario del MUS y el MUR, el establecimiento puntual de ambos será un logro importante en el camino hacia una unión bancaria.

Hacia un sistema europeo de garantía de depósitos

El tercer pilar de una unión bancaria completa será un sistema común de protección de los depósitos[14]. En un principio, la adopción de la propuesta de la Comisión sobre sistemas de garantía de depósitos servirá de punto de partida para lograr un marco armonizado que interconecte los sistemas nacionales de garantía y fortalezca

[14] Una primera medida urgente sería la adopción de la Directiva sobre sistemas de garantía de depósitos; véase el punto 8 de las conclusiones del Consejo Europeo de 13 y 14 de diciembre de 2012 sobre la realización de la Unión Económica y Monetaria, en las que se urge a su adopción antes de junio de 2013.

la confianza en ellos. La Comisión Europea realizó un examen exhaustivo del marco de sistemas de garantía de depósito en julio de 2010. Debido a las posibles interacciones con la Directiva sobre el rescate y la resolución de entidades bancarias, las negociaciones entre el Consejo y el Parlamento Europeo quedaron congeladas en el verano de 2011. Dado los progresos realizados en relación con la Directiva sobre el rescate y la resolución de entidades bancarias, está previsto ahora que la Directiva sobre sistemas de garantía de depósitos esté lista para finales de 2013.

Cuando la supervisión y la resolución bancarias pasen al nivel europeo, el sistema único de garantía de depósitos será menos urgente. Gracias a la jerarquía financiera (*pecking order*) establecida en la Directiva sobre el rescate y la resolución de entidades bancarias, se necesitarán menos fondos para compensar a los depositantes en casos extremos. Por lo pronto, el marco para el rescate y la resolución de entidades de crédito, que será adoptado en breve, prevé un trato favorable para los depositantes, por lo que la necesidad de compensarles será mucho menos frecuente. Esto significa que solo habrá que recurrir a los sistemas nacionales de garantía en casos absolutamente extremos.

Asimismo, la revisión de la Directiva sobre sistemas de garantía de depósitos se propone armonizar los sistemas nacionales de garantía y dotarles de más recursos. Ambos aspectos contribuirán a garantizar que dichos sistemas cuenten con fondos suficientes.

Así pues, el Mecanismo Único de Supervisión y el Mecanismo Único de Resolución serán fundamentales para la confianza y la estabilidad.

4. Conclusiones

La crisis financiera ha puesto de manifiesto la inestabilidad del sector financiero y ha conducido a la economía europea a la recesión. También ha dado lugar a un replanteamiento, necesario desde hace tiempo, del sistema europeo de regulación y supervisión bancaria, que de otra forma no se habría producido, y a este respecto representa una oportunidad de mejora. En los últimos meses se han logrado importantes avances en la reforma del marco regulador y supervisor. La Unión Europea lidera el cumplimiento de los compromisos de reforma de la reglamentación financiera mundial, particularmente con la aplicación del Reglamento RRC y la Directiva DRC IV (que trasponen los acuerdos de Basilea III al derecho comunitario) y el fortalecimiento del marco de supervisión institucional de la Unión. Sin embargo, los progresos en la reforma del marco regulador y supervisor deben continuar en áreas esenciales, como el establecimiento de una autoridad de resolución y un fondo de garantía con acceso a medidas de respaldo comunes. Más recientemente, el caso de Chipre demuestra por qué la creación de una unión bancaria creíble es tan urgente. Así pues, una transición completa a esta arquitectura comunitaria es esencial para garantizar una estabilidad financiera duradera, así como para respaldar la unión monetaria y el mercado único de servicios financieros en la UE. Por último, el fortalecimiento de la Unión Económica y Monetaria debería acompañarse también de estructuras de gobernanza y rendición de cuentas reforzadas, a fin de mantener la confianza de los ciudadanos.

Referencias bibliográficas

[1] CLAESSENS, S.; HERRING, R. y SCHOENMAKER, D. (2010): «A Safer World Financial System: Improving the Resolution of Systemic Institutions», 12th Geneva Report on the World Economy, Londres.

[2] FREIXAS, X. (2003): «Crisis Management in Europe» en KREMERS, J.; SCHOENMAKER, D. y WIERT, P. (eds), «Financial Supervision in Europe», Cheltenham: Edward Elgar, 102-119.

[3] GOODHART, C. (2010): «How Should we Regulate Bank Capital and Financial Products? What Role for Living Wills?» en ADAIR TURNER y otros, The Future of Finance: The LSE Report, London School of Economics and Political Science.

[4] JAMES, H. (2012): «Making the European Monetary Union», Harvard University Press.

[5] KAPOOR, S. (2010): «The Financial Crisis – Causes and Cure», Redefine books.

[6] SCHOENMAKER, D. (2011): «The Financial Trilemma», en Economics Letters 111, 57-59.

COLEGIO DE

ECONOMISTAS

MADRID

La revista **Economistas** es la publicación del **Colegio de Economistas de Madrid**. Su periodicidad es trimestral, con tres números ordinarios y uno extraordinario.

Los números **ordinarios** son monográficos.

El número **extraordinario** recoge el análisis y la valoración de la economía española en el año anterior y sus perspectivas para el año en curso. Se presenta como un plural y completo balance del año, realizado por un amplio grupo de especialistas y estructurado en diez áreas del ámbito económico.

Información, ventas y suscripciones:
Colegio de Economistas de Madrid
Flora, 1 – 28013 Madrid
Tel. 91 559 46 02 Fax 91 559 29 16
revista.economistas@cemad.es
www.revistaeconomistas.com

Nadia Calviño Santamaría*

REFORMA DE LA REGULACIÓN FINANCIERA EUROPEA: RETOS FUTUROS

La Unión Europea ha respondido decididamente a la crisis financiera desde su inicio mediante un ambicioso programa de regulación del sector, esencialmente basado en los acuerdos suscritos en el ámbito del G20 y con el objetivo de reforzar las exigencias de solvencia, transparencia y gobierno corporativo, y mejorar la supervisión de los agentes económicos y los mercados. Además, la extensión de la crisis financiera a los mercados de deuda pública ha puesto de manifiesto la vulnerabilidad de nuestra unión monetaria. En respuesta, los líderes europeos han puesto en marcha un proceso para la creación de una unión bancaria basada en la integración a nivel supranacional de la supervisión bancaria y de las decisiones relativas a la resolución de los bancos no viables. Si bien estos procesos han contado con apoyo decidido de todas las instituciones, dentro y fuera de Europa, y se han producido avances muy importantes en un plazo relativamente corto, todavía quedan proyectos por aprobar y normas por transponer a nivel nacional.

Palabras clave: *crisis, servicios financieros, bancos, derivados financieros, mercado interior, regulación financiera, unión bancaria, supervisión, resolución bancaria, zona euro.*
Clasificación JEL: *G180*

1. Introducción

Al detectarse los primeros síntomas de la crisis financiera, en el verano de 2007, muchos analistas consideraron que se trataría de un ajuste intenso y rápido de los mercados. Algunos temían el desencadenamiento de *shocks* para el sistema en su conjunto que podían poner fin a décadas de estabilidad y crecimiento. Muchos en Europa confiaban en que, más allá de algunos operadores que se habían aventurado en el mercado de los derivados «tóxicos» originados al otro lado del Atlántico, los mercados a esta orilla estaban protegidos, gracias a una banca universal de orientación minorista menos expuesta a los riesgos globales.

Seis años más tarde la crisis, que se inició con el estallido de la burbuja *subprime* en Estados Unidos, ha golpeado a la economía europea, empezando por los bancos, trasladándose a la economía real y transformándose, a partir de 2011, en una crisis de la deuda pública particulamente grave en la zona euro. El progresivo empeoramiento de la situación ha terminado rompiendo con décadas de integración financiera y

* Directora General Adjunta de Mercado Interior y Servicios. Comisión Europea.

poniendo en cuestión al propio proceso de unión económica y política en Europa.

Como siempre ocurre con las grandes catástrofes, no existe una única causa de la crisis. En un entorno macroeconómico de liquidez abundante, bajos tipos de interés y grandes desequilibrios, fallaron todos los mecanismos de estabilización y contención: la regulación de los mercados, la dirección de los bancos, los incentivos de los operadores, la supervisión y los sistemas de seguridad basados en auditoría o *ratings* de riesgo. Y todos estos fallos se produjeron a nivel mundial, mientras que las normas y los sistemas de control se fijaban y supervisaban en el ámbito nacional.

A pesar de los esfuerzos para identificar una medida única que pueda poner fin a la crisis y evitar su repetición, lo cierto es que no existe una solución simple que pueda ejecutarse rápidamente a nivel nacional. Ello explica que, desde el inicio de la crisis, las autoridades hayan buscado una respuesta coordinada que vinculase a las principales jurisdicciones del mundo en torno a un programa claro de reforma de la regulación y supervisión, un programa que permitiese construir un nuevo marco de actuación para todos los mercados, los agentes económicos y los productos.

En este contexto, la lista de iniciativas normativas en el programa de la Comisión Europea[1] tiene tres objetivos principales: en primer lugar, la aplicación de los compromisos asumidos a nivel global, en el seno del G20. En segundo lugar, responder a las causas de la crisis específicamente europeas, estableciendo una regulación más exigente y armonizada, con reglas comunes y una estrecha coordinación a la supervisión en el conjunto de la Unión, en ámbitos hasta ahora regulados a nivel nacional. Y finalmente, la superación de los problemas de segmentación de los mercados financieros en la zona euro mediante la cobertura de las lagunas en el marco institucional para la supervisión y gestión de crisis bancarias; la creación de una unión bancaria.

Si bien hasta ahora Estados Unidos y Europa han liderado, junto a Japón, los flujos financieros mundiales, en las últimas décadas han ido desarrollándose los mercados en otras jurisdicciones, como Singapur y Hong Kong. Además, las nuevas potencias económicas mundiales, como Brasil, Rusia, la India o China, han ido ganando influencia también en este terreno. Todo ello hace que el G20 y, en concreto, un órgano especializado en regulación financiera relativamente poco conocido, la Financial Stability Board (FSB), se erigiese desde el principio de la crisis como el foro principal para discutir y acordar posibles soluciones globales.

En este marco, los supervisores y reguladores mundiales, liderados por los principales bancos centrales, han establecido numerosos foros y grupos de trabajo, que se reúnen de forma casi permanente para tratar de establecer las normas que deben, después, aplicar las distintas jurisdicciones. Alrededor de las diferentes cumbres celebradas a lo largo y ancho del mundo, se han ido produciendo sucesivos comunicados públicos que reflejan, con un lenguaje más o menos ambicioso, el progreso de las discusiones. Aunque el terreno cubierto es muy amplio, y va desde las normas contables a la cooperación de supervisores, el proceso del G20 ha conseguido acuerdos importantes y claros en los dos ámbitos que estuvieron en el origen de la crisis: los bancos y los derivados financieros.

Muchas de las causas de la crisis financiera tienen un origen global, pero es indudable que parte de ellas y, sobre todo, sus consecuencias en términos de recesión económica e inestabilidad política, están ligadas a características específicas de la Unión Europea. La más importante es el hecho de que, frente a otras jurisdicciones, Europa está inmersa en un proceso de integración económica todavía no terminado. Desde el punto de vista institucional ello implica que, hasta el momento, la UE carece de un tesoro único, un banco central único y un supervisor único de las instituciones financieras sistémicas. Además, la ausencia de una jurisdicción única supone que las reglas no son igua-

[1] http://ec.europa.eu/internal_market/publications/docs/financial-reform-for-growth_en.pdf.

les en los 28 Estados miembros, que existen diferencias más o menos grandes en la regulación del acceso al mercado, las reglas prudenciales o la protección de inversores y consumidores.

Esta heterogeneidad tiene importantes efectos sobre el funcionamiento del mercado. Por una parte, pone a las empresas en una posición competitiva diferente: aquellas que operan con reglas más laxas tienen una ventaja para competir. Además, supone que los operadores puedan beneficiarse del arbitraje regulatorio, desplazando su actividad a las jurisdicciones con reglas menos exigentes. La multiplicidad de normas dificulta, también, el surgimiento de operadores verdaderamente paneuropeos y claramente encarece la expansión a través de las fronteras, dificultando la explotación de las economías de escala derivadas de un mercado integrado de 500.000.000 de ciudadanos y 23.000.000 de empresas. Finalmente, la existencia de normas distintas hace difícil la comparación de la situación financiera de las empresas y por tanto impide tener una visión precisa de su salud y de los riesgos del sistema en su conjunto.

Todas estas razones han llevado a que, además de la aplicación de los acuerdos internacionales, la agenda regulatoria europea incluya un importante número de iniciativas orientadas a la creación de un conjunto de reglas o reglamento único (*single rule book*) para todos los mercados y operadores en la Unión Europea, que garantice un nivel elevado de reglas prudenciales, transparencia y protección de los consumidores. Además, desde el inicio de la crisis se han dado pasos muy importantes en la creación de un sistema europeo de supervisión que, en torno a un conjunto de agencias comunitarias, permitiese ir más allá de la mera coordinación de los supervisores nacionales.

Además de estas medidas destinadas a favorecer el desarrollo o afianzamiento del mercado único de capitales y servicios financieros, la transmisión de la crisis financiera a los mercados de deuda y los devastadores efectos en términos de estabilidad, confianza e integración en la zona euro exigió un último grupo de medidas de corte más estructural. En concreto, en un plazo muy corto, de poco más de un año, se ha puesto en marcha el proceso para la creación de un mecanismo único para la supervisión y gestión de crisis bancarias en la zona euro, que trata de poner las bases para garantizar una unión monetaria estable y sólida en Europa.

Dado el papel del sector financiero en la economía europea y el impacto del marco normativo sobre su funcionamiento, resulta oportuno reflexionar sobre la respuesta a la crisis europea en términos de regulación financiera. Con este fin, en el segundo apartado se repasan las principales medidas de ejecución de acuerdos internacionales en los ámbitos de bancos y derivados. En el tercer apartado se analizan las medidas específicamente europeas, prestando una atención especial en el cuarto apartado a los proyectos relativos al establecimiento de la unión bancaria. Finalmente, a modo de conclusión se apuntan algunas reflexiones sobre los retos principales de este proceso en la actualidad.

2. Aplicación en Europa de los compromisos del G20: regulación de bancos y de derivados financieros

El primer objetivo de la agenda regulatoria europea ha sido la aplicación de los acuerdos suscritos a nivel mundial en el seno del G20. Como se ha señalado estos acuerdos contienen reglas claras en el ámbito bancario, con exigencias prudenciales (Acuerdos de Basilea) y principios para la gestión de crisis bancarias (*key atributes for bank resolution*), así como en el terreno de los mercados de derivados financieros.

Reglas prudenciales bancarias: los Acuerdos de Basilea

Por lo que respecta a la regulación de los bancos, el principal foro de coordinación internacional es el comité de Basilea. Allí se llegaron a los primeros acuerdos sobre exigencias mínimas de capital en 1988 y se modificaron en 2004 para adaptar el capital exigido al riesgo correspondiente para cada tipo de activo en lo que se conoce

como el «paquete Basilea». Nada más estallar la crisis, allí se acordó un ajuste al alza de las exigencias de capital para los activos en la cartera de titulizaciones, vehículos fuera del balance y exposiciones al *trading book*, «Basilea 2,5», y en diciembre de 2010 allí se concluyó un nuevo paquete de exigencias prudenciales conocidas como «Basilea III» que conforman la principal respuesta global a la crisis del sistema bancario.

Estas nuevas reglas tienen por objeto el aumento de las exigencias de capital mínimo, así como la calidad del mismo para la absorción de pérdidas. Para ello, el paquete de Basilea III desgrana a lo largo de 347 páginas las reglas detalladas a aplicar a cada tipo de inversión, a cada tipo de crédito, a cada tipo de contraparte. Además, dado que la crisis puso de relieve las carencias de capital, pero también la mala gestión de la liquidez y el excesivo apalancamiento de los bancos, este paquete incluye por primera vez exigencias mínimas en cuanto a la gestión a corto y largo plazo de la liquidez de los bancos (*liquidity coverage ratio* y *net stable funding ratio*) y contempla la introducción de una ratio máxima de apalancamiento (*leverage ratio*).

Los acuerdos globales prevén la aplicación progresiva de las normas hasta 2019 y un calendario de introducción por fases de las nuevas ratios, con períodos de observación para la adecuada calibración de las ratios.

En el caso de la Unión Europea, el acuerdo de Basilea III se ha traducido en un paquete que incluye un reglamento y una directiva de exigencias de capital, propuesto por la Comisión Europea en junio de 2011 y finalmente acordado por los colegisladores, el Consejo y el Parlamento Europeo, en diciembre de 2012 y en vigor desde julio de 2013[2]. La Directiva deberá ser traspuesta en las normas de los 28 Estados miembros de forma que las nuevas normas sean de aplicación el 1 de enero de 2014.

Por lo que se refiere al otro lado del Atlántico, los múltiples reguladores y supervisores estadounidenses nunca lograron ponerse de acuerdo para el paso a la aplicación de las normas del paquete Basilea 2 a los principales bancos. El ajuste de Basilea 2.5 se aplicó con notable retraso con respecto a Europa; algunas de sus disposiciones se incorporarán en el futuro y otras han sido efectivas solamente a partir enero de 2013. Sin embargo, la aplicación de Basilea III parece que se producirá dentro del calendario prefijado, ya que muy recientemente se han publicado las propuestas para la aplicación de las exigencias de capital y las reglas de liquidez[3], junto con límites adicionales al apalancamiento[4].

Gestión de crisis bancarias: los *key atributes*

Una de las principales lecciones de los últimos años es la necesidad de disponer de mecanismos ágiles para poder gestionar las crisis bancarias sin que ello lleve a poner en riesgo la estabilidad del sistema financiero y de la economía en su conjunto. La caída del banco Lehman Brothers en EE UU, el 15 de septiembre de 2008, puso en jaque al sistema financiero mundial. Cinco años más tarde todavía están abiertos cientos de litigios relativos a su quiebra, con un coste directo que los acreedores estiman en más de 300.000 millones de dólares y un coste indirecto incalculable en términos de crecimiento económico y bienestar a nivel mundial.

Dado que el negocio bancario se sustenta en la confianza, y las entidades financieras son por naturaleza gestoras de riesgo y transformadoras de liquidez, las crisis bancarias se caracterizan por la velocidad de aceleración una vez se inician las dudas sobre la solvencia de una entidad. La interdependencia de cada entidad individual con otras instituciones financieras y

[2] «Paquete CRR4/CRD4»: Directiva 2013/36/EU, Reglamento (EU) No 575/2013.

[3] http://www.federalreserve.gov/FR_notice_lcr_20131024.pdf

[4] http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/FR-2013-10-11/html/2013-21653.htm, https://www.federalregister.gov/articles/2013/08/20/2013-20143/regulatory-capital-rules-regulatory-capital-enhanced-supplementary-leverage-ratio-standards-for.

empresas lleva a un inmediato contagio a la economía real y, además, la rápida pérdida de valor de los activos y pasivos afectados genera costes exponenciales de un largo proceso de liquidación.

Estas características no encajan bien con el procedimiento concursal normal y exigen un sistema específico de restructuración y liquidación, que permita mantener el funcionamiento de los servicios esenciales en el conjunto del sistema financiero (gestión de pagos, flujo de liquidez, acceso a los depósitos) mientras que se acometen, con rapidez, los problemas del banco en crisis; esto es lo que se conoce en el ámbito de la regulación financiera como proceso de «resolución bancaria».

A pesar de que Estados Unidos está a la vanguardia en este terreno, gracias a las importantes instituciones y normas adoptadas a nivel federal con ocasión de la crisis del 29 y, sobre todo, la muy respetada *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC), esta crisis puso de manifiesto un importante número de lagunas en cuanto a la respuesta a la crisis de bancos sistémicos al otro lado del Atlántico. Estas lagunas llevaron al Gobierno a inyectar recursos públicos en los bancos para evitar un colapso cuyas consecuencias parecían inmanejables al no disponer de instrumentos legales ni económicos para encauzar el proceso.

En cuanto a Europa, el derecho concursal nacional se ha venido aplicando con carácter general a los bancos, sin que existiesen hasta ahora normas específicas, o redes de seguridad, ni a nivel nacional ni mucho menos comunitario, aparte de los Fondos de Garantía de Depósitos más o menos dotados en distintos Estados miembros. Ello explica las respuestas parciales, no coordinadas y extraordinariamente costosas, que los distintos Estados miembros han ido dando a los bancos en crisis en estos últimos años. Siempre con cargo al sector público en ausencia de un marco normativo que diese la seguridad jurídica para poder hacer contribuir a los acreedores de los bancos al borde de la quiebra. Este proceso no solo ha puesto a los bancos en posiciones desiguales para competir en el mercado único, sino que ha generado notables tensiones y retrasos, particularmente importantes en el caso de bancos transnacionales[5].

Además, el esfuerzo por evitar los riesgos de la quiebra de los bancos más grandes ha causado uno de los principales daños colaterales de la crisis: el surgimiento de un grupo de entidades que se consideran «sistémicas», es decir, cuya quiebra es prácticamente imposible dado que son demasiado grandes para caer (*too big to fail* o TBTF). Y, con ello, el reconocimiento implícito de que dichas entidades deberán ser rescatadas por el contribuyente en caso de entrar en crisis, con las consiguientes implicaciones económicas y políticas.

La importancia de disponer de normas claras y comunes para los bancos a nivel mundial llevó a intensos trabajos en el seno del G20, que culminaron con la aprobación en octubre de 2011 de los principios generales que deben inspirar las normas de resolución, que se conocen como *Key Atributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions*[6] . Estos principios tratan de definir los requisitos de un sistema que pretenda hacer posible la resolución de entidades financieras evitando la generación de riesgos para la estabilidad del sistema y la exposición de los contribuyentes a los costes del proceso. Para ello se debe garantizar que la restructuración de los bancos no perturba la continuación de sus funciones vitales, y se realiza principalmente con cargo a los accionistas y acreedores de la entidad financiera en crisis, con pleno respeto de un orden de prelación predeterminado. El modelo ha de contar con una autoridad de resolución con poderes extensivos y un marco jurídico claro que determine desde el ámbito de aplicación (qué entidades están cubiertas) hasta los procedimientos de prevención y resolución, pasando por el sistema de financiación o la coordinación internacional para bancos globales.

[5] Los casos de FORTIS, DEXIA y, más recientemente, del LAIKI bank, son paradigmáticos en este sentido.

[6] http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_111104cc.pdf.

En este marco, Estados Unidos ha reforzado su procedimiento de gestión de crisis bancarias en el Título II de la *Dodd-Frank Act*[7]. Así, esta institución, que ha tenido un papel muy importante en la protección de los depositantes y la resolución de entidades de pequeño o mediano tamaño en las diferentes crisis del Siglo XX, se convierte también en la autoridad de resolución para los grandes bancos sistémicos.

En cuanto a la Unión Europea, la principal norma para la ejecución de los principios internacionales es la propuesta de Directiva de Recuperación y Resolución Bancaria[8], presentada en julio de 2012 y actualmente en avanzado proceso de negociación por los colegisladores. Esta Directiva está basada en el principio de que todos los bancos han de estar sujetos a un marco similar en caso de crisis. Si bien la normativa concursal debe aplicarse en general a aquellos bancos más pequeños, este proyecto de Directiva establece un procedimiento especial para la restructuración y liquidación de aquellas entidades cuya quiebra genere riesgos para la estabilidad del sistema financiero en su conjunto, sin que ello requiera la utilización de recursos públicos.

Con este objeto, el proyecto de directiva establece un marco para la prevención de las crisis, la intervención temprana en las entidades en dificultades, y, si todo eso falla, normas comunes para la resolución de los bancos. En particular, las autoridades de resolución han de disponer de un conjunto de poderes e instrumentos que van desde la venta o separación de activos del banco hasta la creación de un banco puente, pasando por la absorción de pérdidas por parte de los acreedores mediante la regulación de las quitas; lo que se conoce como el *bail in*. Además, el proyecto requiere a los Estados miembros para constituir un Fondo de Resolución financiado con contribuciones de las entidades financieras, que pueda proporcionar la liquidez privada necesaria para abordar el proceso de restructuración.

Si bien las negociaciones no han terminado, y está pendiente el acuerdo sobre temas fundamentales como el uso del Fondo de Resolución, la jerarquía, principios y fecha de aplicación del *bail in*, cabe esperar un acuerdo antes del final de la legislatura que permita la entrada en vigor del nuevo marco jurídico para los 28 Estados miembros en 2015.

Además de la Directiva de Resolución, el marco europeo para la gestión de crisis se completará con otras dos piezas. En primer lugar, la nueva Directiva sobre los Fondos de Garantía de Depósitos[9], también en la fase final de negociación, que debe establecer un marco común para el funcionamiento de una red de sistemas nacionales que garanticen los depósitos bancarios por debajo de 100.000 euros. En segundo lugar, el proyecto de Reglamento para el establecimiento de un Mecanismo Único de Resolución para los bancos de la zona euro, segunda pata del proyecto de creación de la unión bancaria, que será tratado con más detalle en el capítulo 3.

Regulación de derivados

La intensa regulación a que se ha sometido a los bancos desde hace décadas contrasta con la ausencia de reglas globales para la negociación de derivados financieros. Estos productos, basados en el intercambio, la transformación o empaquetamiento de un activo subyacente real (por ejemplo, un contrato de suministro de materias primas) o financiero (por ejemplo, créditos hipotecarios, índices o tipos de interés), han ido desarrollándose en las distintas jurisdicciones en un marco de enorme libertad. El incremento exponencial de la velocidad de las transacciones permitida por los cambios tecnológicos, junto con la heterogeneidad (o ausencia) de normas, ha permitido el surgimiento de un mercado formado por una compleja red de transacciones bilaterales (OTC u *over the counter*), muy difícil de desentrañar y prácticamente imposible de supervisar.

[7] http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-111publ203/html/PLAW-111publ203.htm.

[8] «BRRD»: COM(2012) 280.

[9] COM (2010) 368.

La opacidad, la falta de estandarización, la asimetría de la información reinante en este sistema bancario paralelo (*shadow banking*) permitió la acumulación de enormes riesgos en las carteras de los bancos y otros agentes financieros, desde fondos de inversión a aseguradoras. El estallido de esta burbuja y los efectos sobre el conjunto del sistema explica que uno de los primeros acuerdos adoptados en el seno del G20 fuese la progresiva estandarización de los derivados financieros y su negociación y liquidación en mercados transparentes y regulados. En definitiva, la progresiva aproximación al funcionamiento de los mercados de capitales más maduros, los de acciones, que han mostrado una notable estabilidad y resistencia a lo largo de la crisis.

En cuanto a la puesta en práctica de los acuerdos, la principal norma europea es el Reglamento relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones[10], en vigor desde agosto de 2012 y que se aplicará progresivamente a lo largo de los próximos tres años. Este Reglamento establece el procedimiento para la estandarización de la gran mayoría de los derivados financieros y la obligación de que sean compensados en cámaras centrales reguladas (*CCP*s). Adicionalmente, está en proceso de negociación el paquete de la Directiva y Reglamento de mercados financieros[11], que endurecerá las exigencias de transparencia, neutralidad y seguridad de los mercados de acciones, bonos y derivados, y establecerá la obligatoria negociación de estos últimos en mercados regulados.

En este ámbito, los Estados Unidos tradujeron las nuevas normas de derivados con rapidez a través de la conocida como *Dodd-Frank Act,* adoptada por el legislador en julio de 2010 tras una negociación en tiempo record de un año al calor de las turbulencias financieras. Sin embargo, la adopción de las reglas detalladas aplicables a cada tipo de activo y cada operador está siendo mucho más compleja. Las dos agencias federales de regulación la *Commodity Futures Trading Commission* y la *Securities and Exchange Commission* (CFTC y SEC) han publicado ya más de 65 normas aplicables a los futuros y los *swaps* sobre acciones y otros activos subyacentes, pero todavía hay unas 80 pendientes. Además, el proceso ha puesto de manifiesto los riesgos derivados de la adopción de normas inconsistentes en las distintas jurisdicciones y, en particular, la posibilidad de que hubiese lagunas o solapamientos en las normas a ambos lados del Atlántico.

3. Profundización del mercado único: *single rule book* y supervisión coordinada en la UE

Además de la ejecución de los acuerdos internacionales relativos a bancos y derivados, la agenda normativa comunitaria ha incluido numerosas propuestas para el establecimiento de un marco regulatorio y de supervisión integrado a nivel europeo, con el fin de avanzar en la profundización del mercado único de capitales y servicios financieros. Por otra parte, el buen funcionamiento del mercado exige también reglas comunes para paliar la intensa asimetría de la información, que pone en pie de desigualdad a los agentes financieros y a los inversores, supervisores, clientes y ciudadanos en general. La crisis es lamentablemente un buen ejemplo de cómo los inversores, los clientes y los ciudadanos no tienen ni información ni formación para entender los productos generados por el sector financiero, se enfrentan a importantes obstáculos para cambiar de banco e incluso, en muchos casos, no tienen acceso a servicios financieros básicos que son cada vez más imprescindibles para la integración en la sociedad.

Para responder a estos problemas, un conjunto de normas se han orientado a reforzar los estándares y exigencias prudenciales de operadores no bancarios, como los fondos de inversión[12] o los seguros. Un segundo grupo de propuestas han tratado de establecer

[10] «EMIR» Reglamento (UE) N o 648/2012 de 4 de julio de 2012.

[11] Paquete «MIFID/MIFIR» COM(2011) 656 y COM(2011) 652.

[12] COM (2012) 350, Directiva 2013/14/EU de 21 de mayo de 2013.

un marco de reglas único y exigente para el funcionamiento de los mercados en ámbitos como la gobernanza corporativa, contabilidad, transparencia, auditoría de cuentas, abusos de mercado y lucha contra el blanqueo de capitales y financiación del terrorismo. Un tercer grupo se ha dirigido directamente a la protección de los consumidores e inversores. En cuarto lugar, algunas normas propuestas están directamente orientadas a la integración y la creación de infraestructuras de pagos europeas.

Finalmente, se ha reforzado la cooperación en la supervisión mediante la creación de tres nuevas autoridades europeas de regulación y supervisión y un consejo de riesgo sistémico.

En paralelo, la técnica legislativa ha ido evolucionando desde la elaboración de normas marco recogidas en Directivas que han de ser desarrolladas o detalladas a nivel nacional, enfocándose hacia el establecimiento de reglas de aplicación directa mediante Reglamentos. Adicionalmente, se ha avanzado en la medida de lo posible en la eliminación de barreras y el desarrollo del «pasaporte comunitario» para la prestación de servicios en el conjunto de la Unión, acompañado de un régimen europeo para la entrada de operadores de terceros países.

Dentro de la regulación prudencial de instituciones no bancarias, cabe señalar las normas aplicables a las compañías de seguros, lo que se conoce como el paquete Solvencia II[13]. Si bien las compañías de seguros europeas han capeado bien la crisis hasta el momento, al haber evitado entrar en actividades similares a las que pusieron en jaque la estabilidad al otro lado del Atlántico, existe acuerdo sobre la necesidad de contar con un marco regulatorio más acorde con las nuevas estructuras y productos de este mercado, con exigencias de capital basadas en un análisis completo del riesgo de los balances e instrumentos comunes para todos los supervisores. En el momento de escribir este artículo, se acaba de lograr el acuerdo político de los colegisladores para el Reglamento Omnibus 2, que permitirá la entrada en vigor del nuevo régimen en 2016.

En cuanto a la mejora del funcionamiento de mercado, cabe destacar las normas relativas a auditoría de cuentas y agencias de notación, que tratan de poner fin a los fallos de estos mecanismos de seguridad puestos de manifiesto por múltiples ejemplos en los últimos años. A la luz de la experiencia de la crisis, es indudable que las agencias de notación jugaron un papel importante en la comercialización de determinados productos que resultaron tóxicos para la salud de los inversores, y más recientemente en la desestabilización de los mercados de deuda. Igualmente, las compañías de auditoría en muchos casos no han cumplido su función de alerta e información sobre la situación real de las empresas; un problema particularmente grave en el caso de los bancos.

Por eso se han adoptado tres reglamentos sobre las agencias de notación[14]. Y la Comisión ha propuesto una Directiva sobre auditoría de cuentas[15], actualmente en negociación, que trata de reforzar las exigencias en cuanto a la independencia, favorecer la competencia en este mercado oligopolístico y crear un verdadero marco europeo para su funcionamiento.

Además de estas normas, se han presentado propuestas para mejorar el funcionamiento de los mercados relativas a la contabilidad y transparencia, a la lucha contra el blanqueo de dinero y financiación del terrorismo, y a la lucha contra los abusos de mercado, como la manipulación o el delito de iniciados[16] o la apropiada gestión de índices (*benchmarks*). En este último caso, los ejemplos de manipulación de índices de tipo de interés (como el LIBOR o el EURIBOR) ilustran la necesidad de atajar abusos y cambiar las reglas del juego para que la confianza se recupere.

En tercer lugar, la protección de los consumidores es por ello un capítulo importante de la agenda regulatoria,

[13] Directiva 2009/138/CE de 25 de noviembre de 2009.

[14] Reglamento 462/2013 y Directiva 2013/14/EU.

[15] COM(2011) 778.

[16] Directiva 2013/34/EU, Directiva 2013/50/EU, COM(2013) 45, COM(2011) 651, COM(2011) 654, COM (2013) 641.

con iniciativas como la Directiva de acceso a una cuenta corriente básica[17] o el Reglamento de distribución de productos financieros complejos[18], que complementa las exigencias en cuanto a la distribución a clientes minoristas recogidas en la Normativa de mercados financieros y la Directiva de mediación de seguros[19] .

Por su parte, algunos proyectos están imbricados directamente en la integración de infraestructuras y la creación de un mercado único de servicios financieros. Dentro de este capítulo cabría mencionar la armonización de reglas para las transferencias de pagos o domiciliaciones mediante el Reglamento de creación de un área única de sistemas de pago[20], o la reciente propuesta de revisión de la Directiva de servicios de pago[21], que establece una regulación única para las tarjetas de pago y trata de potenciar el surgimiento de un verdadero mercado único con reglas armonizadas para sistemas de pagos eficientes a través de las fronteras en Europa, tanto basados en las tarjetas bancarias como en las nuevas tecnologías. También en el ámbito de las infraestructuras se sitúa la creación de un sistema de interconexión de registros mercantiles[22] para permitir el acceso a la información única y coherente sobre las empresas en toda la Unión.

Un último capítulo a destacar en cuanto al proceso de integración europeo es el de la creación del nuevo sistema europeo de regulación y supervisión. La constatación de que los problemas financieros exceden de las fronteras nacionales y de la necesidad de una respuesta común a los retos del futuro, llevó a la creación, en 2010, de las tres nuevas agencias europeas de regulación y supervisión: la Autoridad Bancaria Europea (EBA), Autoridad Europea de los Seguros y Fondos de Pensiones (EIOPA) y la Autoridad Europea de Mercados de Valores (ESMA)[23]. Sobre la base de los comités de coordinación preexistentes, los Reglamentos otorgaron nuevos poderes a estas agencias en cuanto a adopción y propuesta normativa para la creación del reglamento único (*single rule book*), así como en cuanto a aplicación directa de normas, coordinación y mediación de conflictos, y aproximación de la supervisión nacional. Junto a la nuevas autoridades se estableció un órgano consultivo, el Consejo Europeo de Riesgo Sistémico (ESRB), orientado a proporcionar un marco común para la prevención de riesgos macroeconómicos[24].

Este nuevo marco institucional comenzó a funcionar el 1 de enero de 2011 y ha permitido muy importantes avances en cuanto a la creación del reglamento único y la coordinación de supervisores. Sin embargo, a pesar de su corta vida, el nuevo marco se ha visto superado enseguida, por lo que respecta a la supervisión bancaria, por un proyecto más ambicioso todavía, la constitución de una unión bancaria para dar respuesta a los retos derivados de la crisis de los mercados de deuda en la zona euro.

4. Integración financiera: la unión bancaria

Como se ha señalado anteriormente, el proceso de reparación de la estabilidad y solvencia de los mercados financieros se ha acompañado en Europa de la necesidad de avanzar en la integración económica. Aunque el objetivo de crear un verdadero mercado único de capitales y servicios financieros está impreso en los Tratados y forma parte de las cuatro libertades que fundamentan el mercado común, lo cierto es que la regulación y supervisión financiera ha tenido un carácter eminentemente nacional durante décadas. La liberalización de los movimientos de capitales y la integración de los mercados financieros, impulsada sobre todo a partir de los años

[17] COM (2013) 266.
[18] «PRIPS» COM (2012) 352.
[19] COM(2011) 656 y COM(2011) 652, y COM(2012) 360, respectivamente.
[20] Regulación (EU) No 260/2012 de 14 de marzo de 2012.
[21] COM (2013) 547.
[22] Directiva 2012/17/UE de 13 de junio de 2012.
[23] Reglamentos (UE) No 1093/2010, (UE) no 1094/2010 y (UE) no 1095/2010 de 24 de noviembre de 2010.
[24] Reglamento (UE) No 1092/2010 de 24 de noviembre de 2010.

ochenta, vino acompañada de diversas directivas que establecían un marco general de normas prudenciales pero, sobre todo, trataban de eliminar las barreras al establecimiento de los bancos y otras instituciones financieras a través de las fronteras nacionales.

Estas normas permitieron una importante expansión del sector financiero, particularmente clara en el nivel mayorista. En efecto, mientras que la expansión de los operadores a través de las fronteras ha sido parcial en cuanto a servicios minoristas, a excepción de lo que se refiere a los países que accedieron a la Unión en las últimas ampliaciones, las transacciones entre operadores financieros se multiplicaron en las últimas décadas, creando una densa red. Este proceso llevó a importantes flujos de capital entre los Estados miembros y, en ausencia de un marco adecuado de regulación y supervisión a nivel supranacional, a la generación de grandes desequilibrios que alimentaron una importante acumulación de deuda privada y, en última instancia, la crisis de deuda pública en los últimos años.

Si bien los importantes flujos de capital y la integración de los mercados mayoristas proporcionaron la ilusión de un proceso de integración irreversible, la crisis ha puesto de manifiesto su vulnerabilidad. Por una parte, porque la ausencia de una estructura institucional adecuada podía llevar a excesos y desequilibrios. La insuficiente coordinación de las políticas económicas y la ausencia de mecanismos fuertes de disciplina fiscal permitió una aproximación de los costes de financiación de los países integrados en la zona euro que no reflejó los riesgos relativos y permitió la acumulación de desequilibrios insostenibles en algunos de ellos. Además, la falta de un supervisor único con visión sobre el conjunto del sistema, que pudiese identificar los riesgos a nivel europeo desde la perspectiva no solo micro sino también macroeconómica, impidió detectar la existencia de flujos financieros entre los sistemas bancarios de los distintos países, trasladados a la economía real mediante flujos de crédito, que llevarían a la asunción de riesgos excesivos en muchos bancos y a una deuda privada insostenible en algunos países. Finalmente, la ausencia de un banco central que actuase como prestamista de última instancia para un tesoro integrado, impidió adoptar una respuesta inmediata y fuerte a la crisis bancaria y de la deuda pública.

La crisis llevó a la inmediata pérdida de confianza en los bancos europeos y, con ello, en sus supervisores, expuso de forma brutal las carencias del proceso de integración y desencadenó una rápida fragmentación de los mercados a lo largo de las fronteras nacionales, con consecuencias muy negativas sobre la estabilidad y la integración de los mercados financieros en Europa, sobre todo en la zona euro.

Por lo que respecta a los flujos de capital a corto plazo, el mercado interbancario europeo se congeló casi totalmente de forma brusca en el otoño de 2008: la desconfianza de los bancos entre sí frenó las cesiones de dinero sin garantías y ello supuso un drenaje total de la liquidez del sistema que amenazó con un colapso de la economía europea. Tras la actuación decidida de las autoridades monetarias, el Banco Central Europeo ha remplazado al mercado interbancario y se ha convertido en una cámara de compensación, en donde las instituciones financieras depositan sus excedentes de liquidez y pueden obtener los recursos que necesitan para funcionar cada día.

Más allá de los efectos sistémicos a corto plazo, la segmentación de los mercados y retraimiento de los flujos de capital a través de las fronteras tiene efectos más estructurales sobre la inversión y el crecimiento a largo plazo en Europa. En efecto, a medida que se dificulta la gestión de la liquidez a nivel europeo por parte de los grupos bancarios y las instituciones dejan de prestar a clientes financieros o industriales fuera de sus fronteras, se rompe el proceso de asignación eficiente de recursos desde los ahorradores hacia los inversores. La segmentación de los mercados también tiene efectos macroeconómicos adversos al impedir un ajuste del sector bancario a nivel europeo y alinear la solvencia de los bancos con la de los Gobiernos nacionales del país en que está su sede, generando así un círculo vicioso de contagio entre el sector financiero y público, como ilustran casos como el de Irlanda o España. Además,

dada la importante dependencia de las empresas del crédito bancario, la congelación de los flujos en el mercado mayorista se traslada directamente a la economía real, y al inmovilizarse el capital e imponerse restricciones al crédito dentro de las fronteras nacionales, sin posibilidad de dirigirse hacia donde es más necesario, se pone a las empresas en una posición competitiva absolutamente diferente en los distintos Estados miembros. Todo ello da como resultado un agravamiento de los desequilibrios macroeconómicos en el seno de la unión monetaria, al dificultar la recuperación económica en los países más vulnerables de la Unión.

Si bien en un primer momento podía parecer que se trataba de un proceso pasajero causado por la inestabilidad y volatilidad de los mercados, el contagio a los mercados de deuda pública, en la primavera de 2010, puso de manifiesto que el problema era de carácter estructural y ponía en cuestión los principios que habían guiado la construcción europea hasta el momento. Además, se trataba de un problema que no podía ser resuelto sin una transformación del marco institucional, ya que la fragmentación derivada del propio retraimiento de los bancos, para tratar de reducir su exposición al riesgo, se veía agravada por medidas impulsadas por las autoridades y supervisores nacionales preocupados de proteger al mercado financiero nacional pero sin la visión global necesaria para buscar las soluciones óptimas para el conjunto del sistema.

Ello explica que la segmentación de los mercados financieros europeos haya sido identificada como uno de los riesgos más importantes para la recuperación económica, particularmente en el seno de la zona euro, por las principales instituciones europeas e internacionales[25]. Y que las instituciones europeas hayan puesto como prioridad número uno la lucha contra esta segmentación, con iniciativas de corto plazo para potenciar canales alternativos de crédito, por ejemplo mediante el refuerzo de las actuaciones del Banco Europeo de Inversiones o el desarrollo de nuevos instrumentos financieros de carácter europeo, y otras propuestas de más largo plazo y de gran calado, como la creación de la unión bancaria.

Como se ha señalado anteriormente, la necesidad de contar con un marco común para la supervisión y resolución de crisis bancarias ha estado en el centro de la agenda regulatoria desde el inicio de la crisis. Y es indudable que en los últimos tres años se han dado pasos muy importantes en esa dirección con la creación de las nuevas agencias europeas de supervisión y la adopción del paquete de regulación prudencial de los bancos y la propuesta de las Directivas de recuperación y resolución y de Fondos de Garantía de Depósitos. Sin embargo, la gravedad de la crisis de la zona euro puso sobre la mesa la urgencia de romper el vínculo entre bancos y soberanos.

Ello llevó a los líderes políticos, a lo largo de 2012, a la convicción de que un reglamento único y la coordinación de supervisores no sería suficiente para garantizar la estabilidad financiera en aquellos países que comparten la moneda única. Que era preciso ir más allá y crear un mecanismo para la supervisión y gestión de crisis que tuviese una perspectiva transnacional y garantizase el establecimiento de bancos verdaderamente europeos. Así, el Consejo Europeo de 1 y 2 de marzo de 2012 ya apuntó con claridad el objetivo de «hacer todo lo necesario para garantizar la estabilidad financiera de la zona del euro en su conjunto», objetivo que se ha ido concretando desde entonces en sucesivos capítulos de un proceso en varios actos.

En efecto, el Consejo Europeo de junio de 2012 instó a la Comisión a presentar lo antes posible una propuesta para la creación de un supervisor único para los bancos de la zona euro con implicación del Banco Central Europeo. Unas semanas más tarde, el 12 de septiembre, se presentaba la propuesta de Reglamento para la creación de un Mecanismo Unico de Supervisión (SSM) que, tras intensas negociaciones, fue acordado por los colegisladores seis meses más tarde y ha sido publicado en el

[25] http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr13231.pdf, http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/financialintegrationineurope201304en.pdf, http://www.eba.europa.eu/documents/10180/16145/EBA+July+2013+Risk+Assessment+Report.pdf/6582a6f7-c217-4fc8-851e-ead68f6e327f.

diario oficial el 29 de octubre de 2013[26]. Tras una fase de organización, puesta en marcha y análisis de los balances bancarios, se espera que el supervisor único sea una realidad en 2015.

El nuevo mecanismo único de supervisión cubrirá los aproximadamente 6.000 bancos de la zona euro mediante un sistema articulado en torno a un Consejo de Supervisión (*Supervisory Board*) en el seno del Banco Central Europeo, en el que participan los hasta el momento 18 supervisores nacionales y con poderes de supervisión claros. Aunque la necesidad de garantizar un sistema eficaz para tantas entidades ha llevado a un esquema que diferencia la intensidad de participación de los supervisores nacionales para los bancos europeos más grandes y los que tienen un carácter más nacional, la responsabilidad es compartida sobre todos los bancos. Antes de la asunción total de las nuevas competencias, el BCE tiene la intención de realizar durante 2014 un análisis exhaustivo de los balances bancarios (*Asset Quality Review*) y someterlos a una prueba de esfuerzo para poder conocer la situación real de las entidades y poder distinguir problemas «heredados» de otros que podrán surgir ya bajo la supervisión europea.

Además de este primer pilar de la unión bancaria, es preciso establecer un mecanismo único para la resolución de bancos en dificultades en la zona euro, apoyado en sistemas comunes de financiación en caso de crisis. Para ello, la Comisión Europea presentó el 10 de julio de 2013 su propuesta de Reglamento para el establecimiento de un Mecanismo Único de Resolución Bancaria con un Fondo Único de Resolución. Para aplicar en el ámbito cubierto por el supervisor único las normas comunes fijadas en la Directiva de resolución, este Reglamento prevé una nueva agencia de resolución bancaria (*Single Resolution Board*), que se encargaría de la preparación de todas las decisiones relativas a la resolución. En aplicación de los límites fijados por el Tratado a la cesión de poderes discrecionales a agencias creadas mediante legislación secundaria, y sobre todo a la interpretación del Tribunal de Justicia[27], se prevé que una institución comunitaria, la Comisión, se encargue de adoptar formalmente la decisión con mayor carga política: activar el proceso de resolución.

Dado que los procesos de restructuración de bancos requieren un suministro continuo de liquidez a medio plazo, y para poder responder a las funciones que puedan preverse en la Directiva de resolución en negociación en cuanto a remplazo de acreedores en el *bail in*, se prevé la creación de un Fondo Único de Resolución (*Single Resolution Fund*). Dicho Fondo sería una especie de seguro colectivo, respaldado por los 6.000 bancos, que proporcionaría, una vez agotados los recursos propios del propio banco en dificultades y la posible contribución de los accionistas y acreedores, una importante línea de defensa (*backstop*) para poder abordar el proceso de restructuración del mismo sin necesidad de recurrir a fondos públicos.

Esta propuesta se encuentra actualmente en la fase de negociación. Se han producido ya numerosas reuniones en las que se ha ido desbrozando el terreno, y se han planteado las principales cuestiones políticas a resolver, entre las que destaca la posibilidad de un tratamiento distinto para los bancos sistémicos, las reglas de voto y el equilibrio entre distintos Estados, el papel de la Comisión y del Consejo, la estructura y forma de activación del Fondo. El Parlamento Europeo está a punto de adoptar su informe y se ha iniciado la negociación política entre los Estados miembros en el seno del Consejo ECOFIN. El objetivo es claro y ha sido reiterado en los sucesivos consejos europeos: lograr un acuerdo político en el Consejo antes de final de año con miras a poder lograr la adopción del texto en la presente legislatura, para que la unión bancaria sea una realidad en 2015.

5. Conclusión: retos de futuro

Desde el inicio de la crisis las autoridades políticas han tenido que enfrentarse sin respiro a problemas nuevos,

[26] Reglamento (EU) 1024/2013.

[27] Meroni v. High Authority, [1957-58] ECR 133.

desconocidos, de una magnitud impredecible, y para los que no parecía haber una respuesta clara. Se han adoptado múltiples medidas, se han invertido ingentes recursos en el saneamiento de los bancos, se han producido incontables cumbres a nivel mundial y europeo para buscar respuestas comunes, y se ha desplegado un importante programa de regulación del sector financiero. En Europa, además, la crisis ha coincidido con un proceso de integración financiera inacabado y muy vulnerable a los vaivenes del mercado financiero. Para responder a estos problemas específicos, se han acelerado los procesos de creación de un verdadero mercado único mediante la armonización y coordinación de normas y supervisores, y se ha puesto en marcha un ambicioso proceso de cambio institucional centrado en el establecimiento de una unión bancaria anclada en la zona euro.

En 2013 parece que se observan los primeros signos de estabilización del sistema financiero. Aunque esta situación es frágil y no exenta de vulnerabilidades, los distintos organismos internacionales empiezan a apuntar la salida de la crisis. Pero a pesar de los esfuerzos de todas las partes implicadas, todavía no se ha finalizado el programa regulatorio, y las medidas principales ya aprobadas y plasmadas en legislación solo empiezan a ponerse en práctica. El proceso de restructuración del sector financiero europeo no ha terminado y la mayoría de pronósticos indican que hará falta todavía mucho tiempo para que la economía europea vuelva a ponerse en una senda clara de crecimiento. Es más, algunas de las lagunas puestas de manifiesto por la crisis, por ejemplo en el proceso de integración económica de la zona euro, solo podrán ser resueltos mediante cambios profundos en la estructura institucional de la UE, que afectan a la soberanía nacional, generan tensiones y requieren paciencia y tiempo.

Sin embargo, la economía europea y las autoridades políticas no disponen de un gran margen de tiempo para lograr un crecimiento suficiente que permita crear empleo, resolver los desequilibrios y salir de la crisis. Después de años de recesión en un buen número de países y un crecimiento tímido en el mejor de los casos en el resto, es urgente terminar el proceso de ajuste derivado de la crisis y poner a la economía europea en la senda del crecimiento estable.

Además de la adopción de un *mix* de políticas macroeconómicas y estructurales que permita los necesarios ajustes, favorezca la actividad y proporcione un marco favorable al desarrollo de la economía real, la salida de la crisis exige terminar el proceso de reforma del sector financiero, para recuperar la confianza y lograr, en definitiva, que el sector financiero vuelva a ser un motor de crecimiento y no un elemento de riesgo e inestabilidad en Europa.

Para ello es preciso, en primer lugar, poner fin a la fragmentación de los mercados financieros. Como se ha señalado en el apartado anterior, la divergente evolución de los distintos mercados nacionales y la caída de la intermediación financiera transnacional es un proceso con consecuencias estructurales, dentro del mercado común e incluso en el ámbito internacional, especialmente graves por su incompatibilidad con la libre circulación de capitales y servicios, cuando se dan en el seno de una unión monetaria. Para recuperar la senda de la integración es urgente adoptar las normas necesarias para poner en marcha la unión bancaria dentro de la zona euro. Esta es la prioridad principal de los líderes europeos y será un elemento muy importante para que los mercados recuperen la confianza en el proceso de integración económica en Europa y, en definitiva, en la fuerza del mercado interior.

Además de la creación de la unión bancaria, es urgente terminar el proceso de reforma normativa en marcha, para que todos los agentes económicos puedan tomar sus decisiones de inversión y ahorro en un marco claro, consistente y estable.

Con todo lo difícil que es lograr el acuerdo político sobre los principios de la regulación mundial, éste no es sino el punto de partida para el proceso regulatorio. Una vez fijados los objetivos, es preciso seguir trabajando en dos direcciones. En primer lugar, se hace preciso especificar los detalles en múltiples comités técnicos de estandarización, un proceso que todavía no ha conclui-

do en el caso de la regulación bancaria y de derivados[28]. En segundo lugar, y sobre todo, las reglas han de ser aplicadas sobre el terreno mediante la adopción de normas vinculantes en las distintas jurisdicciones, lo que exige además que las distintas reglas sean compatibles entre sí; que puedan ser aplicadas por los operadores sin que ello genere tensiones, conflictos, vacíos o solapamientos.

A pesar de las numerosas normas técnicas adoptadas, de las numerosas reuniones de coordinación entre las distintas jurisdicciones y de algunos avances importantes en el reconocimiento mutuo de normas, todavía persisten tensiones e incertidumbres y no podemos hablar de un marco regulatorio mundial completo y estable en cuanto a bancos y derivados. La importancia de este tema explica la gran inversión que se está haciendo desde las instituciones europeas para la aplicación fiel de las normas del G20 y el logro de acuerdos con las autoridades estadounidenses que puedan servir de modelo para otras jurisdicciones y evite el surgimiento de puntos ciegos en los que se pueda engendrar la próxima burbuja; la próxima crisis.

Un problema añadido es el constante surgimiento de problemas o riesgos que pueden exigir reglas adicionales. Un ejemplo claro es el del *shadow banking*, el conjunto de actividades y vínculos entre entidades financieras que, en paralelo al sistema bancario tradicional, conforma una gran red de gestión de liquidez y transformación financiera igualmente relevante para el sistema en su conjunto. El G20 lleva tiempo trabajando para tratar de evitar que la regulación bancaria desplace los riesgos hacia zonas del mercado menos vigiladas, y es probable que en los próximos años se acuerden reglas comunes en este ámbito también.

Finalmente, la elevación de los estándares exigidos a los operadores con la nueva regulación y, por tanto, las barreras a la entrada, puede llevar, paradójicamente, al refuerzo de los operadores más grandes y complejos (*too big to fail*). Por eso un número de jurisdicciones han adoptado medidas estructurales para prohibir la realización de las actividades más arriesgadas dentro de grupos bancarios o, en todo caso, exigir una separación en empresas diferentes de las actividades minoristas (con la garantía pública implícita otorgada a los depósitos) y de banca de inversión. Este capítulo de la regulación no ha sido armonizado a nivel mundial, las reglas ya aprobadas en determinadas jurisdicciones (como la «*Volker rule*» en EE UU) todavía no han sido aplicadas en la práctica y, aunque hay determinados procesos en marcha en los Estados miembros más grandes, está también pendiente la articulación concreta de medidas estructurales en el conjunto la Unión Europea.

El proceso de regulación es tremendamente complejo y parece no tener fin, pero la agenda europea está clara y resulta importante recordar que la mayor parte del programa normativo de respuesta a la crisis ya está en marcha. Se han adoptado un grupo importante de Reglamentos y Directivas, y otras están en un avanzado estado de negociación y pueden adoptarse antes del fin de legislatura del Parlamento Europeo. Una vez terminado este proceso extraordinario, los agentes económicos dispondrán de un marco claro para tomar decisiones de cara al futuro, y deberá ser posible abordar cualquier nueva regulación y proceder al ajuste fino de las normas en un entorno más estable. Además, culminada la regulación prudencial, será posible centrar los esfuerzos en impulsar medidas más positivas de contribución a la financiación a largo plazo[29], en la línea de los recientemente adoptados Reglamentos para la creación de fondos de inversión europeos de capital riesgo (*venture capital*), inversión social, o inversión a largo plazo[30] .

[28] En lo que se refiere a regulación bancaria, el comité de Basilea está todavía definiendo los estándares técnicos en exigencias de liquidez y ratios de apalancamiento. Para derivados, IOSCO y la CPSS están definiendo los estándares técnicos en exigencias de márgenes para las operaciones con derivados bilaterales y en cámaras de compensación.

[29] COM (2013) 150.

[30] Reglamento (UE) No 345/2013 de 17 de abril de 2013 sobre los fondos de capital riesgo europeos, Reglamento (UE) No 346/2013 de 17 de abril de 2013 sobre los fondos de emprendimiento social europeos, Propuesta de reglamento sobre los fondos de inversión a largo plazo europeos COM(2013) 462.

Finalmente, los próximos meses son muy importantes para encauzar la culminación del proceso de reparación y restructuración del sector bancario europeo. El análisis de balances y riesgos (*Asset Quality Review*) que ha puesto en marcha ya el Banco Central Europeo de cara a asumir sus funciones como supervisor único, es una pieza importante de este proceso. Un buen número de bancos no solventes están en procesos de restructuración coordinados de una u otra forma por la Comisión Europea mediante el control de ayudas públicas. Además, desde 2010 los bancos europeos han abordado un claro proceso de recapitalización, desapalancamiento y limpieza de balances. Algunos han vendido activos y han abandonado mercados no estratégicos o menos rentables, otros han reforzado su capital mediante la retención de beneficios o nuevas emisiones de títulos. En total, la EBA estima que entre diciembre de 2011 y junio de 2012, los bancos han aumentado su capital en unos 200.000 millones de euros, situándolos en una posición mucho mejor para hacer frente a las posibles pérdidas derivadas del contexto macroeconómico adverso. El proceso de análisis y *stress test* coordinado entre el BCE y la EBA debería servir para detectar cualquier punto remanente de vulnerabilidad y resolverlo con claridad, para poner fin a las dudas sobre la salud del sistema bancario europeo y permitirle jugar un papel positivo en la recuperación económica.

Los retos a los que se enfrenta la economía europea son muchos, complejos e importantes. Pero el proceso está muy avanzado, y el compromiso de las instituciones con su ejecución es claro, así que hay razones para pensar que en 2015 tendremos un sistema financiero muy distinto del que se enfrentó a la crisis, y Europa habrá entrado por fin en una nueva fase de crecimiento y creación de empleo, de estabilidad y bienestar.

Referencias bibliográficas

[1] COM (2009) 114: Comunicación para el Consejo europeo de primavera: Gestionar la recuperación europea.

[2] COM (2010) 301: Comunicación de la Comisión al Parlamento europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social europeo y al Banco Central europeo: Regulación de los servicios financieros para un crecimiento sostenible.

[3] DARVAS, Z. y MELER, S. (2013): The European Central Bank in the Age of Banking Union**.** Bruegel, 3 de octubre.

[4] GUAL, J. (2013): «Unión bancaria: ¿de hormigón o de paja?, *Papeles de Economía Española,* 137, 107-120»

[5] LASTRA, R. M. (2013): «Banking Union and Single Market: Conflict or Companionship?» *Fordham International Law Journal.*

[6] PISANI-FERRY, J. y WOLFF, G.B. (2012): The Fiscal Implications of a Banking Union. 14 de septiembre.

[7] PISANI-FERRY, J.; SAPIR, A.; VÉRON, N. y WOLFF, G.B. (2012): Comunicación de la Comisión europea: supervisión financiera europea. COM (2009) 252 What kind of European Banking Union? Bruegel, 25 de junio.

[8] SAPIR, A. y WOLFF, G.B. (2013): Note presented at the informal ECOFIN 14 september 2013, Vilnius: The Neglected Side of Banking Union: Reshaping Europe's Financial System. Bruegel.

[9] SCHOENMAKER, D. (2013): «Towards a Full Banking Union». *Duisenberg Schoold of Finance.*

[10] VÉRON, N. (2013): A Realistic Bridge Towards European Banking Union. Bruegel, 27 de junio.

Colección **CUADERNOS BÁSICOS**

La SEGURIDAD JURÍDICA de los NEGOCIOS en la ECONOMÍA DIGITAL GLOBAL

La naturaleza transnacional de los flujos de datos y operaciones comerciales (empresariales o particulares) obliga a transferir con regularidad datos personales a otras partes del mundo. Las regulaciones europeas sobre protección de datos y comercio electrónico han tratado la cuestión del "derecho nacional aplicable", con el doble fin de asegurar la protección de los consumidores en la UE y de impedir que una misma operación de tratamiento de datos se rija por las leyes de más de un Estado miembro. Este Cuaderno, enriquecido con casos prácticos, describe la tipología de las transferencias internacionales de datos personales y el marco normativo en que se han de desenvolver para garantizar su seguridad, así como las cláusulas contractuales tipo de transferencia de datos de la Comisión Europea.

101 páginas
Formato: 130 x 210 mm
PVP: 8 € (IVA incluido)
ISBN: 978-84-7811-760-4

Puede adquirir la obra en Internet, en ICEX y en las principales librerías

ICEX España Exportación e Inversiones
Pº. de la Castellana, 14 - 28046 MADRID - tel.: 91 349 6275/34
c.e.: libreria@icex.es - www.icex.es/publicaciones

ICEX

Antonio Carrascosa Morales*
Mario Delgado Alfaro**

EL *BAIL-IN* EN LA REESTRUCTURACIÓN BANCARIA EN ESPAÑA

La reestructuración del sector financiero en España ha supuesto un coste importante que ha sido repartido entre el sector público y el sector privado. La asunción de parte del coste por el sector privado (bail-in) *es coherente con los principios de una economía de mercado y con las recomendaciones del Financial Stability Board (FSB) sobre resolución bancaria eficiente. Este artículo explica el* bail-in *aplicado en España a los instrumentos híbridos. A través de ese* bail-in *se han aportado unos 13.600 millones de euros de capital a las entidades en resolución o en reestructuración, lo cual ha reducido la factura pública en ese importe.*

Palabras clave: *crisis bancarias, resolución, reestructuración,* bail-out, bail-in, *Financial Stability Board, FROB, Fondo de Garantía de Depósitos, Fondo de Resolución, deuda subordinada, instrumentos híbridos, participaciones preferentes, Key Attributes of Effective Resolution Regimes, arbitraje, Ley 9/2012, asistencia financiera de la Unión Europea, MoU.*
Clasificación JEL: *G.*

1. Introducción

La reestructuración del sector financiero en España en los últimos años ha obligado al sector público a aportar 53.482 millones de euros del presupuesto para la recapitalización de algunas entidades de crédito. Pero el coste de la reestructuración también ha sido asumido en gran medida por el sector privado, a través de tres vías fundamentales: las aportaciones del Fondo de Garantía de Depósitos (financiado por el propio sector financiero), la absorción de pérdidas por el capital bancario y la atribución de pérdidas a los instrumentos híbridos de financiación (participaciones preferentes y deuda subordinada, tanto perpetua como a vencimiento).

La asignación de pérdidas de la crisis financiera al sector privado ha sido controvertida en España, especialmente en lo relacionado con las quitas aplicadas a los instrumentos híbridos, puesto que éstos estaban en un alto porcentaje en manos de minoristas. Sin embargo, hay varios elementos que deben tenerse presentes:

— Ésa es la regla general en las empresas del sector real de la economía. Durante esta crisis ha habido

* Técnico Comercial y Economista del Estado. Director General del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB).
** Técnico Comercial y Economista del Estado. Responsable de Coordinación Internacional del FROB.

numerosas empresas del sector real que han quebrado y han sido liquidadas, siendo sus accionistas y acreedores los que han soportado las pérdidas.

— Si no se involucra al sector privado en la asunción de costes (*bail-in*) tiene que ser el sector público el que los asuma (*bail-out*). La participación del sector público puede justificarse por razones de estabilidad financiera, pero no parece equitativo ni incluso eficiente que sea el conjunto de contribuyentes el que asuma toda la carga.

— Es claro que, en el caso español, el *bail-in* a los instrumentos híbridos se ha combinado con un problema previo en la comercialización de esos instrumentos, de modo que sus tenedores no eran conscientes en todos los casos del riesgo asumido. De hecho, esto ha justificado la adopción de medidas para evitar que, en esos casos, esos titulares asuman pérdidas, que se explican más adelante.

Este artículo repasa cuál ha sido la participación del sector privado en la financiación de la crisis bancaria en España a través del *bail-in* de deuda *junior*. Para ello, en primer lugar, se presenta el debate acerca de la conveniencia de la participación del sector privado en contraposición a las ventajas e inconvenientes del rescate público. A continuación, se presenta el marco propuesto por el Financial Stability Board (FSB), por la Directiva Europea de Recuperación y Resolución Bancaria (actualmente en negociación) y, en el caso español por la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito. Finalmente se repasa la ejecución práctica de esta participación privada en el caso español.

2. *Bail-out vs bail-in*. Marco teórico

Uno de los elementos fundamentales de una reestructuración o resolución bancaria es la determinación de quién asume las pérdidas y, en caso de que el banco vaya a continuar su actividad, quién aporta los fondos para la recapitalización. Hay tres posibilidades básicas:

— Los propios accionistas y acreedores del banco (*bail-in*).

— El presupuesto público (rescate público o *bail-out*).

— Fondos financiados con aportaciones del sector bancario: (Fondo de Garantía de Depósitos —FGD— o Fondo de Resolución).

En el caso de crisis en empresas del sector real de la economía, cuando no logran refinanciar su deuda y se ven abocadas al concurso de acreedores, son los accionistas y acreedores los que sufren las pérdidas (lo que para el sector bancario hemos llamado *bail-in*). Sin embargo, en muchas crisis financieras, y en particular en la actual, esta opción ha sido residual.

A nivel internacional, el modelo generalizado en la actual crisis ha sido, mayoritariamente, el del rescate público, protegiendo a los acreedores de los bancos, y no solo para grandes bancos sino también para bancos pequeños.

La razón esencial que ha justificado este trato diferencial del sector financiero a través de un recurso masivo a fondos públicos ha sido la naturaleza especial de los pasivos bancarios. La aplicación de quitas a los instrumentos de financiación de los bancos puede ser desestabilizadora, especialmente si se aplica a algunos pasivos sensibles como los depósitos, la deuda *senior* o los pasivos por derivados. Comenzando por los depósitos, éstos pueden ser de varios tipos. Los más comunes recogen ahorros minoristas que están cubiertos por el FGD (hasta 100.000 euros en la UE), pero incluso con la protección de dicho Fondo, la parte de los depósitos por encima de los 100.000 euros teóricamente sí podría sufrir pérdidas, por lo que en momentos de crisis, si se percibe ese riesgo, puede haber fuertes salidas de depósitos en el conjunto del sistema. Los depósitos pueden ser también de pymes o empresas del sector real, con importes muy superiores a los 100.000 euros y que se utilizan para la gestión de las operaciones corrientes y pago de sueldos. La quita en esos depósitos puede arrastrar al sector real. Por otro lado, otro pasivo sensible desde el punto de vista de estabilidad financiera es la finan-

ciación mayorista *senior* (bonos no garantizados). En caso de que los bonos *senior* sufran pérdidas, la financiación mayorista puede cerrarse inmediatamente no solo para el banco afectado sino para el conjunto del sector, provocando un efecto contagio. Igualmente, el *bail-in* a los pasivos por derivados puede generar un efecto arrastre al conjunto del sector.

Por ello, en general, la asignación de pérdidas al sector privado ha sido nula o limitada a los accionistas o, como mucho (caso español), también a los tenedores de deuda subordinada[1]. En definitiva, ante una crisis sistémica la mayoría de los países han preferido optar por salvaguardar la estabilidad financiera aun a costa de recurrir al dinero público para socializar pérdidas de una empresa privada. Hay que recordar que, en esos casos, los beneficiarios del *bail-out* son los financiadores del banco que, en caso de que se hubiera recurrido a la liquidación ordinaria, hubieran sufrido pérdidas en sus títulos (es decir, los depositantes o los acreedores *senior*). En todo caso, el rescate debería ir siempre acompañado de una evaluación de la responsabilidad de los gestores involucrados en la crisis del banco rescatado.

Aunque en esta crisis haya prevalecido la recapitalización pública, eso no quiere decir que en el futuro ése deba ser el modelo óptimo. De hecho, el FSB (brazo financiero del G20) y el Fondo Monetario Internacional (FMI) defienden que las futuras resoluciones deben basarse fundamentalmente en el *bail-in* y ello por varias razones:

— Los problemas de una empresa privada no deben ser cargados al contribuyente. Si la empresa en cuestión (una entidad financiera en este caso) es tan grande o sistémica que su quiebra pudiera ser más grave para el presupuesto que su rescate *(too big to fail),* entonces se debería garantizar *ex ante* que no haya empresas de ese perfil o que el sector público cuente con instrumentos para gestionar sus crisis sin necesidad de nacionalizarlas.

— Ningún sector económico (por relevante que sea) debería contar con una garantía implícita del sector público que les asegure que nunca puedan quebrar. Esa garantía implícita sí se ha percibido para el sector financiero y provoca serias distorsiones: por un lado, abarata la financiación al sector bancario no por su calidad relativa, sino en virtud de esa garantía; por otro lado, incentiva comportamientos de riesgo, ya que son una «apuesta de una sola dirección» (en caso de beneficio, es privado; en caso de pérdida, se socializa).

Por estas razones, el FSB, en sus Key Attributes of Effective Resolution Regimes considera el *bail-in* la pieza fundamental.

No obstante, no todos los analistas comparten la conveniencia del *bail-in* como modelo general de resolución y existe una corriente que considera que, especialmente para crisis sistémicas, un modelo mixto con *bail-in* de accionistas y acreedores *junior* (pero sin llegar a deuda *senior* ni a depósitos) combinado con *bail-out* es la mejor opción. En general, esta corriente valora el atractivo teórico del *bail-in* (disciplina de mercado, protección del contribuyente, etcétera) pero lo considera inviable por su impacto desestabilizador financiero y real que, a la postre, podría ser más gravoso en términos reales y presupuestarios. Es decir, quizá el enfoque *bail-in* puede funcionar para una entidad pequeña en una crisis idiosincrática y aislada, pero para los demás casos, el óptimo social es el *bail-out* (o como mucho *bail-in* de accionistas y acreedores *junior*). El argumento es que, una vez que se produce una crisis, o el sector público estabiliza la situación o los mercados financieros se paralizarán y cortarán la financiación, retroalimentando la crisis, propagándola y agravándola. Por lo tanto, concluyen, el argumento del ahorro para el contribuyente es ficticio porque la realidad será mucho más gravosa.

El debate se complica porque la alternativa del *bail-out*, aparte de las desventajas teóricas ya señaladas, también tiene serias dificultades prácticas. El uso de dinero público para el rescate bancario produce gran controversia en la sociedad, más aún en

[1] No obstante ha habido algunas excepciones, dándose dado casos de resoluciones basadas en *bail-in* en EE UU o Dinamarca.

un contexto de crisis económica, por lo que el recurso al rescate tiene también condicionantes políticos que pueden llevar a intentar minimizar el importe del apoyo, de modo que no se solucione completamente el problema. Asimismo, en una crisis sistémica, el dinero público necesario para el rescate puede no ser financiable en el mercado, transformando la crisis bancaria en una crisis de deuda soberana. De hecho, ésta es la causa del círculo vicioso en la financiación soberana-bancaria que ha llevado a países europeos a necesitar financiación de la UE para recapitalizar sus sectores financieros o para poder financiar a su sector público.

El Financial Stability Board (FSB)

El modelo propuesto por el FSB en sus Key-attributes establece como objetivos:

— Asignar pérdidas a accionistas y acreedores sin garantías adicionales, respetando el orden de prelación de pasivos.

— Proteger, en todo caso, los depósitos cubiertos (hasta 100.000 euros en Europa), pues los fondos de protección de depósitos los garantizan.

— No depender de apoyo público. Del modelo del FSB se desprende que el *bail-out*, de producirse, debería ser solo en última instancia. El principio de minimización del coste para el contribuyente tiene dos dimensiones: que se utilice el menor dinero público posible y que, una vez que haya sido inevitable utilizar dinero público, se intente maximizar la recuperación.

— Extender el *bail-in* a los acreedores *senior*.

— Crear en cada país un Fondo de Resolución financiado con contribuciones del propio sector y al que se pueda recurrir para aportar liquidez y financiación. Este Fondo, en lo que afecta al objeto de este artículo, se utilizaría para absorber pérdidas en lugar de algún pasivo al que se considera conveniente proteger del *bail-in*. Es decir, el Fondo de Resolución cumple un doble papel: en primer lugar, evita los efectos perniciosos del *bail-in*, al proteger pasivos especialmente sensibles (por ejemplo, permite proteger los depósitos de personas naturales o de pymes más allá de lo cubierto por el FGD); y, en segundo lugar, evita tener que recurrir al *bail-out* al ser el conjunto del sector financiero el que asume esos costes. En definitiva, el Fondo de Resolución es un instrumento muy útil para «cuadrar el círculo» pues puede mitigar tanto el *bail-in* como el *bail-out*. No obstante, el recurso a ese Fondo tampoco puede ser ilimitado, ya que su dotación depende de las aportaciones de los bancos y por tanto también afecta a sus cuentas. Asimismo, también relaja la disciplina bancaria si su uso no se limita estrictamente a financiar la exclusión de los pasivos más sensibles.

La Directiva Europea de Recuperación y Recapitalización Bancaria

Actualmente está en negociación (en la llamada fase de «trílogos» entre el Parlamento Europeo, el Consejo, y la Comisión Europea) la Directiva de Recuperación y Resolución Bancaria (BRRD). Esta Directiva pretender armonizar los diferentes marcos de resolución en la UE adoptando las recomendaciones del FSB. Por lo tanto, la Directiva es fiel a los principios de los Key attributes del FSB. La posición con la que el Consejo y el Parlamento han llegado a los trílogos tiene algunas divergencias en lo relativo al *bail-in*.

Según el esquema acordado por el Consejo, la prelación de pasivos, a la hora de aplicar el *bail-in*, debe ser la siguiente:

a) Instrumentos de capital y deuda *junior*, en orden de subordinación.

b) Deuda *senior*, *pari passu* con los depósitos de grandes empresas (parte no cubierta por el FGD).

c) Depósitos de pymes y personas físicas (parte no cubierta por el FGD) *pari passu* con los préstamos del Banco Europeo de Inversiones.

d) Depósitos cubiertos por el FGD (que no asumirían pérdidas sino que las asumiría dicho Fondo en su lugar).

Asimismo, la Directiva también exige la creación de un Fondo de Resolución a nivel nacional, lo cual,

como se ha dicho, permitiría una cierta flexibilidad a la autoridad de resolución. De este modo, caso a caso, la autoridad de resolución podría excluir discrecionalmente pasivos del *bail-in* si resulta estrictamente necesario para la continuidad de funciones críticas o para la estabilidad financiera (y el *bail-in* que debería haber correspondido a ese pasivo lo asumiría el Fondo de Resolución).

En todo caso, la versión del Consejo exige que, para poder utilizar esta flexibilidad deberá haberse aplicado *bail-in* a, por lo menos, un 8 por 100 del pasivo. Si ese mínimo se ha cumplido podrían excluirse pasivos por un 5 por 100 más del total (y el Fondo de Resolución entraría a absorber pérdidas en su lugar). Agotado ese 5 por 100 de flexibilidad, si hay más pérdidas, habría que recurrir de nuevo al *bail-in* o, siempre que se haya realizado *bail-in* completo a toda la deuda *senior*, al *bail-out* del Tesoro nacional o del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) y su recapitalización directa (que debería estar operativa una vez que la unión bancaria esté en marcha).

La versión del Parlamento, sin embargo, aunque comparte el principio general del *bail-in*, prevé un tratamiento especial para los casos de crisis sistémicas. Para esos casos sí permite que, una vez que se haya aplicado *bail-in* a accionistas y deuda *junior*, pueda aplicarse *bail-out* sin necesidad de asignar pérdidas a los acreedores *senior*. Es decir, en este punto, el Parlamento se alinea con la corriente citada anteriormente que recela de una aplicación masiva del *bail-in* en los casos de crisis sistémicas. La posición final tendrá que ser dilucidada en las negociaciones de trílogos.

La Directiva de armonización del régimen de resolución se combina con los trabajos de creación de un Mecanismo de Resolución Única. Este Mecanismo, según la propuesta formulada por la Comisión Europea, combinará una autoridad única de resolución (que debe garantizar la aplicación homogénea del régimen de resolución y, en concreto, de la flexibilidad en el *bail-in*) y un Fondo de Resolución común. La idea es que este Fondo mutualice los fondos de resolución nacionales de forma que tenga un tamaño suficientemente grande como para resultar suficiente incluso en crisis severas. Esta propuesta está todavía en discusión y, a noviembre 2013, no ha llegado aún a la fase de trílogos.

3. Marco legal en España

El esquema legal previsto por el Financial Stability Board y la Directiva Europea de Resolución no está vigente. El marco español de reparto de carga viene fijado por la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito, que a su vez cumple por lo establecido por el Memorando de Entendimiento (MoU) firmado entre España y la UE en julio 2012, con motivo de la asistencia financiera europea para la recapitalización de parte del sector financiero. La ley está muy basada en las recomendaciones del FSB si bien, como veremos, en lo referente al *bail-in* no lo aplica a la deuda *senior*.

Memorando de entendimiento

En julio de 2012 España firmó con la UE un programa de asistencia financiera para la recapitalización de parte del sector financiero. El objetivo del programa era fortalecer al sector y sus pilares fundamentales eran:

— Cálculo de necesidades individuales de capital para cada entidad por un experto independiente.

— Saneamiento de balances y segregación de activos a una Sociedad de Gestión de Activos (SAREB).

— Reparto de la carga entre sector público y sector privado.

— Recapitalización pública de los bancos con necesidades de capital y sin posibilidad de cubrirlas por sí mismos.

El reparto de la carga *(burden sharing)* pretende la minimización del coste para el contribuyente. Para ello, los bancos deben contribuir lo máximo posible al coste de la reestructuración mediante, por un lado, la

captación de capital en el mercado, la venta de activos, la eliminación de dividendos, etcétera, y, por otro lado, la absorción de pérdidas por accionistas y acreedores *junior* en la mayor medida posible.

El punto 17 del MoU especifica, sobre el reparto de la carga, que las pérdidas se asignarán en primer lugar a los accionistas y que las autoridades requerirán que se apliquen también a tenedores de participaciones preferentes y deuda subordinada, como pasos previos a la inyección de dinero público. Para ello, el punto 18 exige que se introduzca ese principio legal y el punto 19 exige la conversión de la deuda *junior* en capital en el caso de que sea necesario dinero público.

Ley 9/2012 de Reestructuración y Resolución Bancaria

La Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito, recoge una gran mayoría de los requerimientos legales del MoU y fija el nuevo régimen de resolución español, así como los poderes del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB). Recoge también los términos en los que el coste de una reestructuración o resolución bancaria deben cargarse al sector privado. Así, el artículo 4.1 señala:

«a) Los accionistas, cuotapartícipes o socios, según corresponda, de las entidades serán los primeros en soportar pérdidas.

b) Los acreedores subordinados de las entidades soportarán, en su caso, pérdidas derivadas de la reestructuración o de la resolución después de los accionistas, cuotapartícipes o socios y de acuerdo con el orden de prelación establecido en la legislación concursal, con las salvedades establecidas en esta Ley.

c) Los acreedores del mismo rango serán tratados de manera equivalente salvo cuando en esta Ley se disponga lo contrario.

d) Ningún acreedor soportará pérdidas superiores a las que habría soportado si la entidad fuera liquidada en el marco de un procedimiento concursal.»

Por lo tanto, la Ley consagra un modelo de *bail-in* total de accionistas, *bail-in* parcial de acreedores *junior* y posterior *bail-out*. En este sentido es de los modelos más avanzados de Europa en *bail-in*, puesto que en la gran mayoría de países europeos no se ha aplicado *bail-in* a la deuda *junior*.

El régimen de *bail-in* a la deuda *junior* se detalla en el «Capítulo VII: Gestión de instrumentos híbridos». En general, los instrumentos híbridos son instrumentos financieros que comparten algunas características con la deuda (por ejemplo, tienen más *senior*ity que las acciones y su remuneración es fija —aunque sujeta a condiciones—) y otras con el capital (por ejemplo, participación en los resultados de la entidad en distintos grados y peor prelación que la deuda *senior* en caso de liquidación).

La Ley señala que siempre que haya un plan de reestructuración o recapitalización, éste debe incluir un ejercicio de gestión de instrumentos híbridos (reparto de la carga).

Ese ejercicio puede consistir en:

— Ofertas de canje por instrumentos de capital de la entidad de crédito.

— Ofertas de recompra de los valores, ya sea mediante su abono directo en efectivo o condicionado, conforme a su valor actual, a la suscripción de acciones, o a la reinversión del precio de recompra en algún otro producto bancario.

— Reducción del valor nominal de la deuda.

— Amortización anticipada a valor distinto del valor nominal.

Los ejercicios de gestión de híbridos pueden ser voluntarios u obligatorios. En los voluntarios la entidad plantea el ejercicio y corresponde a los titulares de los instrumentos participar o no. En todo caso, la ley estipula que, de no alcanzarse un determinado nivel de absorción de pérdidas y aumento de capital necesarios para lograr un reparto adecuado y para preservar la posición financiera de la entidad, debe pasarse a un ejercicio obligatorio.

El ejercicio obligatorio se articula mediante un acto administrativo del FROB. En esos casos, tanto las en-

tidades como los titulares de híbridos deben aceptar las condiciones del ejercicio de gestión de dichos híbridos.

El FROB determinará qué emisiones o partidas de instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada se encuentran dentro del ámbito de aplicación de la acción de gestión, debiendo respetar, en esa decisión, el distinto orden de prelación que puedan tener entre sí las emisiones. El FROB podrá imponer:

— El aplazamiento, la suspensión, la eliminación o modificación de determinados derechos, obligaciones, términos y condiciones de todas o alguna de las emisiones de instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada.

— La obligación de la entidad de recomprar los valores afectados al precio que determine el propio FROB.

— Cualquier otra actuación que la entidad de crédito afectada podría haber realizado a través de una acción de gestión de instrumentos híbridos.

Para decidir la acción concreta, el FROB valorará: el importe y peso de esos instrumentos en el total de activos; el importe de las ayudas públicas necesarias así como su naturaleza; la proporción de las ayudas públicas respecto a los activos ponderados por riesgo de la entidad; la viabilidad de la entidad de crédito sin dichas ayudas; la capacidad actual y futura de la entidad de crédito para captar recursos propios en el mercado; el importe que recibirían los titulares de instrumentos híbridos de la entidad de crédito y de deuda subordinada en caso de disolución y liquidación de ésta y a falta de ayudas públicas; el valor de mercado de los instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada a los que vaya a afectar la acción; la efectividad obtenida o que podría obtener una acción de gestión de instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada llevada a cabo por la entidad; y el grado de probabilidad con que los inversores aceptarían voluntariamente las medidas previstas en el artículo 44 de la Ley, teniendo en cuenta, además, el perfil mayoritario de las inversiones en cada una de las emisiones a las que vaya a afectar la acción.

Este régimen legal se limitó, en la propia Ley 9/2012, al 30 de junio de 2013, plazo que fue ampliado posteriormente a 31 de diciembre de 2013. Es decir, se consideró que estas disposiciones tenían un carácter extraordinario y que había que limitarlas a un período relativamente corto. En todo caso, una vez que se apruebe la Directiva Europea de Recuperación y Resolución Bancaria, la ley española deberá adaptarse.

4. El *bail-in* en España

Introducción

Con carácter previo, hay que señalar que los términos de los canjes de preferentes y otros instrumentos de deuda subordinada para entidades con ayudas públicas están sometidos a la normativa europea de ayudas de Estado.

El principio general en el que se apoya la norma española, recogido también en el MoU, es que estos instrumentos deben contribuir lo *máximo posible* a minimizar el coste para el contribuyente derivado de la reestructuración de las entidades que requieren una recapitalización pública.

En este enfoque, los tenedores de preferentes y subordinadas de las entidades debían aceptar, en principio, un recorte de valor significativo que, en ocasiones, podía incluso haber alcanzado la práctica totalidad de su inversión. No obstante, las autoridades europeas aceptaron que fuera posible moderar el recorte de valor siempre que los instrumentos ofrecidos a cambio fueran activos computables como recursos propios de primera calidad, es decir, acciones ordinarias u obligaciones contingentemente convertibles. De este modo, con el canje de preferentes y subordinadas se ha logrado contribuir suficientemente a la cobertura de las necesidades de capital sin necesidad de que los inversores perdieran toda su inversión.

Las entidades que han recibido ayuda pública (los llamados grupos 1 y 2 del ejercicio de estrés) tenían un saldo vivo total de híbridos de 14.223 millones de

euros (5.440 millones de participaciones preferentes, 1.539 millones de deuda subordinada perpetua y 7.245 millones de deuda subordinada con vencimiento).

Una vez realizados todos los ejercicios de gestión de híbridos, el recorte medio aplicado en dichos ejercicios ha sido de un 26 por 100, variando bastante el recorte efectivo en función de las características de las emisiones, de los límites establecidos en los planes de reestructuración o resolución a la participación de los anteriores titulares de híbridos (accionistas tras el ejercicio de gestión de dichos híbridos) en el capital de las entidades, etcétera.

En los ejercicios de gestión de híbridos se ha generado un total en torno a 13.600 millones de euros de capital en las entidades que los han realizado, es decir, la inyección de fondos públicos se ha reducido en ese importe.

Procedimiento seguido en el canje

Siguiendo los requisitos y procedimientos establecidos por la Comisión Europea, antes del canje, cada instrumento fue valorado mediante el descuento de sus flujos de caja de acuerdo a sus condiciones de emisión y de la existencia o no de beneficios en las proyecciones financieras incluidas en los planes de reestructuración o resolución, aplicando unas tasas de descuento en función del tipo de instrumento (el 20 por 100 para las participaciones preferentes, el 15 por 100 para la deuda subordinada perpetua y el 10 por 100 para la deuda subordinada con vencimiento). El valor actual obtenido se incrementó con una prima del 10 por 100, más un 20 por 100 adicional (sobre el nominal inicial) para aquellos valores convertidos en capital o instrumento equivalente, con un valor máximo de conversión del 90 por 100 del valor nominal.

La práctica habitual —salvo algunas excepciones por su casuística especial— ha sido que los tenedores de deuda subordinada con vencimiento han podido elegir entre:

— La conversión en un instrumento de deuda *senior* con un vencimiento igual al de la deuda subordinada canjeada (en algunas entidades se dio la posibilidad de canje por un depósito como instrumento de deuda *senior;* en esos casos debería ser de carácter indisponible). El valor de conversión se ha calculado aplicando al valor nominal de la deuda subordinada un recorte mensual del 1,5 por 100 desde el 1 de diciembre de 2012 hasta el vencimiento de cada emisión.

— La conversión en capital o instrumento equivalente, siendo el valor de conversión el resultante del método descrito anteriormente.

En los casos de NCG Banco y Catalunya Banc, tras la realización de los ejercicios de gestión de híbridos, parte de los inversores obtuvieron acciones que eran muy poco líquidas, ya que no cotizan en ningún mercado organizado. Para aliviar esta situación, y facilitar liquidez a esos accionistas, según el artículo 2 del RD-Ley 6/2013, de 22 de marzo, el FGD lanzó una oferta de compra de las acciones a los tenedores minoristas de las mismas.

Para fijar el precio de recompra, un experto independiente elaboró un informe sobre el descuento a aplicar a la compra de estas acciones para compensar la iliquidez y los riesgos de las mismas. Este descuento fue fijado por la Comisión Gestora del FGD en un 13,8 por 100. La gran mayoría de los accionistas a los que se dirigía la oferta participaron en ella, de modo que, como resultado, el FGD es ahora accionista de NCG Banco con un 25,6 por 100 del capital y de Catalunya Banc y con un 32,4 por 100.

Procedimiento de arbitraje realizado por las entidades

El ejercicio de gestión de híbridos realizado en España se ha enfrentado a un obstáculo importante como es el hecho de que, en numerosos casos, los tenedores de los instrumentos híbridos eran clientes minoristas que no eran conscientes del riesgo que implicaban esos instrumentos. Por ello, NCG Banco, Ca-

talunya Banc y BFA/Bankia están realizando (en NCG ya ha finalizado) procedimientos de arbitraje dirigidos a analizar por esta vía las reclamaciones presentadas por los tenedores de híbridos que sean clientes minoristas. El objetivo es detectar los casos con indicios razonables de que en la comercialización de dichos productos pudieran existir vicios que afectaran a la validez de la transacción. En esos casos, el tenedor minorista no debería asumir las pérdidas por el ejercicio de gestión de pasivos. Para la detección de esos casos se decidió que el procedimiento fuera de arbitraje por ser más eficiente en términos de coste y tiempo de resolución tanto para las propias entidades como para los inversores.

Se ha diseñado un procedimiento donde la recomendación de las entidades de aceptar o no el arbitraje descansa en la opinión de un experto independiente (firmas de auditoría de primera línea), mediante una combinación de criterios establecidos de antemano.

Los criterios básicos utilizados en la revisión de expedientes por los expertos independientes han sido fijados por la Comisión de Seguimiento de Instrumentos Híbridos de Capital y Deuda Subordinada, creada por el Real Decreto Ley 6/2013 de protección a los titulares de determinados productos de ahorro e inversión y otras medidas de carácter financiero. La Comisión está integrada por la Presidenta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que la preside, el Subgobernador del Banco de España, en calidad de Vicepresidente, la Secretaria General de Sanidad y Consumo, el Secretario General del Tesoro y Política Financiera y la Presidenta del Consejo de Consumidores y Usuarios. Los criterios fijados se refieren a:

— Capacidad de contratar (minoría de edad o incapacitación, sin intervención del tutor o representante legal).

— Documentación contractual (inexistencia o ausencia de documentación relevante, incorrecciones relevantes en la documentación, etcétera).

— Información proporcionada sobre el producto (por ejemplo, falta de información sobre el riesgo).

— Obtención de información sobre el cliente por la entidad (por ejemplo, evaluación manifiestamente incorrecta de la adecuación o de la idoneidad).

— Se consideran también otros criterios como el peso de la inversión en el patrimonio del cliente.

Asimismo se fijan como objeto de arbitraje preferente las inversiones inferiores a 10.000 euros, especialmente cuando la inversión procede de un traspaso de productos de bajo riesgo de la misma entidad.

A 15 de noviembre de 2013, las tres entidades citadas habían recibido solicitudes de arbitraje de 429.822 titulares, por un importe de 6.847 millones de euros; los expertos independientes habían aceptado las solicitudes correspondientes a 266.150 titulares, por un importe de 2.941 millones de euros; y se habían abonado por las entidades laudos favorables a 139.513 titulares por un importe de 1.108 millones de euros.

5. Conclusión

La reestructuración del sector financiero en España ha supuesto un coste importante que ha sido repartido entre el sector público y el sector privado. Dada la regulación sobre resolución actualmente en tramitación a nivel europeo, la tendencia se dirige hacia una involucración creciente del sector privado en las pérdidas de modo que la participación pública, de haberla, sea residual y, en todo caso, de última instancia.

Esto debe proteger al contribuyente y asimismo debería fomentar una mayor disciplina en la gestión bancaria. Sin embargo, obliga también a que el sistema financiero sea capaz de soportar una resolución de este tipo sin sufrir efectos desestabilizadores que acaben resultando más dañinos para la economía en su conjunto que si se hubiera optado por el *bail-out*. En este sentido, hay varios elementos claves para que el sector financiero esté correctamente preparado para ese modelo:

— En primer lugar, que las reglas sean conocidas *ex ante.* A futuro, todos los agentes deben ser conscientes de que la garantía implícita del sector público a los bancos se ha reducido considerablemente.

— Que las entidades financieras tengan en su pasivo suficientes elementos para garantizar una capacidad de absorción de pérdidas suficiente. Es decir, deben contar con capital, deuda subordinada y/o deuda *senior* suficiente para que, en caso de pérdidas, éstas no alcancen rápidamente a los depósitos.

— Que exista un Fondo de Resolución financiado por el sector que permita que determinados pasivos, por su especial sensibilidad (fundamentalmente los depósitos de pymes y personas físicas —en la parte superior a 100.000 euros—) puedan ser excluidos del *bail-in* sin que eso inmediatamente obligue a llegar al *bail-out*. En este sentido, la utilidad de este Fondo aumentaría considerablemente si en el contexto de la unión bancaria se creara un fondo único para el conjunto de los países participantes. La propuesta que ha realizado la Comisión así lo recoge pero todavía está negociándose, siendo éste uno de los elementos fundamentales.

— Que, en los momentos de estabilidad, se realicen previsiones sobre cómo se resolvería cada entidad financiera en caso de entrar en problemas. Es decir que se lleven a cabo análisis sobre la «resolubilidad» de cada institución que permitan detectar *ex ante* posibles obstáculos a una eventual resolución y que puedan ser abordados antes de que la entidad entre en problemas.

Referencias bibliográficas

[1] FINANTIAL STABILITY BOARD (2011): «Key Attributes of Efective Resolution Regimes for Financial Institutions», octubre.

[2] PERNIAS, S. (2013): «La quita y la conversión de los acreedores bancarios. El *bail-in*»; IEB.

[3] ZHOU, J.; RUTLEDGE, V.; BOSSU, W.; DOBLER, M.; JASSAUD, N. y MOORE, M. (2012): «From Bail-out to *Bail-in:* Mandatory Debt Restructuring of Sistemic Financial Institutions»; IMF Staff Discusion Note, abril 24.

Documento

— Memorando de Entendimiento sobre condiciones de Política Sectorial Financiera de la UE a España, julio 2012.

José María Roldán Alegre*
Jesús Saurina Salas*

REGULACIÓN MACROPRUDENCIAL

En este trabajo se señalan brevemente algunos aspectos conceptuales de la supervisión macroprudencial y se analiza el papel de la Junta Europea de Riesgo Sistemático (en inglés ESRB) como organismo europeo encargado de la vigilancia macroprudencial. Se destacan algunos instrumentos de política macroprudencial, tanto para hacer frente al riesgo sistémico longitudinal (provisiones dinámicas, colchón de capital contracíclico) como transversal (tratamiento de entidades sistémicas), así como el creciente papel de las pruebas de resistencia. Finalmente, el trabajo acaba con unas reflexiones sobre los retos de la política macroprudencial.

Palabras clave: *regulación macroprudencial, provisiones dinámicas, colchón de capital contracíclico, entidades sistémicas, pruebas de resistencia.*
Clasificación JEL: *G18, G21.*

1. Introducción

El enfoque macroprudencial y las preocupaciones sobre la estabilidad financiera son anteriores a la crisis. En efecto, los trabajos pioneros de Andrew Crockett (2001) y Claudio Borio (2003), el enfoque de muchos bancos centrales hacia la estabilidad financiera como concepto relevante (entre ellos, el Banco de Holanda) e incluso algunos intentos de poner en práctica medidas macroprudenciales (como la provisión dinámica española) demuestran que ese creciente interés por lo macroprudencial ya estaba presente antes de la crisis.

Sin embargo, sería necio negar que es la crisis financiera que empezó en el verano de 2007 la que, de una manera definitiva, impulsa el concepto de supervisión macroprudencial en todos sus aspectos de definición de alcance y objetivos, de aparato analítico, de instrumentos y de definición institucional. ¿Por qué la supervisión macroprudencial queda confirmada tras la crisis? Primero, por la profundidad de la misma: no hay nada como un *one in a hundred years event* para focalizar la atención de los *policy makers* en las reformas esenciales para reparar las fracturas en el sistema financiero internacional en su aparato regulador y supervisor. En segundo lugar, porque la crisis fue especialmente intensa por las complejas interrelaciones entre los distintos operadores financieros radicados en partes muy distantes del sistema financiero internacional. Una visión microprudencial llevó a subestimar la creciente complejidad y fragilidad de los distintos componentes del sistema, de las institu-

* Banco de España.
Las opiniones expresadas en este trabajo son de nuestra exclusiva responsabilidad y no son necesariamente representativas de las del Banco de España o del Eurosistema.

ciones individuales y de sus mecanismos de relación. En suma, la crisis confirmó la necesidad de complementar el enfoque supervisor microprudencial con otro enfoque denominado macroprudencial, cuyo objetivo es tomar en consideración el riesgo sistémico[1].

Las enormes pérdidas que ha generado esta crisis financiera, que ha sido sobre todo una crisis bancaria, tanto en la economía real como en las necesidades de fondos e intervención pública para rescatar de la quiebra a un número elevado de bancos de gran tamaño, tanto en Europa como en EE UU, llevaron a los Gobiernos a entender lo esencial que resultaba esta reforma.

El aspecto institucional del nuevo enfoque es, probablemente, el más relevante de todos. Como respuesta a la crisis se han puesto en marcha una serie de cambios institucionales que, entre otras cosas, han supuesto la creación de nuevos organismos encargados de desarrollar la vigilancia macroprudencial. En primer lugar, la creación en 2009, a instancias del grupo de países del G20 que integra a los países desarrollados más importantes junto con las potencias emergentes más significativas, la creación del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, Financial Stability Board), encargado de liderar las reformas regulatorias que permitan disponer de un sistema financiero internacional más estable. Dentro del mismo, se establecen subestructuras encargadas de la vigilancia de las vulnerabilidades emergentes en el sistema financiero internacional (el llamado Comité Permanente de Vulnerabilidades, SCAV o Standing Committee on Assessment of Vulnerabilities), del diseño de nuevas normas y de la vigilancia del sistema financiero internacional (el denominado Comité Superior y Regulador, SRC o Supervisory and Regulatory Committee) y de la implantación efectiva de las reformas acordadas por el FSB (el SCSI o Standing Committee on Standards Implementation). Es, no obstante, en Europa donde la perspectiva macroprudencial se ha institucionalizado de forma más evidente a través de la creación, a finales de 2010, de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB, European Systemic Risk Board) encargada de lanzar alertas y recomendaciones, en su caso para disminuir el riesgo sistémico y, muy en particular, encargarse de desarrollar los elementos macroprudenciales para su prevención.

En el apartado 2 de este trabajo se señalan brevemente algunos aspectos conceptuales de la supervisión macroprudencial. En el apartado 3 se analiza el papel del ESRB como organismo europeo encargado del enfoque macroprudencial. En el apartado 4 destacamos algunos instrumentos de política macroprudencial, tanto para hacer frente al riesgo sistémico longitudinal como transversal. El trabajo acaba con unas reflexiones sobre los retos de la política macroprudencial en el apartado 5.

2. Aspectos conceptuales de la supervisión macroprudencial

Aunque la crisis ha sido, sin duda, el detonante de la puesta en marcha de estas reformas en el ámbito macroprudencial, es necesario también entender los motivos de este cambio de enfoque desde una perspectiva más analítica.

A veces se acusa a los supervisores microprudenciales de haber caído en la falacia de la composición: si cada integrante del sistema financiero es solvente, el conjunto del sistema también lo será, olvidando que existen interacciones entre las entidades que pueden hacer que cuando ocurra un *shock* en la economía, o en el sistema financiero, se pongan de manifiesto las vulnerabilidades acumuladas a lo largo de la fase expansiva. Tales vulnerabilidades, además, pueden estar concentradas en un grupo de entidades muy interconectadas e importantes para la estabilidad del conjunto del sistema financiero.

No obstante, es necesario insistir en la importancia del enfoque microprudencial y en los peligros de conceptualizar el análisis macroprudencial como un susti-

[1] ROLDÁN y SAURINA (2011) contienen una serie de lecciones a extraer por parte de los reguladores y supervisores de esta crisis financiera. Véase también SAURINA (2012) para una reflexión sobre cómo afrontar el riesgo sistémico.

tuto del primer enfoque. El enfoque microprudencial es el primer pilar sobre el que se asienta el conjunto del edificio regulador y supervisor de un sistema bancario. En las discusiones sobre lo macroprudencial se tiende a olvidar que la solvencia de cada entidad en un sistema bancario es una condición necesaria para minimizar la aparición de riesgo sistémico, aunque en ocasiones puede que no sea suficiente.

Podríamos intentar definir la regulación/supervisión macroprudencial como aquella que busca reducir el riesgo sistémico, reforzando el sistema financiero frente a *shocks,* ayudando a que continúe funcionando normalmente sin consecuencias adversas para la economía real y sin la necesidad de acudir a la utilización de un soporte de emergencia extraordinario. La regulación macroprudencial debe contribuir a mantener la estabilidad financiera. Es, sobre todo, una regulación con vocación preventiva.

Existe un consenso generalizado respecto a que la regulación macroprudencial debe tomar en consideración dos dimensiones (Borio, 2003). En primer lugar, la dimensión temporal, ligada a la aparición de riesgo sistémico a lo largo del ciclo crediticio (prociclicidad del sistema financiero). En segundo lugar, la dimensión transversal. En cada momento del ciclo crediticio hay interconexiones entre entidades financieras que pueden dar lugar a contagio entre ellas y a la aparición de riesgo sistémico, es decir, riesgo de que el conjunto del sistema bancario se vea afectado por los problemas en una de estas entidades centrales de cada sistema. Una entidad puede ser central bien por su tamaño, bien por las interconexiones con otras entidades, bien por la imposibilidad de sustituir su actividad en determinados mercados en caso de colapso[2]. La quiebra de una de estas entidades centrales puede contagiar al conjunto del sistema financiero originando una externalidad negativa sobre el conjunto de la economía. Es el problema de las entidades sistémicas, demasiado grandes para quebrar (*too big to fail,* en inglés).

3. Instituciones macroprudenciales

El enorme impacto de la crisis bancaria en Europa, con la necesidad de recapitalización temprana de grandes bancos europeos (HBOS/LLoyds, RBS, ING, Dexia, Fortis,…), llevó a la convicción en Europa de la necesidad de cambiar el marco institucional de la supervisión bancaria europea. A partir de la reflexión abierta por el informe De Larosière, Europa puso en marcha un nuevo conjunto de agencias supervisoras.

Por un lado se crearon las tres Autoridades Europeas Supervisoras (ESA, European Supervisory Authorities): la Autoridad Bancaria Europea (EBA, European Banking Authority), la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA, European Insurance and Occupational Pensions Authority) y la Autoridad Europea del Mercado de Valores (ESMA, European Securities Markets Authority), encargadas de coordinar a nivel europeo a los supervisores nacionales, de los bancos, las compañías de seguros y fondos de pensiones y de los mercados de valores, respectivamente. Estas tres nuevas instituciones representan una evolución natural de los tres comités sectoriales creados tras el informe Lamfalussy, el Comité Europeo de Supervisores Bancarios (CEBS, Committee of European Banking Supervisors), el Comité Europeo de Supervisores de Seguros y Pensiones de Jubilación (CEIOPS, Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors) y el Comité Europeo de Reguladores de Valores, (CESR, Committee of European Securities Regulators), a los que se refuerza dotándoles de carácter institucional europeo (pasan a ser agencias europeas) y otorgándoles cierta capacidad ejecutiva propia, si bien limitada.

Por otro lado, y de forma complementaria a los desarrollos en la supervisión microprudencial europea descritos en el párrafo anterior, se creó a finales de 2010 el

[2] Es conveniente recordar que un grupo de entidades, que individualmente pueden ser no ya no sistémicas, sino irrelevantes, pueden representar como conjunto una fragilidad para el sistema financiero: es la sistemicidad derivada de las características individuales de un conjunto de entidades.

ESRB, encargado de realizar un seguimiento del riesgo sistémico, alertar de desarrollos potencialmente peligrosos para el sistema financiero europeo, tanto a nivel global como en países o áreas concretas, y, si es necesario, realizar recomendaciones a las autoridades comunitarias, nacionales o a los supervisores microprudenciales para que pongan en marcha medidas para mitigar dichos riesgos. Además, el ESRB debe jugar un papel importante en el desarrollo de políticas e instrumentos macroprudenciales.

Entre las recomendaciones más importantes que ha realizado el ESRB en su corta existencia se encuentra la de que cada país ponga en marcha una autoridad macroprudencial encargada de la supervisión macroprudencial y, por tanto, de la vigilancia y mitigación del riesgo sistémico. Dada la importancia del sector bancario en Europa frente al resto de intermediarios financieros y al peso de los mercados como fuente de financiación de las economías reales, dada la tradicional concentración de las tareas de supervisión bancaria en los bancos centrales nacionales y, por último aunque no por ello menos importante, dada la cercanía del enfoque y de las políticas macroprudenciales a las tareas y responsabilidades que habitualmente desarrollan los bancos centrales, no es de extrañar que la recomendación del ESRB otorgue un papel de liderazgo (*leading role*) a los bancos centrales en las futuras autoridades macroprudenciales nacionales.

Este diseño institucional, tanto el referido a las autoridades europeas de supervisión como el del propio ESRB, va a verse afectado por los desarrollos más recientes en Europa: nos estamos refiriendo a la puesta en marcha del proyecto de unión bancaria en el área del euro y, en concreto, a la puesta en marcha del Mecanismo Único de Supervisión (MUS) en torno al Banco Central Europeo (BCE). Sin embargo, esta nueva iniciativa no hace sino reforzar la importancia de las políticas macroprudenciales. En efecto, el BCE, en coordinación con las autoridades nacionales competentes, va a ser responsable del desarrollo y puesta en práctica de las políticas e instrumentos macroprudenciales en los países de la zona euro.

En definitiva, en Europa se están dando pasos importantes para que junto a la supervisión y regulación microprudencial haya una perspectiva complementaria configurada en torno a la supervisión/regulación macroprudencial atenta al riesgo sistémico que surge tanto a lo largo del ciclo crediticio/económico como por las interconexiones entre entidades de muy elevado tamaño o muy complejas.

4. Instrumentos y políticas macroprudenciales

La dimensión temporal

En cuanto a la dimensión temporal de la política macroprudencial, desde nuestro punto de vista, el punto de partida debe ser el análisis del ciclo crediticio. Los errores de política crediticia se cometen en las fases expansivas, cuando prestamistas y prestatarios tienen una confianza excesiva en sus proyectos de inversión. Dicho exceso de optimismo implica una relajación de los estándares de admisión y concesión de riesgo de los bancos. En las recesiones, estos se vuelven conservadores y endurecen sus condiciones crediticias. Así, los gestores bancarios en las fases expansivas dan un peso excesivo a evitar que los buenos acreditados no consigan financiación y dan menos importancia de la debida a que los prestatarios de baja calidad consigan financiación bancaria. Lo contrario pasa en las recesiones. La justificación de este comportamiento está en la existencia de información asimétrica (miopía frente a los desastres, comportamiento gregario, problemas de agencia o falta de memoria institucional).

La relajación de los estándares crediticios en la fase expansiva, en particular si dicha fase es muy larga, se traduce en una acumulación de riesgo sistémico, sin que a nivel microprudencial se aprecie todavía su materialización en morosidad y necesidades de saneamiento. El retraso entre excesivo crecimiento del crédito y la aparición de problemas explícitos de morosidad, una evolución positiva de los resultados

y unos niveles de activos ponderados por riesgo bajos, hacen que la acumulación de riesgo sistémico sea compatible con una buena posición aparente de cada entidad. Sin embargo, las carteras crediticias de las entidades van aumentando su dependencia de la posición cíclica de la economía, a veces debido a una elevada vinculación al ciclo inmobiliario. De esta forma, la interconexión entre entidades de un sistema bancario aumenta, aunque no se refleje en los indicadores de riesgo. Cuando aparece un *shock* (el precio de la vivienda deja de subir, los mercados de financiación basados en préstamos a la vivienda se paran bruscamente, la recesión llega abruptamente,…) el riesgo sistémico se pone de manifiesto con un importante aumento de la morosidad y de los impagos en prácticamente todas las entidades bancarias, aunque no con la misma intensidad. Los excesos de la relajación de la política crediticia se empiezan a pagar[3].

La regulación macroprudencial está desarrollando instrumentos que permitan hacer frente a la dimensión temporal del riesgo sistémico. Un ejemplo son las provisiones dinámicas o anticíclicas desarrolladas y aplicadas por el Banco de España desde el año 2000. Otro ejemplo son los colchones de capital contracíclico que Basilea III ha creado y la Directiva europea de Requerimientos de Capital ha adoptado.

Las provisiones dinámicas fueron establecidas a mediados de 2000 y modificadas en 2004 para adaptarlas a las normas internacionales de información financiera (IFRS, International Financial of Reporting Standards). Cubren el aumento en el riesgo de crédito (o en lenguaje más contable, las pérdidas incurridas todavía no identificadas en operaciones concretas) durante las fases expansivas, de tal forma que se acumula un fondo de provisiones en los buenos tiempos para usarlo en los malos cuando se concretan las pérdidas crediticias en operaciones individuales. Se trata por tanto de un instrumento macroprudencial para disminuir la prociclicidad del sistema financiero, ya que por un lado tiende a moderar (estimular) el crecimiento del crédito en la fase expansiva (recesiva), y por otro lado permite construir un colchón de recursos propios en la fase alcista del ciclo que pueda ser utilizado para proteger a la entidad y al sistema bancario en la fase bajista.

Las provisiones dinámicas están basadas en la información e investigación del Banco de España utilizando datos sobre impagos a lo largo del tiempo en carteras homogéneas de riesgo contenidos en la Central de Información de Riesgos (CIR). Contrariamente a lo que piensan algunos de sus críticos, se trata de un mecanismo transparente en términos de la cuenta de resultados de las entidades, siendo posible apreciar con nitidez su impacto en cada momento del tiempo.

Las provisiones dinámicas se han revelado como un instrumento muy útil para un número muy elevado de entidades durante esta crisis, pero no son un remedio milagroso porque, como es bien sabido, una parte relativamente importante del sistema bancario español ha tenido que ser recapitalizado con fondos públicos y está en proceso de restructuración. Para estas últimas entidades las provisiones dinámicas acumuladas en la fase alcista han reducido la cantidad de dinero público que ha sido necesario inyectar en estos bancos para que pudieran seguir funcionando[4].

La filosofía que hay detrás de las provisiones dinámicas ha inspirado el colchón de capital contracíclico (*counter-cyclical capital buffer*) de Basilea III y que no hace más que aumentar los requisitos de capital en la fase expansiva, cuando el crédito crece por encima de su tendencia, y reducirlos o liberarlos cuando el ciclo crediticio cambia a juicio del supervisor. El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea se dio cuenta de que

[3] JIMÉNEZ y SAURINA (2006) analizan para el caso español esta dimensión temporal y reflexionan sobre la necesidad de dotarse de instrumentos de carácter macroprudencial como las provisiones contracíclicas.

[4] Un análisis detallado del funcionamiento de estas provisiones y de su impacto efectivo puede verse en SAURINA (2009a y b). Un análisis cuantitativo detallado de su evolución e impacto aparecerá próximamente en TRUCHARTE y SAURINA (2013).

existía una elevada fluctuación de los requerimientos de capital basados en los modelos internos de medición del riesgo de crédito de las entidades ya que tanto las probabilidades de impago a un año vista como las pérdidas en caso de impago y la exposición al impago fluctúan marcadamente a lo largo del ciclo. Cuando llega la fase recesiva los bancos pueden verse enfrentados a unos requerimientos de capital que de forma inesperada aumentan sustancialmente, en un momento en el que es difícil obtener capital en el mercado o generarlo internamente. Por ello, aumentan los incentivos a disminuir el crédito para poder cumplir con los nuevos niveles de capital, lo que tendrá un efecto negativo adicional sobre el ciclo crediticio y la economía real, contrayéndolos adicionalmente.

Este efecto pernicioso de la regulación bancaria que aumenta la ya natural prociclicidad del sistema bancario ha llevado al desarrollo del cochón contracíclico como un elemento macroprudencial que amortigüe la prociclicidad y, por tanto, el desarrollo del riesgo sistémico longitudinal, de una forma muy parecida a como lo ha hecho la provisión dinámica española[5].

La dimensión transversal

La crisis financiera internacional ha requerido que los Gobiernos rescaten o ayuden a un grupo numeroso de entidades financieras de elevado tamaño y complejidad. Como ya se ha mencionado, en EE UU, Reino Unido y Europa continental se han producido apoyos muy importantes a grandes bancos para evitar el colapso de los sistemas bancarios y financieros. Por ello, las autoridades políticas y los reguladores y supervisores bancarios han mostrado mucho interés en intentar evitar este problema en el futuro. Así, el G20 en varias ocasiones ha manifestado su deseo de que la cuestión de las entidades sistémicas se aborde y resuelva satisfactoriamente.

A nivel teórico, en un sistema financiero puede existir un grupo de entidades sistémicas o potencialmente sistémicas que requieran una vigilancia especial, siendo necesario identificarlas y, en su caso, regularlas y supervisarlas más estrechamente que al resto de entidades para dotarlas con una mayor capacidad de absorber pérdidas por las externalidades negativas que pueden ocasionar al conjunto del sistema financiero y de la economía. Conviene señalar que las entidades individuales no se preocupan por el riesgo sistémico porque la externalidad negativa que generan no forma parte de los objetivos de los accionistas y de los gestores.

A nivel práctico, la crisis financiera internacional que se inició en 2007 ha puesto muy claramente de manifiesto la existencia y el impacto de las entidades sistémicas. Precisamente debido al tamaño, las interconexiones y el contagio que pueden generar, esta crisis ha reforzado la idea de la existencia de entidades *too big to fail* (o *too complex to fail*), de entidades demasiado grandes o complejas para quebrar. Adicionalmente algunas entidades, además de ser demasiado grandes y/o complejas para quebrar, pueden llegar a ser demasiado grandes para ser rescatadas por un Gobierno. Este es el caso cuando el sistema financiero de un país tiene un tamaño desproporcionado en relación a su PIB, y cuando la organización de las entidades radicadas en ese país impide una resolución ordenada de las mismas (por ejemplo, su negocio internacional se organiza en torno a sucursales y no está basado en filiales autónomas desde el punto de vista de liquidez y solvencia).

En definitiva, tanto a nivel teórico como práctico, existe una necesidad de regular y controlar el riesgo sistémico, no solo en su dimensión temporal sino también en la dimensión transversal, concretado en las entidades sistémicas. Para ello se necesita un enfoque macroprudencial, porque va más allá de la situación de cada entidad y se necesita tomar en consideración

[5] Un análisis detallado del colchón contracíclico de capital puede verse en REPULLO, SAURINA y TRUCHARTE (2010) y en REPULLO y SAURINA (2012). Ambos trabajos ponen de manifiesto la necesidad de analizar cuidadosamente la prociclicidad que un sistema, basado en modelos internos de las entidades para medir el riesgo de crédito, plantea.

sus interconexiones, aunque es posible que una parte de los instrumentos a utilizar tenga una naturaleza microprudencial (más supervisión, más capital, desarrollo de sistemas de resolución específicos, etcétera).

La determinación de qué entidades son sistémicas no es fácil. Tamaño, interconexiones, falta de sustituibilidad, complejidad y actividad transnacional son variables claves. Una vez identificadas las entidades sistémicas es posible plantearse tomar medidas regulatorias/supervisoras.

En primer lugar una forma de evitar tener entidades sistémicas es limitando su tamaño, estructura y alcance de sus actividades. La idea detrás de esta aproximación denominada estructural es que si una entidad es demasiado grande (y/o compleja) para quebrar es que, simplemente, es demasiado grande (y/o compleja). Este enfoque estructural tiene diferentes matices en EE UU (*Volcker's rule*), Reino Unido (*Vicker's Report*) o Europa en su conjunto (*Liikanen Report*) pero sobre todos ellos planea la cuestión de si es posible o no la separación entre banca de inversión y banca minorista, la primera más arriesgada que la segunda, estando esta destinada a satisfacer las necesidades básicas de intermediación financiera de familias, empresas y Gobiernos.

En segundo lugar se trataría de exigir niveles de recursos propios y de liquidez mayores para las entidades sistémicas. Los requisitos de recursos propios más exigentes sirven tanto para disminuir la probabilidad de impago de una de estas entidades como su impacto en los acreedores una vez que haya quebrado y se deba proceder a su liquidación. Se pide además que dichos recursos propios tengan verdadera capacidad de absorción de pérdidas, es decir, que sean en términos de capital y reservas de la entidad.

Parece difícil argumentar en contra de la solución de reforzar el capital de las entidades. En primer lugar porque contribuye a disminuir la probabilidad de quiebra del banco. Si además los requerimientos tienen en cuenta que existen diferentes grados de entidades sistémicas y se ajustan proporcionalmente a ellos, la protección parece todavía mejor: cuanto más sistémica la entidad, más requisitos de capital se exigen. Además, más capital debería contribuir a alinear mejor los incentivos de los accionistas con los de los supervisores. A medida que aumenta el compromiso del accionista, sus incentivos para controlar el riesgo también crecen. En caso de quiebra final de la entidad, un nivel mayor de capital protege al resto de acreedores, lo que debería reducir la repercusión sistémica de dicha quiebra. Por añadidura, el recargo de capital contribuye a neutralizar la ventaja competitiva que pueden tener las entidades sistémicas al financiarse a un coste menor, precisamente por su carácter o percepción de ser sistémicas. Por otro lado, el recargo de capital parece mejor que otras soluciones impositivas (*ex ante* o *ex post*) porque lo recaudado con estas no está a disposición de la entidad para hacer frente a *shocks* inesperados y, por lo tanto, se protege peor la solvencia de la entidad.

Además del reforzamiento de la normativa prudencial, la obligación de que las entidades sistémicas confeccionen un plan de recuperación y, en su caso, de liquidación ordenada de la entidad, que sea creíble y factible, puede ser una forma adicional de solucionar el problema de las entidades sistémicas. Es lo que se conoce popularmente como los *living wills* o, más formalmente, como los *recovery and resolution plans*. La idea es tener preparado un plan de contingencia para que, si aparece un problema en la entidad sistémica, se pueda neutralizar o gestionar adecuadamente. Por ejemplo, si una entidad sistémica, diversificada internacionalmente, con filiales en numerosos países, llegara a tener un problema de solvencia en un país, ese plan contemplaría pasos concretos que aseguraran que el problema en una parte de la organización no se extendería al resto, esto es, que se minimiza su impacto en el conjunto de la entidad. Obviamente, la estructura organizativa de la entidad es muy importante para facilitar la resolución de estos problemas. Así, *a priori* parece mucho más fácil resolver una entidad organizada a través de filiales autónomas financieramente que otra entidad organiza-

da mediante sucursales, sin autonomía financiera, con centralización de todo tipo de decisiones (sobre liquidez, solvencia, control de riesgo, etcétera).

El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea ha hecho una propuesta concreta de identificación y exigencia de capital a los bancos globalmente sistémicos. Para identificar a los bancos sistémicamente importantes a nivel global utilizan cinco grupos de variables: exposición internacional, tanto por el lado del activo como del pasivo, tamaño, interconexión, facilidad con que pueden ser sustituidos y su complejidad. Una vez identificadas y ordenadas las entidades sistémicas con una metodología común, se les exigirá un recargo de capital proporcional a su grado de sistemicidad. Dicho recargo oscilará entre el 1 por 100 y el 2,5 por 100, en cuatro grupos de entidades con un recargo adicional del 3,5 por 100 para un quinto grupo que puede estar vacío. La idea es generar un desincentivo, en términos de recargo de capital adicional, a que las entidades sigan aumentando su importancia sistémica y acaben entrando en el grupo del recargo máximo previsto. El capital adicional para los bancos sistémicos debería ser de la máxima calidad, no permitiéndose la utilización de instrumentos híbridos o convertibles.

Pruebas de resistencia

Las dudas de los inversores sobre la calidad de los activos bancarios ha llevado a la utilización de las pruebas de resistencia o estrés tests con fines macroprudenciales, es decir, buscando recuperar la confianza en el sistema bancario no solo a nivel de cada entidad sino también a nivel global. Se trata de una herramienta que ya se utilizaba de forma habitual tanto por los bancos como por los supervisores para medir el riesgo y su posible evolución en escenarios adversos. Dichas pruebas empezaron a desarrollarse en relación al riesgo de mercado, pero se extendieron de forma natural al riesgo de crédito.

Con la crisis se han utilizado de forma, primero puntual y después regular, tanto en EE UU como en Europa. El ejemplo paradigmático de la utilización de las pruebas de resistencia como instrumento con una dimensión macroprudencial o sistémica es el ejercicio denominado SCAP llevado a cabo por la Reserva Federal estadounidense en 2009. En un momento en que las dudas sobre la calidad de los activos y, por tanto, sobre la solvencia de las entidades era máxima, el anuncio de las pruebas de resistencia, la posterior publicación de la metodología sobre cómo se iban a hacer, la publicación de las necesidades de capital de cada entidad, a cubrir en un período relativamente corto de tiempo pero no inmediatamente, y el anuncio de la existencia de fondos públicos que podrían utilizar las entidades, a cambio lógicamente de ciertas restricciones, para recapitalizarse si no podían encontrar el capital por sus propios medios, permitió a los inversores recobrar la confianza en los bancos estadounidenses y, desde ese momento, ya no la han vuelto a perder.

El éxito de este primer ejercicio de estrés test con finalidades macroprudenciales llevó a las autoridades europeas a intentar repetirlo (en dos ocasiones de hecho, 2010 y 2011).

Dentro del marco nacional, el ejercicio que se realizó en España en la segunda mitad de 2012, gobernado por las autoridades europeas (Comisión Europea, Banco Central Europeo y Autoridad Bancaria Europea) con la asistencia técnica del FMI y en el contexto del Memorando de Entendimiento entre las autoridades españolas y europeas, que desarrollaba el programa europeo de asistencia al sector bancario español, puede ser otro ejemplo de prueba de resistencia con un resultado favorable en términos de recapitalización, restructuración y recuperación de la confianza en los balances bancarios y en la solvencia de las entidades.

Una parte del éxito de las pruebas de resistencia se basa en la utilización de información muy granular sobre los activos y su calidad. En el caso español, los consultores que desarrollaron la mencionada prueba de resistencia tuvieron acceso a la información detallada préstamo a préstamo de cada banco participante en la prueba, así como a las características de las garantías cuando existían y a la información muy granular, activo a

activo, de los activos adjudicados en pago de deudas y a su valor de venta, cuando esta se ha producido. Esta información permite calcular los determinantes de la probabilidad de impago de los préstamos, las pérdidas en caso de impago, controlar las curas que se producen a lo largo del tiempo en los activos morosos y medir con elevada precisión qué parte de los disponibles de las líneas de crédito se acaban disponiendo antes del impago del prestatario. Si esta información se complementa con proyecciones normales y estresadas de la cuenta de resultados y, en particular, de los beneficios antes de provisiones, la prueba de resistencia cuenta con información suficiente para que sea creíble a nivel de los inversores y suficientemente fiable para que los supervisores puedan establecer unos requisitos de capital que garanticen la solvencia de la entidad incluso en un escenario con una elevada probabilidad de ocurrencia, lo que contribuye de manera determinante a eliminar el riesgo sistémico sobre un sector bancario.

La ley Dodd-Frank en EE UU ha convertido las pruebas de estrés test en obligatorios y regulares para los bancos que se perciban como sistémicos[6]. Cabe pensar que esta práctica puede extenderse a otras jurisdicciones. La exigencia regular de estas pruebas de resistencia tiene un impacto en la planificación del capital que realizan las entidades, de tal forma que deben incorporar en ella las previsiones sobre la evolución futura de la economía para evitar sorpresas de incumplimiento de los niveles mínimos de capital exigido. Los escenarios para llevar a cabo las pruebas de resistencia deben ser, por supuesto, exigentes pero, al mismo tiempo, no pueden ser extremos, con una muy baja capacidad de ocurrencia, o muy cambiantes de un año a otro porque podría introducirse de esta forma mucha incertidumbre en el cálculo del capital regulatorio mínimo. Si esto ocurriera, los estrés test dejarían de ser un instrumento macroprudencial y se podrían convertir en una nueva fuente de inestabilidad financiera.

[6] Véase, por ejemplo, FEDERAL RESERVE BOARD (2013).

5. Reflexiones finales

En este trabajo hemos puesto de manifiesto cómo la crisis financiera internacional, de una virulencia no vista desde la gran depresión de los años treinta del siglo pasado, ha puesto en marcha una serie de cambios institucionales y un arsenal de instrumentos regulatorios que ponen de manifiesto la necesidad de una visión macroprudencial en la regulación y la supervisión bancarias. Esta visión puede complementar el primer pilar de la supervisión que es el enfoque microprudencial, una condición necesaria, aunque a veces no suficiente, para mantener la estabilidad financiera y minimizar el riesgo sistémico y su impacto potencial sobre la economía real.

El enfoque macroprudencial es un paso importante en la búsqueda de una mayor estabilidad financiera, pero es un paso no exento de retos importantes. En primer lugar, hay que determinar cuál es el alcance que quiere darse a la política macroprudencial. Algunos expertos anglosajones elevan la política macroprudencial a la categoría de tercer pilar de la política económica, al mismo nivel que la política monetaria y la fiscal. Sin negar la relevancia de esta posición, parece evidente que el desarrollo de los marcos conceptuales y aplicados de estas dos políticas está mucho más avanzado que el de la política macroprudencial, la cual está dando sus primeros pasos, tanto a nivel teórico como empírico.

Una visión más modesta, pero no por ello menos relevante, es la que señala que existen importantes interacciones entre la política macroprudencial y, en particular, con la política monetaria. Sostiene esta visión que resulta difícil pensar que la política macroprudencial pueda decidirse y actuar de forma completamente separada de la política monetaria[7]. Por un lado no parece que el ciclo crediticio pueda gestionarse solo

[7] JIMÉNEZ *et al.,* (2012 y 2013) muestran la conexión existente entre la política monetaria, la oferta de crédito bancario y la posición de solvencia y de liquidez de los bancos individuales, así como el impacto que tienen largos períodos de bajos tipos de interés en la toma de riesgo por parte de los bancos.

con instrumentos macroprudenciales. Por otro lado, es difícil que la estabilidad macroeconómica pueda conseguirse sin un sistema financiero estable. Es decir, la solvencia del conjunto del sistema depende también de la situación de cada entidad, de su calidad del activo, su rentabilidad y sus perspectivas de solvencia.

Lo anterior plantea la necesidad de tender puentes entre la estabilidad macroeconómica y la financiera. El enfoque macroprudencial es el marco en el que ambas cuestiones pueden abordarse, de ahí su importancia creciente. El marco conceptual de análisis se complica pero, a la vez, se enriquece de forma notable. En dicho marco deberán tener cabida los diferentes instrumentos macroprudenciales ya conocidos o que puedan desarrollarse en el futuro. Dichos instrumentos deberán considerarse interaccionando con los propios de la política monetaria (tipos de interés, por ejemplo) o de la política fiscal (intensidad recaudatoria desagregada) para en cada momento del tiempo aplicar la combinación que se crea más adecuada para gestionar el ciclo económico y el crediticio, de forma que no se ponga en riesgo el crecimiento potencial de la economía pero al mismo tiempo se reduzca su volatilidad, minimizando el impacto en la economía real de dicha volatilidad (burbujas y recesiones profundas).

Por último, no podemos obviar que la política macroprudencial tenderá a un activismo importante: los responsables de la política macroprudencial siempre intentarán minimizar el error Tipo II (no tomar medidas frente a una crisis sistémica) a expensas de no minimizar el error de Tipo I (tomar medidas cuando no hay riesgo sistémico en juego). Aunque en el corto plazo los costes en términos de eficiencia (derivados de la implantación de medidas restrictivas sobre la actividad financiera sin que sean necesarias) no serán muy relevantes, en el medio plazo sí podrían llegar a serlo.

En definitiva, en los próximos años asistiremos a una creciente definición práctica de las políticas «macroprudenciales», que pondrán a prueba el nuevo marco analítico e institucional puesto en vigor a raíz de la crisis.

Referencias bibliográficas

[1] BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM (2013): Comprehensive Capital Analysis and Review 2013: Assessment Framework and Results. Marzo.

[2] BORIO, C. (2013): «Towards a Macroprudential Framework for Financial Supervision and Regulation? *BIS Working Papers* 128, febrero.

[3] CROCKETT, A. (2001): «Market Discipline and Financial Stability» *Financial Stability Review*, Bank of England, junio.

[4] JIMENEZ, G. y SAURINA, J. (2006): «Credit Cycles, Credit Risk, and Prudential Regulation», *International Journal of Central Banking,* 2, 65-98.

[5] JIMENEZ, G.; ONGENA, S.; PEYDRO, J.L. y SAURINA, J. (2012): «Credit Supply and Monetary Policy: Identifying Bank Balance-sheet Channel with Loan Applications» *American Economic Review*, 102(5), 2.301-2.326.

[6] JIMENEZ, G.; ONGENA, S.; PEYDRO, J. L. y SAURINA, J. (2013): «Hazardous Times for Monetary Policy: What Do Twenty-Three Million Bank Loans Say About the Effects of Monetary Policy on Credit Risk? De próxima publicación en *Econométrica*.

[7] LAROSIERE, J. DE (2009): «The High Level Group on Financial Supervision in the EU Report». Brussels, febrero.

[8] REPULLO, R. y SAURINA, J. (2012): «The Countercyclical Capital Buffer of Basel III. A Critical Assessment» Chapter 3 (45-67) of the book *The Crisis Aftermath: New Regulatory Paradigms*, edited by M. DEWATRIPONT y X. FREIXAS, CEPR Marzo.

[9] REPULLO, R.; SAURINA, J. y TRUCHARTE, C. (2010): «Mitigating the Pro-cyclicality of Basel II,» *Economic Policy*, 64, 659-702.

[10] ROLDAN, J. Mª. y SAURINA, J. (2011): «Old and New Lessons of the Financial Crisis for Risk Management» Chapter 4 of a book edited by Peter Hoflich from The Asian Banker entitled Banks at Risk: Global Best Practices in an Age of Turbulence, John Wiley & Sons (Asia).

[11] SAURINA, J. (2009a): «Dynamic Provisioning. The Experience of Spain» in *Crisis Response. Public Policy for the Private Sector*, Note No. 7, The World Bank.

[12] SAURINA, J. (2009b): «Loan Loss Provisions in Spain. A Working Macroprudential Tool». *Revista de Estabilidad Financiera*, nº 17, Banco de España, 11-26.

[13] SAURINA, J. (2012): «Riesgos sistémicos y supervisión macroprudencial». *Papeles de Economía Española, 130,* 130-149.

[14] TRUCHARTE, C. y SAURINA, J. (2013): «Spanish Dynamic Provisions. Main Numerical Features». *Revista de Estabilidad Financiera*. Banco de España. De próxima publicación.

Jorge Sicilia Serrano*
Santiago Fernández de Lis Alonso**
Ana Rubio González***

FRAGMENTACIÓN FINANCIERA Y UNIÓN BANCARIA: HACIA UNA EUROPA MÁS INTEGRADA

La velocidad e intensidad de la reacción a la crisis explica las diferencias entre los sistemas financieros europeo y norteamericano: las entidades europeas todavía afrontan problemas serios, mientras que las norteamericanas están en una posición más saneada. En particular, la zona euro está sufriendo la fragmentación de los mercados financieros y el círculo vicioso entre riesgo soberano y bancario, que son incompatibles con la unión monetaria. La solución debe pasar por la unión bancaria, que es una condición necesaria pero no suficiente. Hacen falta también medidas que reduzcan el sesgo doméstico en las tenencias bancarias de deuda soberana.

Palabras clave: *sistema financiero, unión bancaria, consolidación, rentabilidad, tecnología.*
Clasificación JEL: *F330, F340, F360, G180, G210.*

1. La crisis internacional y la heterogénea reacción de Estados Unidos y la Unión Económica y Monetaria

Seis años después del inicio de una crisis económica mundial, de extensión y gravedad inesperadas, sus efectos siguen notándose en prácticamente todas las geografías y todos los sistemas financieros, aunque con muy distinta intensidad. ¿En qué radican estas diferencias actuales, especialmente entre los sistemas bancarios de Estados Unidos (EE UU) y la Unión Económica y Monetaria (UEM)? ¿Era mucho mejor la situación de partida de las entidades financieras de algún área económica? ¿Hasta qué punto la respuesta de las autoridades y de la industria ha modulado los efectos de la crisis? ¿Por qué una crisis iniciada en Estados Unidos y en entidades de ese país ahora se sigue sintiendo con más intensidad entre los bancos europeos?

Las fases de la crisis internacional

Efectivamente, en su inicio la crisis financiera estuvo radicada en Estados Unidos. En el verano de 2007 se rebajaron las calificaciones crediticias de más de

* Economista Jefe del Grupo BBVA.
** Economista Jefe de Sistemas Financieros y Regulación BBVA.
*** Economista Jefe de Sistemas Financieros BBVA.

100 emisiones de deuda que tenían deuda subprime estadounidense como colateral, Bear Sterns liquidó dos hedge funds que habían invertido en MBS (Mortgage Backed Securities o titulizaciones de hipotecas) y varios bancos hipotecarios se declararon en quiebra. En un entorno de prolongada expansión económica y exitosa innovación financiera, los inversores habían infla-estimado el riesgo, confiando para sus decisiones en los *ratings* proporcionados por las agencias de calificación, incluso en el caso de productos complejos de muy difícil comprensión. Además, la liquidez había sido poco costosa y abundante, fomentando el incremento de la inversión, que la globalización y la tecnología habían permitido que fuera cada vez más internacional.

Todos estos factores dieron lugar a un rápido contagio de la crisis a través de los mercados financieros internacionales, vía una fuerte pérdida de confianza. En un mercado globalizado sin la transparencia y la supervisión necesarias, las dudas sobre quién había adquirido los productos derivados del subprime americano y sobre si los tenedores los tenían suficientemente cubiertos, resultaron tener un efecto muy negativo, que se propagó rápidamente por las geografías. Esto vino acompañado de una mayor aversión al riesgo y la consiguiente preferencia por la liquidez. En septiembre de 2008, tras la quiebra de Lehman Brothers, la incertidumbre se incrementó (Gráfico 1).

Ya en 2010, Grecia anunció sus primeras medidas de austeridad a resultas de la crisis de sus finanzas públicas, desatando con ello lo que se ha denominado la crisis soberana europea. Las tensiones financieras comenzaron a recrudecerse en Europa en el verano de 2011, solo relajadas temporalmente por las subastas de liquidez a largo plazo (Long Term Refinancing Operation o LTROs) realizadas por el Banco Central Europeo a finales de año, y por el anuncio de su programa de compra de activos (Outright Monetary Transactions u OMT) durante el verano de 2012. Hoy en día aún no se han disipado totalmente estas tensiones.

La reacción a la crisis

Aparentemente la reacción a la crisis fue relativamente rápida a ambos lados del Atlántico, si bien la velocidad e intensidad de la reacción fue mayor en el caso de EE UU.

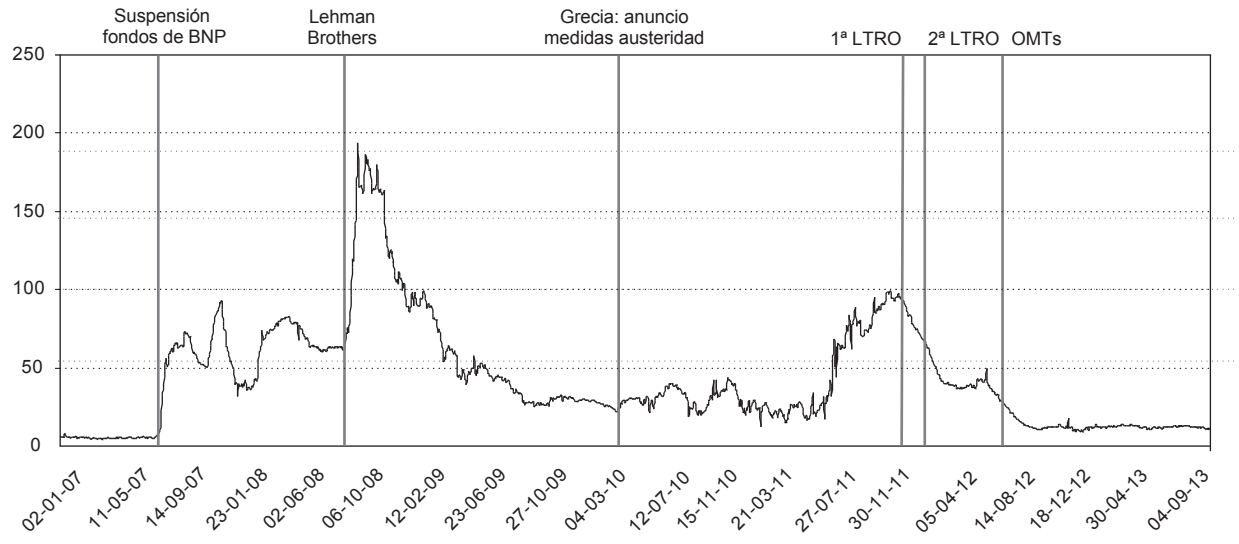
Por ejemplo, se utilizó la política monetaria para suministrar liquidez al sistema, reduciendo los tipos de interés oficiales. Sin embargo, mientras que en EE UU se necesitaron 6 meses para alcanzar un tipo de interés real cero, en la UEM se tardaron 19 meses. Además, las medidas de expansión cuantitativa americana se implantaron rápidamente, mientras que en Europa sí hubo provisión de liquidez, pero a tipos mayores y sin expansión cuantitativa. Desde principios de 2007 hasta la actualidad, el balance de la Reserva Federal se ha multiplicado por 4,5 veces, mientras que el del BCE solo se ha duplicado.

También hubo diferencias en la reacción de las políticas fiscales, puesto que el primer paquete fiscal fue puesto en marcha en 6 meses en EE UU, frente a los 15 de la UEM. Los importes comprometidos fueron también mayores en Estados Unidos que en Europa y, lo que es más importante, mientras en el primer caso se actuó con una sola política fiscal, en Europa la fragmentación fiscal se tradujo en reacciones nacionales muy diferenciadas, acentuando el vínculo entre el riesgo soberano y el bancario.

En términos de los sistemas financieros, el primer test de estrés norteamericano se presentó en mayo de 2009, pero hubo que esperar a julio de 2010 para poder ver un ejercicio similar en Europa. Además, las medidas americanas incluyeron una recapitalización de las principales entidades, un incremento de sus provisiones y acompañaron al *stress test* con la existencia de un *backstop* capaz de proporcionar el capital necesario. En la UEM los esfuerzos se centraron en el capital, y no tanto en las provisiones, las discusiones sobre si se violaban las políticas de ayudas de Estado postergaron los procesos y no hubo un foco temprano para analizar la situación de todas las entidades, dejando esta tarea en manos de las

GRÁFICO 1

DIFERENCIAL EURIBOR TRES MESES - OIS
(Overnight Indexed Swap Rate, puntos básicos)



FUENTE: BCE y Bloomberg.

heterogéneas autoridades nacionales, con muy diversa fortaleza en sus finanzas públicas (Gráfico 2).

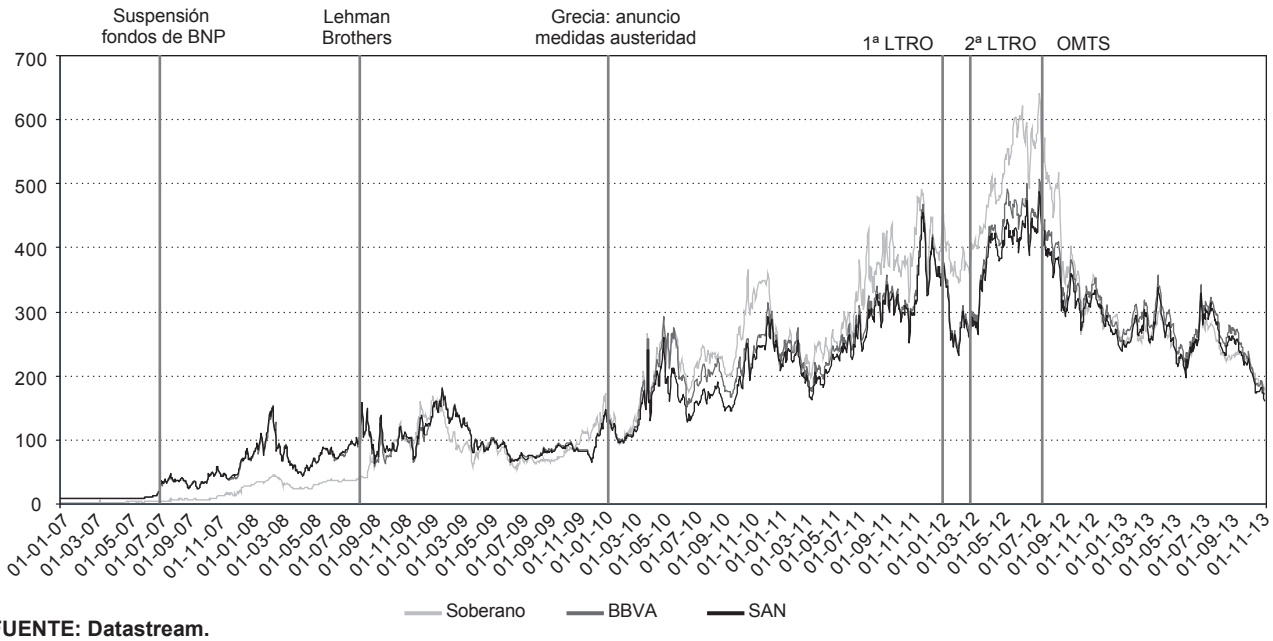
En definitiva, la diferencia entre la reacción a la crisis de estas dos áreas geográficas radica en buena medida en sus instituciones. Mientras que en EE UU se contaba con un Tesoro con gran capacidad de maniobra y una Reserva Federal (Fed) dispuesta a actuar con flexibilidad, la crisis evidenció que en la UEM no eran fáciles de coordinar las políticas fiscales, monetarias y financieras, y que el mandato del Banco Central Europeo (BCE), más centrado en la inflación, frente al mandato dual de la Fed, junto con un marco institucional más rígido, limitaba su capacidad de maniobra (si bien es cierto que en los momentos decisivos de la crisis el BCE ha actuado con notable pragmatismo). Adicionalmente, existe una fuerte contradicción entre unas instituciones europeas diseñadas para la Unión Europea (UE) y una acuciante necesidad de más integración (económica, fiscal, bancaria y en última instancia política) entre los países que comparten el euro. Los países de la eurozona y las instituciones europeas deben tomar conciencia de que no es posible avanzar con la rémora permanente de tal desajuste institucional, especialmente de cara al proceso hacia una la futura unión bancaria que previsiblemente acabará implicando un cambio de Tratado.

Las consecuencias del enfoque europeo

Como se ha señalado en el subapartado anterior, en comparación con Estados Unidos, Europa afrontó la crisis con políticas más cautelosas, con grandes diferencias entre países, con un banco central con un mandato más estrecho y sin el respaldo de un Tesoro que pudiera hacerse cargo de las eventuales pérdidas. La reforma financiera internacional, acordada a nivel político en el G20 y a nivel más técnico

GRÁFICO 2

CDS (CREDIT DEFAULT SWAP) SOBERANO Y BANCARIO
(Senior, 5 años, puntos básicos)



FUENTE: Datastream.

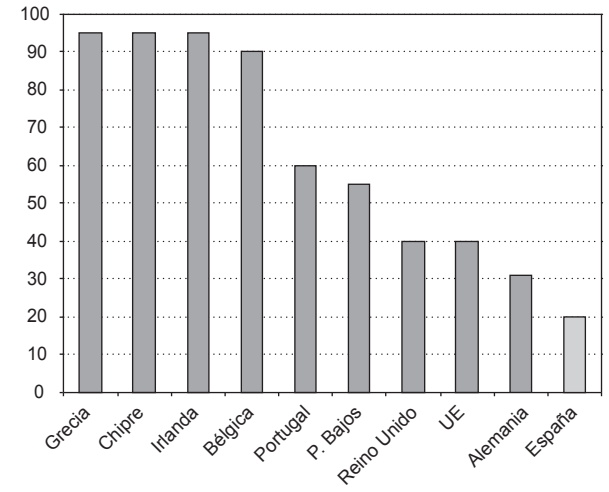
en el Consejo de Estabilidad Financiera, tuvo como objetivo evitar la repetición de crisis similares en el futuro, más que corregir los impactos de la crisis presente. La coordinación internacional en las políticas de salida de la crisis fue escasa, y se fue difuminando adicionalmente a medida que la situación macroeconómica de los principales países fue divergiendo. La propia reforma ha tenido un cierto impacto procíclico, en el sentido de que su énfasis en los objetivos de estabilidad financiera ha tenido un coste sobre las entidades financieras, su margen de intermediación y el coste del crédito. Este efecto procíclico ha sido seguramente mayor en aquellos países o regiones que han reaccionado más tarde o de manera más dubitativa ante la crisis, como es el caso de Europa

Esto puede apreciarse, en primer lugar, en lo lejos que aún están las entidades financieras europeas de dejar la crisis atrás y ser capaces de apoyar con su financiación la incipiente recuperación económica. El 80 por 100 de los activos bancarios europeos está en entidades bajo procesos de revisión de ayudas públicas o de reestructuración. De hecho, en países como Grecia, Chipre, Irlanda o Bélgica, ese porcentaje supera el 90 por 100. En España, a pesar de la crisis, solo un 20 por 100 de los activos se encuentran en entidades afectadas por ayudas públicas, lo que da una idea de la elevada heterogeneidad del sistema financiero español (véase Gráfico 3).

Este retraso en la reestructuración de los sistemas financieros implica que el problema de los activos heredados (o *legacy assets*), que son los activos dañados procedentes de la crisis financiera, no ha sido solucionado aún. A su vez, esto dificulta los avances hacia la unión bancaria, ya que la resolución de los problemas heredados es una condición previa para cualquier tipo de mutualización de los riesgos en la eurozona. La mayoría

GRÁFICO 3

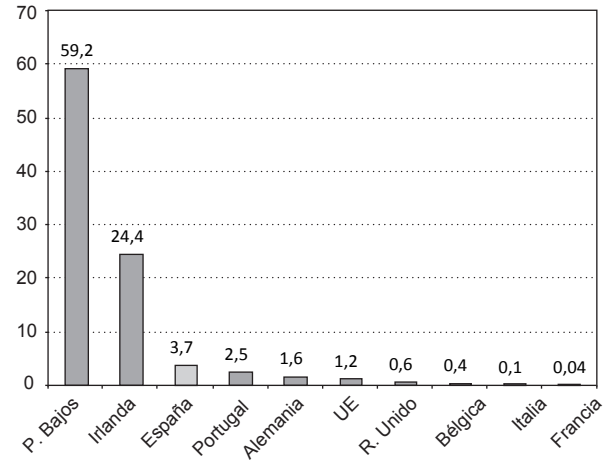
PORCENTAJE DE ACTIVOS EN ENTIDADES BAJO PROCESOS DE REVISIÓN DE AYUDAS PÚBLICAS O DE REESTRUCTURACIÓN



FUENTE: Comisión Europea.

GRÁFICO 4

COSTE NETO PARA EL GOBIERNO ESTATAL DEL APOYO A LAS ENTIDADES FINANCIERAS (% PIB 2012, coste 2007-2012)



FUENTE: Eurostat y FMI.

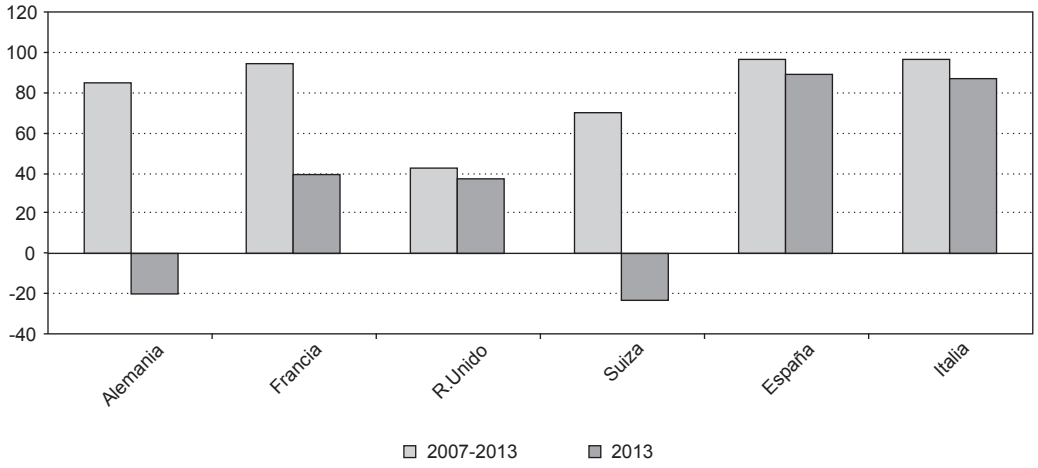
de los bancos aún inmersos en procesos de revisión no han recuperado el acceso a los mercados financieros en condiciones adecuadas, y muchos de ellos son dependientes de la liquidez suministrada por el BCE. A esto se suma que los planes de reestructuración suelen imponer objetivos de desapalancamiento, por lo que la provisión de nuevo crédito se dificulta, y por tanto hay dificultades para apoyar el crecimiento del PIB.

Otra consecuencia de este retraso en tomar decisiones, o de que las primeras medidas tomadas fueran erróneas, es que el coste para los Estados ha resultado ser mayor (véase Gráfico 4). Por ejemplo, en un primer momento en algunos países se implementaron medidas de liquidez, infraestimando el alcance de la crisis. Ése fue el caso de Irlanda, donde el Gobierno decidió garantizar los pasivos de los bancos como manera de reforzar la confianza y favorecer su obtención de liquidez, aunque luego emergió un importante problema de solvencia. De hecho, una medida coordinada de solvencia como fue el primer *stress test* no se publicó hasta 2009, dos años después del inicio de la crisis. Frecuentes son también los casos en que las entidades han tenido que ser recapitalizadas más de una vez, como en el caso de las españolas, porque la primera vez no se estimó adecuadamente el problema de solvencia. Actualmente, los Gobiernos de la UE poseen activos vinculados con estos procesos por un importe equivalente al 4,3 por 100 del PIB del área, lo que refleja la magnitud de las ayudas necesarias. Una actuación que hubiera identificado la verdadera naturaleza de los problemas y en una fase temprana de la crisis podría haber evitado que las entidades siguieran debilitándose, minorando así la factura final.

Adicionalmente, la reacción europea propició que surgiera un círculo vicioso entre los riesgos bancario y soberano nacionales, con una causalidad que funciona en los dos sentidos. Este hecho, que no estaba en el radar de las autoridades europeas al principio de la crisis, tiene varias causas. Las primeras crisis bancarias se resolvieron de forma nacional, e impli-

GRÁFICO 5

CORRELACIÓN PROMEDIO ENTRE CDS SOBERANO Y BANCARIO
(En %, datos de 1 de enero de 2007 a 4 de octubre de 2013)



NOTAS: Entidades: Deutsche B., Commerzbank, BNPP, Credit Agricole, Societe Generale, Barclays, HSBC, Lloyds, RBOS, Credit Suisse, UBS, BBVA, Santander, Intesa y Unicredito
FUENTE: BBVA Research a partir de Bloomberg

caron un gran coste para los contribuyentes de algunos países. En el caso de Irlanda, el rescate de su sistema financiero estuvo a punto de hundir las finanzas públicas nacionales, por el elevado monto de las inyecciones de capital necesarias, 43 por 100 del PIB. En países como Grecia, el sector bancario no estaba especialmente débil, pero la tenencia de deuda pública helena en sus balances, junto con el deterioro de la situación económica, han generado un cóctel que ha requerido una recapitalización del sistema financiero del país.

La conexión entre el riesgo soberano y el bancario actúa en las dos direcciones. Por un lado, los bancos gozan de un subsidio implícito del Gobierno que se activa en caso de problemas de solvencia, de modo que el Tesoro tiene un pasivo contingente por el importe del riesgo asumido en el sistema bancario. Aunque normalmente se identifica en la literatura este problema con el de las entidades «demasiado grandes para caer», lo cierto es que en Europa se han rescatado entidades de todos los tamaños, grandes, medianas y pequeñas. En sentido contrario, los bancos son grandes tenedores de deuda pública doméstica, de manera que el riesgo soberano afecta de manera importante al de las entidades financieras. Esta conexión se acentúa en situaciones de crisis, especialmente cuando ésta viene acompañada de una fragmentación que agudiza el sesgo doméstico en las tenencias de deuda. Un cierto componente de persuasión moral a las entidades locales cuando las autoridades tienen dificultades para financiarse en los mercados internacionales puede contribuir también a esta tendencia.

Como se aprecia en el Gráfico 5, la correlación entre los CDS (Credit Default Swap) soberano y bancario fue muy fuerte durante la crisis en casi todos los países de la eurozona, tanto centrales como periféricos. En 2013 se aprecian las primeras muestras de un re-

lajamiento en esta correlación en los países centrales, pero apenas en los periféricos.

El enfoque español

La reacción a la crisis de las autoridades españolas fue lenta, incluso en comparación con el resto de los países europeos, en parte porque los problemas no procedían de la exposición al *subprime* americano (casi nula en España), sino de un deterioro macroeconómico que fue gradual, y en parte por la existencia de ciertos colchones en forma de provisiones dinámicas. La lentitud en la reacción fue seguramente imputable también a un cierto error de diagnóstico en la magnitud y duración de la crisis, así como a una confianza excesiva en el tiempo como elemento que permitiría ir absorbiendo los problemas, cuando en esta ocasión —a diferencia de crisis anteriores— el elevado endeudamiento del sistema financiero español en los mercados internacionales exigía reacciones rápidas ante una súbita pérdida de confianza y credibilidad, ligada a las expectativas de ruptura del euro.

- En la primera fase de la crisis se creyó que los problemas eran exclusivamente de liquidez, e intentaron solventarlos con programas de garantías públicas. Las provisiones dinámicas permitieron que el sistema financiero español contara con resultados positivos durante algún tiempo. Esto fue un arma de doble filo: por un lado proporcionó un colchón para absorber los impactos y tiempo para reaccionar; pero por otro retrasó la solución de los problemas más acuciantes en las entidades en situación más delicada. Cuando los problemas de solvencia salieron a la luz, éstos eran ya de una magnitud importante. Además, las provisiones dinámicas generaron activos fiscales diferidos (*Deferred Tax Assets* o DTAs), como consecuencia de las discrepancias entre los resultados contables y los resultados fiscales, diferencias que en la antigua normativa se computaban como recursos propios, pero en la normativa actual acordada en Basilea III deben deducirse de las ratios de capital.

- No se contaba con un marco institucional adecuado para gestionar la crisis. No fue hasta la firma del Memorando de Entendimiento (*Memorandum of Understanding*, MoU) con las autoridades internacionales que se clarificaron las funciones del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB), del Fondo de Garantía de Depósitos, del Banco de España y del Ministerio de Economía. Tampoco existía la regulación necesaria para la gestión de crisis, la reestructuración o la resolución de entidades.

- En un primer momento, las políticas de reacción a la crisis no diferenciaron entre las entidades sólidas y las que no lo eran, lo que retrasó la resolución de las entidades que realmente lo necesitaban y generó incertidumbre en los mercados sobre el verdadero alcance de los problemas. Las primeras garantías públicas para fomentar la liquidez se adjudicaban según el tamaño de las entidades, y no según su situación. Los mercados financieros internacionales primero se tensionaron y luego prácticamente se cerraron para todas las entidades españolas, que se veían penalizadas por el simple hecho de tener su matriz en el país. No fue hasta el *stress test* realizado con supervisión internacional en el verano de 2012 que se demostró que solo un tercio de los activos bancarios españoles estaban en entidades con problemas de solvencia.

- La nueva regulación sobre la figura de las cajas se aplicó demasiado tarde. En un principio, se pensó que fomentar las fusiones entre entidades (o incluso una fórmula que exigía un menor compromiso, las «fusiones frías») sería suficiente para solventar sus problemas. Sin embargo, dificultades como la influencia de los políticos locales, la deficiente gobernanza o el menor grado de supervisión han debido abordarse con una Ley de Cajas. Actualmente de las 45 cajas de ahorro que existían al principio de la crisis solo quedan 11, y 9 de ellas se han convertido en bancos.

Estos errores fueron subsanados con el tiempo, de forma que actualmente España es uno de los países europeos que ha registrado mayores progresos en términos de transparencia y en limpieza de balances del

sector financiero. De hecho, son muchas las deficiencias del sistema financiero español que ya se han abordado y están en vías de solución o totalmente reparadas.

- Calidad de los activos. La percepción de los analistas durante la crisis era que los préstamos relacionados con el sector inmobiliario y los activos adjudicados suponían un riesgo muy importante para la salud de los balances. Medidas como el incremento de las provisiones mínimas sobre estos activos, la transferencia de los mismos en el caso de entidades que recibieron capital público a la Sociedad de Gestión de Activos Inmobiliarios procedentes de la Reestructuración Bancaria (Sareb), el aseguramiento de que las entidades tenían suficiente capital después de los *stress test* y las auditorías independientes de los balances, han conseguido mejorar la confianza.
- Necesidades de capital inabordables por parte del Gobierno. El miedo a que, como ocurrió en el caso irlandés, las ayudas públicas necesarias fuesen tan cuantiosas como para amenazar de la situación las finanzas públicas empeoró el vínculo bancario-soberano. Sin embargo, la línea de crédito de 100.000 millones de euros concedida por el Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera, MEDE (un *backstop* más que suficiente) y la credibilidad de unos *stress test* fuertemente monitorizados (que arrojaron necesidades muy inferiores) disiparon estas dudas. Hasta el momento, las inyecciones de capital realizadas alcanzan el 5 por 100 del PIB, muy por debajo de cifras como las de Irlanda, con un 45 por 100.

Sin embargo, aún existen problemas pendientes que abordar para poder concluir la reestructuración.

- Las entidades intervenidas deberían venderse y devolverse a manos privadas con cierta celeridad, para evitar las ineficiencias y distorsiones que según la experiencia histórica genera la banca pública.
- La reducción de la sobrecapacidad debería continuar, hasta que las redes de todas las entidades muestren unos niveles de eficiencia adecuados, aunque conviene tener presente que la banca española continúa siendo una de las más eficientes de Europa.
- Los activos de la Sareb deberían ser liquidados de forma gradual, para no introducir una excesiva volatilidad en los precios de mercado.
- El sector privado debe seguir desapalancándose, hasta alcanzar ratios de crédito sobre el PIB más similares a la media europea. Esta caída del crédito debe ser compatible con un flujo de nuevas operaciones hacia la demanda solvente, de forma que se apoye la recuperación económica. Entre los sectores con un mayor potencial están aquellos más volcados en la exportación, que ha sido en el período más reciente el motor de la economía española y lo seguirá siendo durante los próximos trimestres.
- Las condiciones de liquidez distan mucho de haberse normalizado, en un mercado financiero europeo aún fragmentado. En el apartado segundo se exploran los diferentes aspectos de esta fragmentación, y en el tercero qué se puede hacer para superarla.

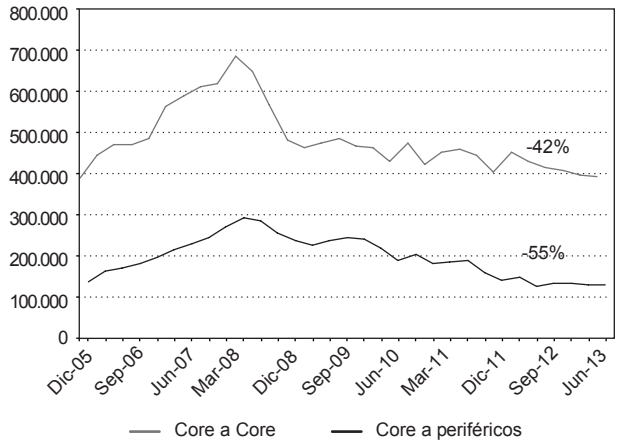
Es necesario no caer en la complacencia y seguir aplicando los planes existentes, de manera que se recupere completamente la solidez del sistema financiero español en su conjunto.

2. Situación actual: fragmentación financiera en Europa

El mercado financiero de la eurozona, que había experimentado un avance notable en su segmento mayorista en los primeros diez años de la Unión Monetaria, ha pasado a funcionar durante la crisis como una amalgama de mercados nacionales, donde cobra un protagonismo central la nacionalidad del agente en la fijación de sus condiciones de financiación, por encima de su intrínseca calidad crediticia o la solidez de su modelo de negocio. Sin duda, esta situación se está traduciendo en una pérdida de eficiencia en los mercados financieros europeos y está retrasando la recuperación. Más aún, no puede ser sostenible en el tiempo, puesto que es simplemente incompatible con el euro y con el mercado único. Esta fragmentación financiera se manifiesta de múltiples maneras, afectando a precios y a cantidades, y en merca-

GRÁFICO 6

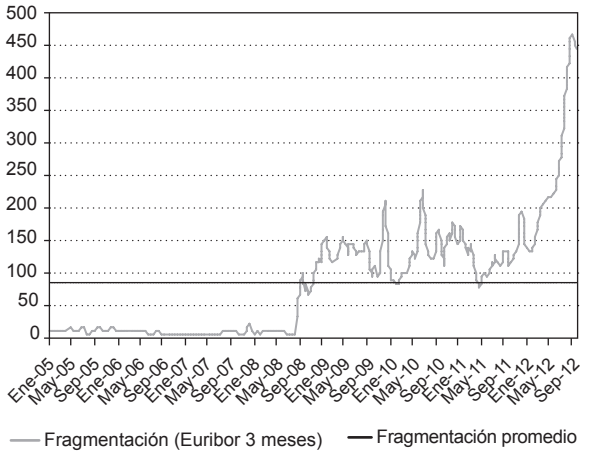
BANCOS EUROPEOS: EXPOSICIÓN PROMEDIO A MIEMBROS DE LA UE (Millones de dólares)



FUENTE: BIS.

GRÁFICO 7

FRAGMENTACIÓN EN EL MERCADO INTERBANCARIO



FUENTE: ABASCAL, ALONSO y MAYORDOMO (2013).

dos como el de deuda soberana, el mercado interbancario o las operaciones domésticas de los bancos.

Relaciones interbancarias

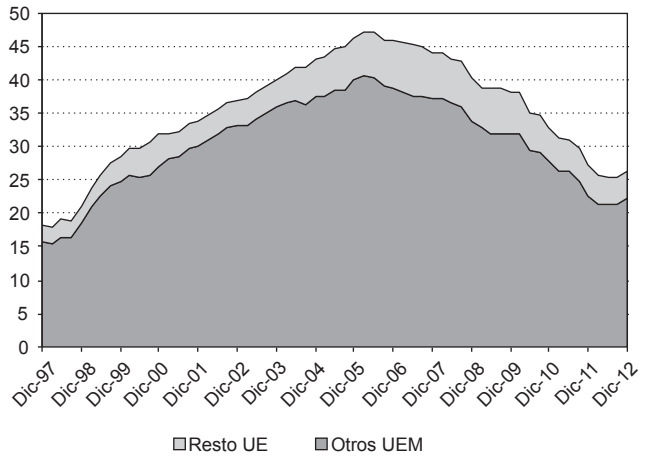
El primer síntoma de fragmentación podría ser la pérdida de confianza de los bancos entre sí, que hace que disminuyan drásticamente las operaciones interbancarias. La crisis ha causado una reversión de los flujos entre los países del euro, tanto centrales como periféricos, aunque ha sido más importante entre estos últimos, especialmente en aquellos con un alto y persistente déficit por cuenta corriente. Por ejemplo, los créditos a instituciones financieras antes de la crisis (dic-2007) eran en un 48 por 100 domésticos, mientras que ahora (dic-2012) lo son en un 58 por 100. Las cifras equivalentes para los depósitos de entidades financieras son 46 por 100 y 59 por 100. Existen trabajos recientes que muestran cómo los precios aplicados en el mercado interbancario han aumentado su dispersión durante la crisis, evidenciando el muy distinto tratamiento que se ha dado a las contrapartidas (Gráficos 6 y 7). Para poner freno a esta tendencia las autoridades europeas han puesto en marcha el proyecto de unión bancaria, que se aborda en el apartado 3.

Tenencias de valores

Esa menor exposición entre entidades europeas se ha traducido también en que las tenencias de deuda de otros países, ya sea pública o privada, se han reducido fuertemente. Por ejemplo, la tenencia de valores emitidos por otras entidades financieras ha pasado de ser doméstica en un 58 por 100 en dic-2007 a serlo en un 67 por 100 en dic-2012. En las operaciones con el eurosistema, el uso de colateral de otros países se ha

GRÁFICO 8

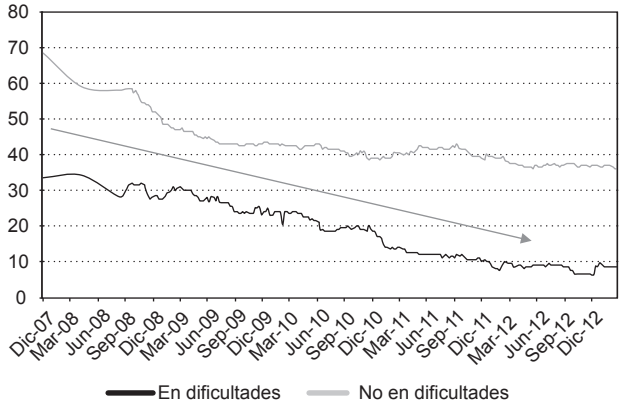
BANCOS: TENENCIAS CROSS-BORDER DE DEUDA CORPORATIVA O SOBERANA DE LA UE (% total, excluyendo el eurosistema)



FUENTE: BCE.

GRÁFICO 9

UTILIZACIÓN DE COLATERAL CROSS-BORDER EN LAS OPERACIONES MONETARIAS DEL EUROSISTEMA (% total)



NOTAS: En dificultades: Chipre, España, Grecia, Irlanda, Italia, Portugal y Eslovenia. No en dificultades: Austria, Bélgica, Alemania, Estonia, Finlandia, Francia, Luxemburgo, Malta, Países Bajos y Eslovaquia.
FUENTE: BCE.

reducido también considerablemente, pasando del 35 al 10 por 100 para los países en dificultades y del 70 a menos del 40 por 100 en el resto (Gráficos 8 y 9).

Actividad doméstica

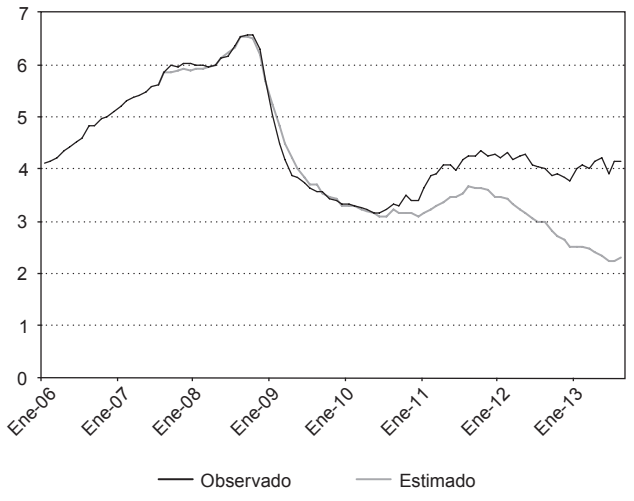
También es apreciable esta fragmentación en la actividad habitual de los bancos, incluso con contrapartidas domésticas. Por ejemplo, los tipos de interés de los créditos nuevos concedidos en España han venido creciendo durante la crisis, a pesar de que determinantes fundamentales apuntarían a un descenso (Gráfico 10). Al mismo tiempo, como se puede apreciar en el Gráfico 11, los tipos de los créditos de nuevas operaciones con importes por debajo de un cierto umbral (que se suele usar como *proxy* del crédito a pymes) han aumentado en España mientras disminuían en Alemania y Francia, evolución que pone de manifiesto las distorsiones existentes en el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Según estudios recientes (Al-Eyd y Pelin, 2013), el canal crediticio de la política monetaria se ha roto, en particular en los mercados más estresados, y las pymes en estos países son las que se ven más afectadas por los mayores costes. De hecho, un 25 por 100 de las pymes españolas encuestadas por el BCE afirman que su peor problema es obtener financiación, siendo éste su segunda mayor dificultad por detrás de un 29 por 100 que afirman que lo es encontrar clientes (BCE, 2013). En un país *core,* como Alemania, estos porcentajes son un 8 por 100 y un 31 por 100, luego el peor problema con diferencia es encontrar clientes (Cuadro 1).

Evolución reciente

Tampoco puede decirse que en el período reciente haya mejorado significativamente la fragmentación

GRÁFICO 10

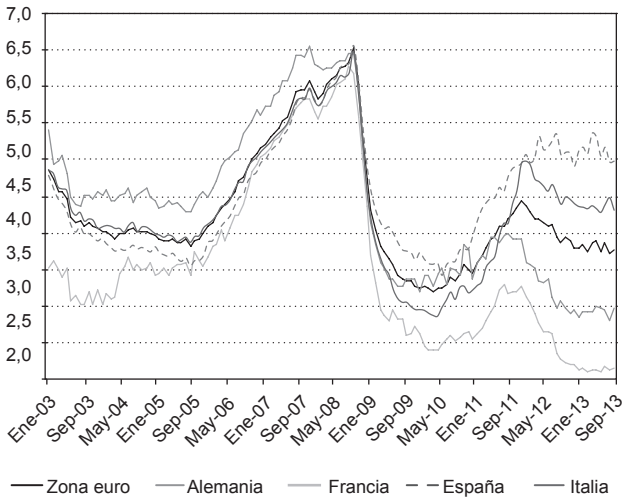
ESPAÑA: TIPO SINTÉTICO DE LAS NUEVAS OPERACIONES DE CRÉDITO (%, modelo estimado hasta 2007:7, proyección desde 2007:8-2013:5)



FUENTE: BBVA Research a partir de Banco de España.

GRÁFICO 11

TIPO DE LAS NUEVAS OPERACIONES DE CRÉDITO A EMPRESAS (%, menos de un millón euros, menos de un año)



FUENTE: BCE.

CUADRO 1

DETERMINANTES DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE LAS NUEVAS OPERACIONES DE CRÉDITO A EMPRESAS

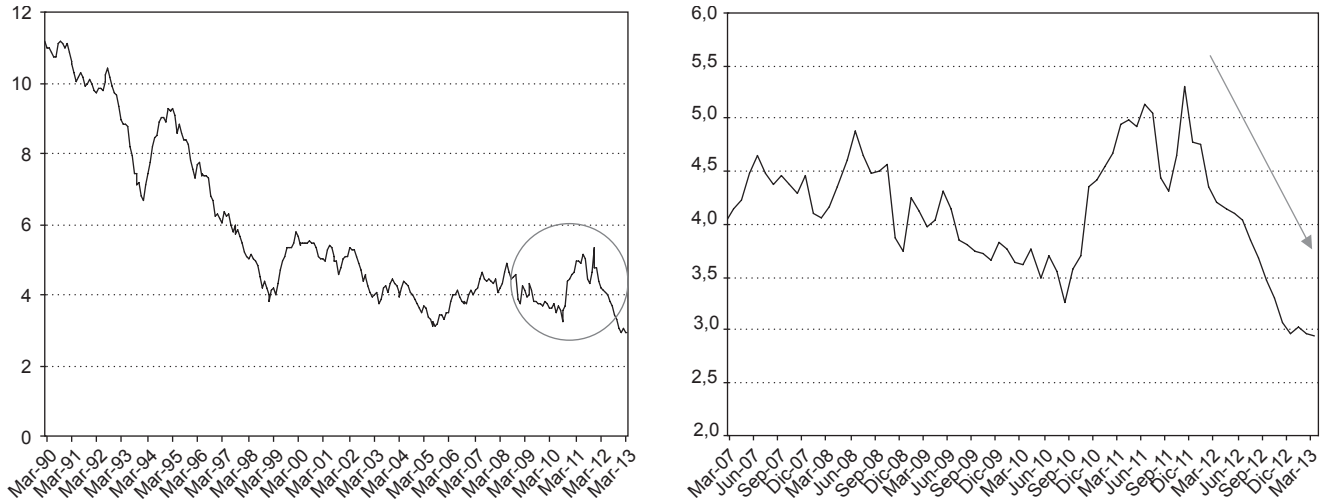
	Alemania	Francia	España	Italia
Política comercial	1,66	–	–	–
Tipo oficial BCE	1,03	1,24	1,29	1,47
Spread 12 meses (12m-euribor)	0,59	1,21	1,60	-0,06*
Spread UEM (10años UEM-euribor)	0,35	0,69	0,44	0,50
Spread soberano (10años soberano-10a UEM)	0,17	0,46	1,22	1,05
Regulación 290/2009 COM	0,15	0,54	-0,16	–

NOTAS: – No diferente significativamente de cero. * No significativo al 20% de confianza.
FUENTE: BBVA Research a partir de Bloomberg y BCE.

financiera europea. Sí se observan algunos avances en los mercados soberanos, donde la mejora de las condiciones financieras, en gran parte por las medidas extraordinarias anunciadas por el BCE, como las OMTs, han surtido efecto. En el Gráfico 12 se puede observar la dispersión entre los tipos de interés de la deuda pública europea, que han evolucionado en línea con las distintas fases de la crisis. De hecho, esta variable muestra una subida temporal coincidiendo con la crisis de Lehman Brothers, en septiembre de

GRÁFICO 12

UEM: DISPERSIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE LA DEUDA SOBERANA A DIEZ AÑOS
(En %, media UEM)



FUENTE: BCE

2008, una subida mucho más permanente a partir del inicio de la crisis soberana, a principios de 2010, para relajarse a partir del anuncio de la OMT, en el verano de 2012. Más recientemente, la tendencia a la moderación parece continuar.

Sin embargo, la situación es menos positiva cuando se pasa al mercado de las entidades financieras. Como se mencionó en la sección anterior la correlación entre los CDS soberanos y bancarios ha descendido en 2013, pero solo en los países *core,* lo que no es suficiente. En los mercados de deuda la evolución reciente ha sido relativamente favorable, llegando los países periféricos a acaparar hasta el 45 por 100 de las nuevas emisiones de deuda en algunos meses (ver Gráfico 13). Los mercados mayoristas también muestran algunos síntomas de corrección, como puede apreciarse en la evolución de los saldos TARGET. Peores han sido las cifras del crédito bancario, cuyos saldos vivos están lejos de recuperarse en la mayoría de las economías sobre-endeudadas, y donde las nuevas operaciones solo están tomando una tendencia positiva en algunas carteras, como el crédito al consumo o las hipotecas.

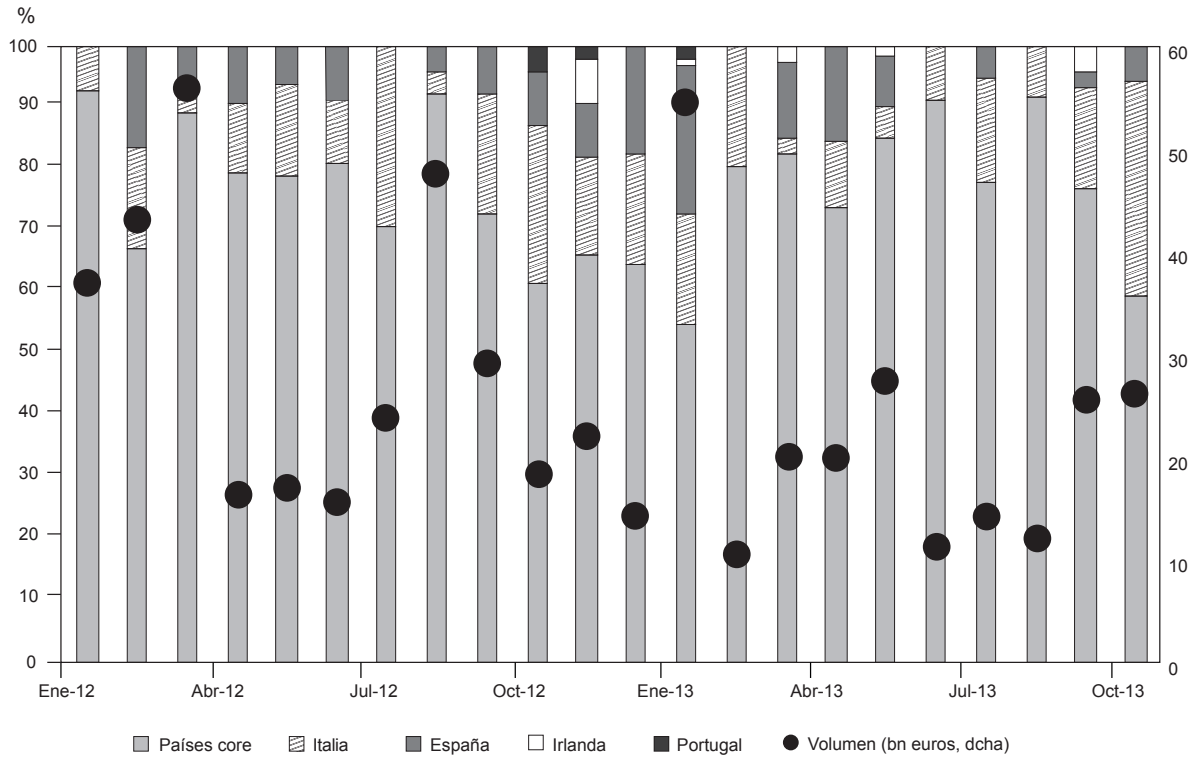
3. Condiciones para que la unión bancaria acabe con la fragmentación

El grado de integración bancaria en la eurozona alcanzado en los años de auge (1998-2006) fue insuficiente y desigual: mayor en los segmentos interbancario y mayorista, y muy escaso en la banca minorista. Las políticas más o menos abiertamente proteccionistas y de defensa de los «campeones nacionales» limitaron las fusiones transfronterizas. Y a pesar del mercado único de servicios financieros, la provisión de productos bancarios a través de las fronteras fue muy limitada, sobre todo por barreras legales, institucionales y regulatorias.

A esta insuficiente integración pre-crisis, se ha añadido la fragmentación de la eurozona, que es incompatible con el euro. La política monetaria no se transmite adecuadamente y las diferencias en el coste de la

GRÁFICO 13

UEM: EMISIONES DE DEUDA BANCARIA*
(Cuota en %)



NOTAS: * Deuda no garantizada (operaciones superiores a 0,5 bn euros) Países core: Alemania, Francia, Holanda, Austria, Bélgica y Finladia.
FUENTE: Bloomberg y BBVA Research

financiación entre países impiden un terreno de competencia equilibrado que, a la larga, es incompatible con un mercado único.

Conscientes de que la tendencia a la fragmentación de los mercados financieros es incompatible con el euro, las autoridades europeas acordaron en el Consejo Europeo de diciembre de 2012 avanzar hacia una unión bancaria en la eurozona.

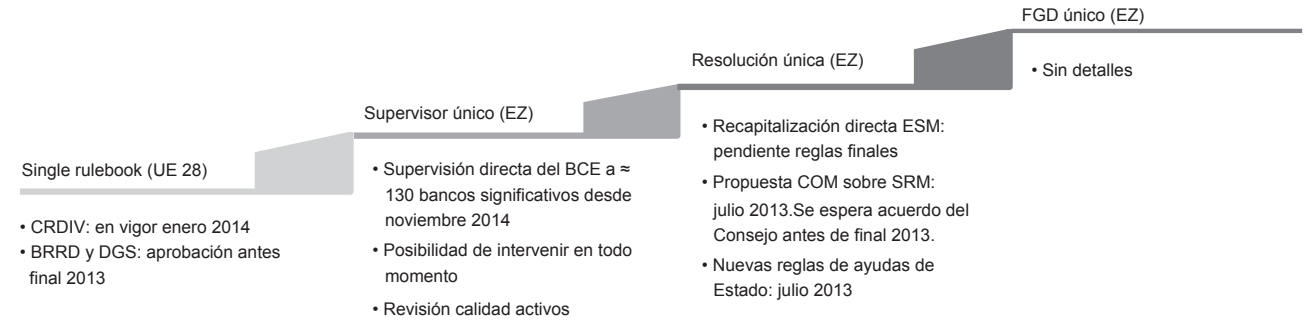
Componentes de la unión bancaria

La unión bancaria es un proceso secuencial: *i)* regulación única, *ii)* supervisión común, *iii)* resolución única y *iv)* fondo de garantía de depósitos común. La culminación del proceso sería la unión fiscal. De hecho, la unión bancaria debe ser entendida como un proyecto secuencial, donde la existencia de regulación y supervisión comunes debe dar paso de forma natural a la compartición de riesgos (vía resolución única y fondo de garantía de depósitos común), y ésta a su vez desencadenará la llegada de la unión fiscal, o al menos de un mayor grado de unión fiscal (Esquema 1).

- El que todas las entidades utilicen las mismas reglas de juego para competir en el mercado europeo supone una precondición para la integración. Por ejemplo, la cuarta edición de la Directiva de Requisi-

ESQUEMA 1

AGENDA DE LA UNIÓN BANCARIA



FUENTE: BBVA Research.

tos de Capital (Capital Requirements Directive, CRD IV) fue aprobada en abril de este año. Otra pieza de regulación importante la constituyen las Directivas de Recuperación y Resolución (Recovery and Resolution Directive, RRD), y de Esquemas de Garantía de Depósitos (Deposit Guarantee Schemes, DGS) que pasaron al Parlamento Europeo en junio de 2013. Su aprobación prevista es en febrero de 2014, con notable retraso frente al objetivo de junio de 2013.

● El que exista un supervisor único es crucial para restablecer la confianza y asegurar al contribuyente que sus fondos están bien gestionados. Se espera que se implante la supervisión directa del Banco Central Europeo (BCE) sobre alrededor de 130 bancos significativos (aquellos con un volumen de activos superior a 30.000 millones de euros) en principio a partir del tercer trimestre de 2014. Sin embargo, en el proceso de transición existen importantes retos. En primer lugar, es necesaria una gran claridad en el reparto de tareas entre el BCE y el supervisor local, con un manual único de supervisión basado en las mejores prácticas. En segundo lugar, es necesario un traspaso de poderes ordenado, basado en la cooperación constante y estrecha entre supervisores. Por último, es básica la claridad en el reparto de responsabilidades con los supervisores nacionales, pues las decisiones clave, así como la responsabilidad última, deben corresponder al BCE, que para ello necesitará los poderes y recursos adecuados.

● La crisis actual ha demostrado lo importante que es tener un sistema preacordado para, en caso de resolución de una entidad, romper el vínculo bancario-soberano y evitar el impacto sobre el contribuyente. Según la Directiva de Recuperación y Resolución (RRD) las pérdidas se absorberían en su caso por parte de los acreedores de la entidad *(bail-in),* aunque sin alcanzar a algunos pasivos, como los depósitos cubiertos. Está en discusión entre el Consejo, el Parlamento y la Comisión (dentro del llamado «triálogo») el alcance de la preferencia de los depósitos, aunque todas las partes involucradas coinciden en la importancia de garantizar los depósitos como un aspecto clave de la estabilidad financiera. Uno de los aspectos por definir es cómo evitar un efecto indeseado sobre el coste de la deuda senior.

Por otra parte, el eurogrupo del 27-28 de junio de 2013 dejó abierta la elección entre una agencia de resolución única o varias. En la actualidad se debaten dos posiciones: *i)* una propuesta franco alemana, que descansa

en una red de autoridades de resolución nacionales y *ii)* una propuesta de la Comisión Europea para crear una Autoridad de Resolución Única, en principio bajo la órbita de la propia Comisión; aunque podría haber otras opciones posibles, algunas requerirían cambios en el Tratado bajo ciertas configuraciones. Actualmente, las negociaciones están estancadas y es muy difícil llegar a un acuerdo sobre resolución suficientemente fuerte como para romper el vínculo bancario-soberano en el corto plazo. Además, hay una gran incertidumbre respecto a la propuesta franco alemana, puesto que no está claro hasta qué punto estarían dispuestos a aceptar una centralización de parte de sus funciones.

- El último pilar de la unión bancaria debería consistir en la creación de un fondo de garantía de depósitos común, que evite que las entidades dependan en última instancia de la fortaleza de su soberano. Aún no se dispone de un calendario para este pilar, que debería constituir el último paso en la unión bancaria, pero que presenta una dificultad mayor, por sus implicaciones en términos de unión fiscal. Este paso requiere posiblemente una reforma del Tratado.

La unión bancaria es clave para detener el actual proceso de desintegración financiera en la eurozona. Cabe esperar que, como resultado de los avances hacia ese objetivo, se restablezca un funcionamiento normal de los mercados interbancarios europeos. Ello permitirá retomar el camino hacia la integración de los mercados mayoristas roto en 2007.

Medidas adicionales

La unión bancaria no traerá por sí sola un mercado único de servicios financieros en el sentido pleno del término, son precisas medidas adicionales que separen el riesgo bancario y el riesgo soberano y que hagan que los bancos de los países vulnerables pierdan el «estigma» nacional. Algunas de estas medidas han sido adoptadas recientemente o están en marcha, dentro del cambio profundo en la regulación financiera como consecuencia de la crisis.

- En el ámbito de la regulación bancaria, las mayores exigencias de capital y el conjunto de reformas ligadas a la adopción de Basilea III (que en Europa se ha traspuesto a través de la nueva Directiva de Requisitos de Capital, CRD-IV) reducirán la probabilidad de crisis bancarias. Esto limitará el riesgo de contagio de los bancos a los soberanos.
- Los ejercicios de transparencia previstos permitirán una identificación de los llamados «activos heredados» (malos activos resultado de la crisis), a través de la revisión de balances (*balance sheet assessment*) y de la calidad de los activos (*asset quality review*), lo que reforzará la confianza en las instituciones que superen este ejercicio.
- Una vez puesta en marcha la supervisión única del BCE, la aplicación de criterios comunes por parte de un supervisor con talla internacional se traducirá también en una mayor confianza en las instituciones sometidas a su control.
- En el ámbito de la resolución, la aprobación de la ya mencionada BRRD supondrá un menor riesgo de que el contribuyente tenga que pagar el coste de las crisis bancarias, sobre todo gracias a un marco de *bail-in* exigente, que hará que las crisis, en su caso, recaigan sobre los acreedores bancarios. En caso necesario, actuarían los Fondos de Resolución financiados por el propio sector bancario, de manera que no tenga que hacerlo el Estado. Este cambio es crucial para desvincular el riesgo bancario y soberano.
- Sin embargo, el *bail-in* completo solo entraría en vigor en 2018, por lo que en el periodo de transición se mantendría una fuente de contagio entre riesgo bancario y soberano. La normativa de ayudas de Estado aprobada por la Comisión recientemente, que establece la obligación de absorción de pérdidas por los productos híbridos en caso de resolución de un banco (un *bail-in* parcial) también puede ayudar a separar ambos riesgos en el período de transición. Un adelanto del *bail in* de la deuda senior a 2015 también facilitaría el proceso.

Además de estas medidas en curso, hay otras que podrían adoptarse para reforzar los avances:

● Es importante que se rompa el sesgo doméstico (*home bias*) en las tenencias de deuda pública. No es saludable la actual concentración de las carteras de deuda en el soberano del propio país, y sería razonable que los supervisores propiciaran una mayor diversificación de las carteras. La regulación sobre activos líquidos (*Liquidity Coverage Ratio*, LCR) debería tener en cuenta este objetivo. Aunque la Directiva de Requerimientos de Capital (CRD-IV) incluye la regulación básica, los estándares técnicos que está desarrollando la EBA pueden ser relevantes en este sentido.

● Las emisiones de deuda bancaria se encuentran en la actualidad excesivamente condicionadas por el *rating* de su soberano, que supone un techo para el *rating* bancario: un cambio de metodología sería aconsejable para cumplir también el mandato de la reforma regulatoria de romper la excesiva dependencia de la regulación respecto de las agencias de *rating,* que se puede conseguir reduciendo la importancia que la propia regulación, y las prácticas de mercado, a veces otorga a estas agencias. Una mayor competencia entre estas últimas sería también positiva.

● De cara al período de transición es necesario crear algún tipo de *backstop* público común con anterioridad a la existencia de una Autoridad de Resolución común dotada de su correspondiente fondo también común. El European Stabilization Mechanism (ESM) puede jugar un papel en este período transitorio, a través del mecanismo de recapitalización directa que queda pendiente de desarrollar, supeditado a que la supervisión común por el BCE sea «operativa».

No obstante, hay que tener presente que parte de la circularidad entre riesgo bancario y soberano es inherente al carácter nacional de los bancos europeos. Los títulos del Gobierno y los bancos se ven afectados por un ciclo nacional común, que resulta difícil de separar. La creación de bancos transnacionales sería una vía para separar esta relación. Para ello es necesario superar los obstáculos que hasta ahora han limitado la integración de la banca minorista, como se detalla en el epígrafe siguiente.

Obstáculos a la integración minorista

Ahora bien, ¿qué obstáculos impiden la integración de la banca minorista europea?

● Factores culturales: diferente cultura de ahorro, diversa preferencia por productos financieros como depósitos o fondos de inversión, propensión a la adquisición de vivienda, escasa movilidad laboral… Todo esto limita las opciones de los bancos que no son locales.

● Las diferentes regulaciones e instituciones nacionales, como el que no exista un registro de propiedad común, el que las leyes fiscales o las políticas sociales sean diferentes. Todo esto impacta especialmente en la banca minorista.

● En el mercado hipotecario hay barreras en el uso transfronterizo del colateral que dificultan que una entidad bancaria de un país conceda un crédito para la compra de un activo inmobiliario en otro país de la eurozona. Será necesaria una reforma legislativa que permitiera superar estas trabas.

● La información asimétrica: debido a que los bancos no tienen acceso a la información de crédito de los clientes o a que los clientes no tienen acceso con transparencia a las tarifas cobradas de forma que puedan comparar ofertas y elegir la entidad que más se adapta a sus necesidades en cada producto bancario.

● Pero fundamentalmente los obstáculos han sido políticos. Al ser la banca un sector estratégico, en ocasiones se ha apreciado resistencia política a perder el control sobre las entidades que operan en un país.

¿Qué medidas pueden tomarse para limitar los obstáculos a la integración de la banca minorista? En primer lugar, es crucial mejorar la capacidad de decisión de los clientes. En campos como la gestión de pagos ya se han hecho avances significativos, con la implementación de SEPA (*Single Euro Payments Area* o zona única de pagos en euros), que es obligatoria a partir de febrero de 2014.

Sería positivo también facilitar la disponibilidad de la información de crédito de los clientes, en primer lu-

gar mediante la apertura de los *bureaus* de crédito a otras entidades, y en segundo lugar facilitando que los clientes puedan acceder a su información de crédito y llevársela a una nueva entidad. En términos de regulación, se deben eliminar las barreras y homogeneizar las normas. Que haya información positiva en los *bureaus* en vez de solamente negativa, permitiría a estas entidades jugar un papel de bien público. En definitiva, se trata de eliminar las barreras institucionales, políticas y regulatorias a la integración de la banca minorista. Y habrá obstáculos insalvables que limitarán el grado de integración que puede lograrse, como la tradicional relación cercana entre cliente-entidad, donde la proximidad y la confianza son fundamentales. Claramente, la unión bancaria ayudará en muchos puntos, como el de los «sesgos nacionales» de supervisores y reguladores con las entidades locales. Pero no en todos. Y, en muchos, se puede avanzar ya, algo que no ha estado en el radar de las autoridades con la suficiente prioridad.

La banca pública

Un problema particular es el del excesivo peso de los bancos públicos como resultado de la crisis. Un 40 por 100 de los activos bancarios europeos están en entidades sometidas en la actualidad a algún tipo de seguimiento comunitario en aplicación de la legislación sobre ayudas públicas o reestructuración, lo que revela la magnitud del problema. La experiencia internacional muestra que la banca pública de primer piso tiende a ser poco eficiente y en última instancia costosa para el fisco, por lo que es importante que los países donde se ha nacionalizado una parte importante del sistema bancario, acometan planes de privatización relativamente rápidos. Idealmente este proceso de integración debería fomentar las entidades transfronterizas. Además, estudios recientes (González y Grigoli, 2013) muestran que una mayor presencia de la banca pública se asocia con más crédito al sector público, mayores déficit fiscales, más deuda pública y el *crowding out* del crédito al sector privado.

Concentración y competencia

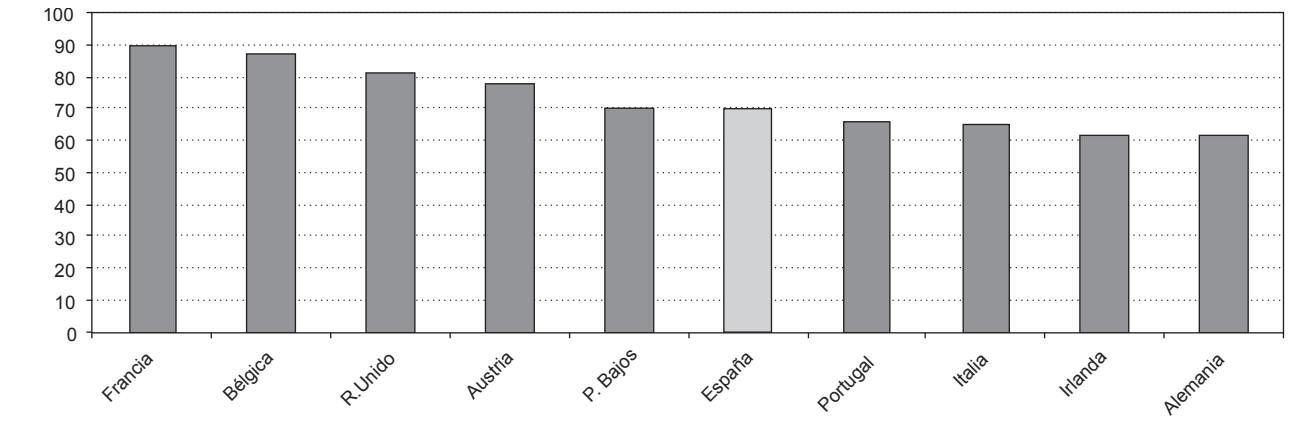
La crisis traerá consigo más concentración, por la caída o absorción de las entidades más débiles. Concentración no siempre significa menos competencia, pero en algunos sistemas bancarios con muy pocas entidades —no precisamente el español— el riesgo de que aumente el coste de intermediación por poder de mercado de los supervivientes existe. Para contrarrestarlo es fundamental avanzar hacia una mayor competencia en la integración europea. Pero para que esto funcione es esencial que las entidades accedan a los recursos en condiciones similares. Si no hay avances hacia la unión bancaria es difícil que se mantenga el mercado único de servicios financieros. Por ejemplo, si se mantienen las diferencias en el acceso a la financiación entre entidades por factores exclusivamente relacionados con el riesgo soberano, tampoco se podrá mantener el acceso al mercado en los países periféricos de entidades de los países del centro a través de sucursales, con la ventaja de coste de fondeo que ello supone. En el límite, los mercados de los países periféricos quedarían dominados por sucursales de bancos extranjeros, que se financiarían en sus países de origen en condiciones mucho más favorables por el simple hecho de tener la matriz en aquel país, y rompiendo por tanto el marco de competencia.

El punto de llegada

¿Cuál es el punto de llegada? Al final del proceso el consumidor de productos financieros se verá beneficiado por una mayor competencia entre entidades, con las consiguientes ganancias de servicio y abaratamiento de costes. Los bancos españoles —que, pese a la crisis, son más eficientes que la mayoría de los sistemas bancarios europeos (ver Gráfico 14)— están bien preparados para esta competencia y no deberían temerla. Esta crisis es una buena oportunidad para profundizar en esas ganancias de eficiencia.

GRÁFICO 14

RATIO DE EFICIENCIA ESTRICTA, 2011
(En %, total gastos / margen básico)



FUENTE: BBVA Research, a partir de datos del BCE y de los bancos centrales de los países analizados

La tecnología ayudará a este proceso de integración bancaria europea. Los sistemas de pagos mayoristas y minoristas han alcanzado un grado notable de desarrollo y globalización. Los servicios financieros a través del móvil están reduciendo drásticamente la dependencia de los canales tradicionales. El modelo de «banca sin sucursales» gana terreno, combinado con medio de pago cada vez menos dependientes del efectivo, o canales de suministro de efectivo desvinculados de las redes bancarias tradicionales. Todo ello sugiere que la tradicional ventaja derivada de la proximidad física al cliente tenderá a disminuir, aunque seguramente no desaparecerá totalmente, lo que aumentará las posibilidades de los servicios financieros transfronterizos.

Si queremos imaginar cómo puede ser el sistema bancario europeo al final del proceso de unión bancaria, quizá lo más directo es mirar al ejemplo de EE UU. Allí, multitud de entidades compiten en todo el territorio, independientemente de la localización de sus servicios centrales, con acceso a la liquidez en igualdad de condiciones, sin relación alguna con las finanzas públicas de los Estados (de hecho, las demarcaciones de los distritos del Sistema de la Reserva Federal no se corresponden con las de los Estados de la Unión). Hay un solo banco central (la Fed) y una sola autoridad fiscal (el Tesoro) detrás de los sistemas de protección de los bancos. En este sistema conviven bancos de todos los tamaños, algunos globales, otros nacionales, regionales o locales. Los flujos interbancarios se canalizan de manera eficiente, prestando atención exclusivamente a la calidad de cada banco, y no a la situación de las finanzas públicas de los Estados donde se ubican sus matrices.

4. Conclusiones

- Aunque la crisis se inició en Estados Unidos, la reacción europea fue más lenta, más tímida y poco coordinada, lo que explica que, seis años después del inicio de la crisis, las entidades europeas todavía afrontan problemas serios, mientras que las norteamericanas se encuentran en una posición mucho más saneada.
- La ruptura de los mercados interbancarios como secuela de esta crisis ha tenido un efecto particular-

mente devastador en la eurozona, al ser una unión monetaria sin unión fiscal y donde las entidades bancarias siguen siendo, en su inmensa, mayoría nacionales.

- La fragmentación de los mercados financieros es incompatible con el euro y con el mercado único de servicios financieros. Es preciso romper urgentemente el círculo vicioso entre riesgo soberano y bancario.
- La unión bancaria servirá para detener esta peligrosa fragmentación y separar el riesgo soberano y bancario. La existencia de un supervisor único, con un mandato de estabilidad financiera en la eurozona en su conjunto, contribuirá decisivamente a detener este proceso de balcanización. Pero para que sea plenamente efectiva la supervisión única debe ir acompañada de un marco de resolución también a nivel europeo, con una autoridad y un fondo de resolución para el conjunto del área.
- La unión bancaria es una condición necesaria, pero no suficiente, para avanzar hacia la integración y hacia un genuino mercado único de servicios financieros. Hacen falta medidas adicionales que favorezcan un menor sesgo doméstico en las carteras bancarias de deuda soberana y fomenten una integración de los segmentos minoristas.

Referencias bibliográficas

[1] ABASCAL M.; ALONSO, T. y MAYORDOMO, S. (2013): «Fragmentation in European Financial Markets: Measures, Determinants, and Policy Solutions». Documento de Trabajo. BBVA Research. Julio 2013.

[2] AL-EYD, A. y PELIN, S. (2013): «Fragmentation and Monetary Policy in the Euro Area», Working Paper FMI. Octubre 2013.

[3] BANCO CENTRAL EUROPEO (2013). «Access to finance survey», Abril 2013

[4] GONZÁLEZ, J. y GRIGOLI, F. (2013): «State-Owned Banks and Fiscal Discipline». Working Paper FMI. Octubre 2013.

[5] LIIKANEN, E. (2012): High-level Expert Group on Reforming the Structure of the EU Banking Sector (2012): «Final report». Octubre.

[6] SICILIA, J.; FERNÁNDEZ DE LIS, S. y RUBIO, A. (2013): «Unión Bancaria: elementos integrantes y medidas complementarias». Documento de Trabajo 13/26. BBVA Research. Agosto.

En el próximo número de
Información Comercial Española. Revista de Economía

La agenda comercial bilateral de la Unión Europea

	Presentación
Francisco Bataller Martín y Josep Mª Jordán Galduf	¿Adónde va la política comercial exterior de la Unión Europea?
Joseph Quinlan	TTIP, un acuerdo para detener el declive de la Asociación Transatlántica
Javier Tena García, Javier Gorriz Waddington y Marta García Lorenzo	La negociación del nuevo Acuerdo Económico y Comercial Reforzado (CETA) entre la Unión Europea y Canadá
Pablo Zalba Bidegain y Julian Conthe Yoldi	Retos y logros en las relaciones de la Unión Europea con América Latina
Jordi Bacaria Colom	Hacia una nueva relación de la Unión Europea con Asia
Belén Figuerola Santos	Acuerdos de Asociación Económica con los países de África, Caribe y Pacífico
María Aparici González	La profundización y ampliación de las relaciones de comercio e inversión en la región Euromediterránea
Roberto Cuñat Arias y José Luis Echaniz Cobas	La política comercial bilateral de la Unión Europea con los países de la Europa oriental

Coordinadores: **María Aparici González y Alberto Sanz Serrano**

Últimos números publicados:

Nuevas tendencias de los flujos inversores

Unidad de mercado

Participación cívica y filantropía

Financiación de la internacionalización de la empresa española. Conmemorativo de los 25 años de Cofides, 1988-2013

Números en preparación:

Quince años de España en el euro

Cincuenta aniversario de la primera Ley de Competencia en España

Santiago Carbó Valverde*

LA ORIENTACIÓN DE LA ACTIVIDAD FINANCIERA ANTE EL PROYECTO DE UNIÓN BANCARIA

En este artículo se estudia la especialización de negocio en los sectores bancarios europeos, con especial atención al español. El análisis se enmarca en el desarrollo del proyecto de unión bancaria y la necesidad de comprender el grado de homogeneidad o divergencia en los balances y cuentas de resultados de las entidades financieras de distintos Estados miembros de la eurozona. Se incluye también al Reino Unido como referencia de interés dentro de la Unión Europea, aunque fuera de la moneda única. Los datos analizados sugieren que aunque los modelos de negocio de los sectores bancarios de la eurozona presentan diferencias entre sí, éstas no son tan significativas como para suponer un problema en su adaptación a la unión bancaria. Lo que sí que parece relevante tener en cuenta es que los márgenes de negocio y sus determinantes sí que presentan una heterogeneidad considerable y, como se muestra en el análisis empírico, se debe en parte a diferencias de especialización pero también a diferentes pautas en riesgos como el de crédito y el de liquidez y, sobre todo, al riesgo soberano.

Palabras clave: *sector bancario, especialización, unión bancaria.*
Clasificación JEL: *G20, G21.*

1. Introducción

La crisis financiera está dejando numerosas lecciones y retos para la industria bancaria, al igual que para los supervisores y reguladores. En Europa, los problemas de riesgo soberano y una cierta falta de cohesión institucional han generado episodios de tensión considerable en los mercados y han puesto de manifiesto la existencia de fuentes importantes de fragmentación. Esta fragmentación supone no solo diferencias sustanciales en los costes de acceso a la financiación de las empresas en los países de la eurozona, sino también la existencia de debilidades en los mecanismos de protección comunes ante episodios de inestabilidad financiera. La respuesta a estos retos es el proyecto de Unión Bancaria Europea que, en los dos últimos años —y no sin ciertos problemas y cuestiones de calado por resolver— parece ir tomando forma. El proyecto de unión bancaria sigue a los esfuerzos he-

* Bangor Business School. Reino Unido.

chos en Europa para un mejor diseño de una red de seguridad financiera, que comprende un conjunto de regulaciones y normas de supervisión para la estabilidad financiera.

En todo caso, el debate sobre la unión bancaria ha estado más enfocado en cómo la solidaridad podría potencialmente beneficiar a algunos países miembros que en los beneficios reales de la unión bancaria para la eurozona en su conjunto. No obstante, esta perspectiva es errónea y el caso español es un buen ejemplo. Desde 2009 el sector bancario español ha realizado uno de los esfuerzos de reestructuración más importantes de su historia. Este esfuerzo tiene que ver, en gran medida, con un proceso ordenado en el que inicialmente se dio prioridad a las soluciones privadas en lugar de a los rescates improvisados que con cargo a las arcas públicas dominaron el panorama bancario en otros países de la UE al comienzo de la crisis. Sin embargo, es preciso reconocer que se trató también de un proceso algo lento, que retrasó de forma significativa el reconocimiento del deterioro de activos que afectaba al sector y su necesaria recapitalización. En todo caso, progresivamente, el ejercicio de saneamiento acompañó al de reestructuración, sobre todo a partir de 2012 y desde que la UE ofreció asistencia financiera para la recapitalización de algunas entidades bancarias españolas, estableciendo al mismo tiempo un programa de acciones —mediante un Memorando de Entendimiento (MoU, por sus siglas en inglés)— para avanzar aún más hacia el fortalecimiento de la estabilidad financiera y estableciendo diversos mecanismos de resolución conocidos (sociedad de gestión de activos, medidas de eficiencia, información y transparencia, de gobierno corporativo, de desapalancamiento,…)[1]. Sin embargo, este programa específico y la ayuda de la Unión Europea al sector no hubieran sido necesarios si hubiera existido una unión bancaria. En esa hipotética situación, los mercados habrían entendido que las pérdidas potenciales, los mecanismos de rescate y de *bail-in*, así como la protección de los depositantes, podrían haber sido respaldados por un fuerte sistema de protección único.

En los albores de la unión bancaria, el Banco Central Europeo comenzará a asumir labores de supervisor único en 2014 y lo hará partiendo de un análisis de los balances bancarios, cuya salud ha sido fuente de escrutinio ante la incertidumbre que se ha producido en los últimos años. En particular, se realizará un análisis comprehensivo de la calidad de los activos (*comprehensive asset quality review)*[2]. En este sentido, y desde un punto de vista mucho más general y modesto, cabe preguntarse con carácter previo si las actividades de los bancos europeos, sus modelos de negocio, varían sustancialmente y si lo han hecho, además, con la crisis. En particular, el objetivo del presente artículo es analizar la especialización productiva de las entidades financieras europeas y cómo sus modelos de negocio han evolucionado en los últimos años. En parte debido a los importantes cambios producidos por los rescates y ayudas, los procesos de reestructuración y los importantes cambios regulatorios, es difícil delimitar el grado de heterogeneidad de la orientación de la actividad en los sectores bancarios europeos. En este contexto, uno de los aspectos menos analizados es la medida en que la resolución de la crisis bancaria en España y las distintas opciones que se siguieron en otros países europeos —más o menos aquejados por episodios de inestabilidad bancaria—, han podido afectar a esa especialización del negocio. A estos aspectos se dedica el presente artículo. En particular, en el apartado 2 se repasa alguna literatura reciente sobre el impacto que la crisis ha podido tener en la orien-

[1] Para un análisis más detallado de estos procesos, véase CARBÓ y RODRÍGUEZ (2013) y la página web dedicada a la reforma del sector bancario del Banco de España: *http://www.bde.es/bde/es/secciones/prensa/infointeres/reestructuracion/.*

[2] Para mayor detalle en los criterios y metodologías véase: *http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/notecomprehensiveassessment201310en.pdf?6d565e82ff67a0d842085c2b6889f010.*

tación de la actividad bancaria y algunas características específicas de España. El apartado 3 ofrece alguna evidencia descriptiva comparada de un conjunto de indicadores de interés para España y una muestra de países de nuestro entorno. En el apartado 4 se muestran algunos resultados empíricos sobre qué factores y actividades pueden estar teniendo una mayor incidencia en los márgenes de negocio de la banca europea antes y después de la crisis, incluidos algunos determinantes de fragmentación financiera. El artículo se cierra en el apartado 5 con las principales conclusiones.

2. Determinantes de la especialización: el efecto de la crisis financiera

Es hasta un cierto punto evidente que un entorno macroeconómico hostil, como el que caracteriza a las grandes crisis económicas y financieras, debe afectar de forma considerable a la forma en la que las entidades bancarias orientan su negocio. En este apartado se repasan algunos de los estudios recientes que han prestado, de forma directa o indirecta, atención a los factores que pueden incidir en cambios (coyunturales o más o menos duraderos) en la especialización de negocio bancario en épocas de inestabilidad financiera y/o recesión económica. Junto con elementos tan determinantes como la regulación, en el caso particular que atañe al caso español y europeo, es importante considerar el posible efecto de la crisis de deuda soberana. Asimismo, junto a estos factores, la especialización productiva del sector bancario internacional también se está viendo afectada, en general, por los procesos de regulación financiera, en particular de aquellos orientados al reforzamiento de la solvencia. Finalmente, también se analizan algunas circunstancias específicas del caso español y, en particular, la medida en que el importante proceso de reestructuración y recapitalización emprendido afecta a la especialización de las entidades financieras españolas.

Impacto del marco regulatorio: riesgo y crédito

Las grandes crisis financieras suelen tener como respuesta un desarrollo importante de la regulación financiera, con la intención (no necesariamente siempre exitosa) de corregir las deficiencias y fallos que llevaron a tales. La respuesta regulatoria que está siguiendo a la crisis financiera tiene múltiples dimensiones si bien, de forma esquemática, pueden distinguirse fundamentalmente dos grandes tipos de iniciativas: las relacionadas con la solvencia y las relacionadas con las limitaciones y controles sobre las actividades bancarias. Aunque el efecto de esta última sobre la especialización bancaria puede ser más obvio, en su conjunto todas las disposiciones tienen un impacto importante en el negocio bancario.

Requerir más capital se ha convertido en el principal instrumento para atajar las dudas e incertidumbres que se ciernen sobre el sector bancario en un amplio número de países. El aumento de los recursos propios mínimos y de su calidad es, precisamente, el principal elemento del acuerdo de Basilea III, que se ha convertido en el marco de referencia de la regulación bancaria en el entorno de la crisis. En un contexto europeo, la traslación más reciente de la normativa de solvencia se realiza a partir de la llamada Directiva de Requerimientos de Capital 4 o *Capital Requirements Directive* 4 (en adelante, CRD4)[3].

El efecto directo más conocido de una regulación de solvencia crecientemente exigente es una reducción del crédito bancario. Todo ello al margen de que una de las características más distintivas del riesgo en la actividad financiera es su correlación con el ciclo económico. El crédito crece habitualmente en línea con la economía real, mientras que, por el contrario,

[3] En este sentido la CRD4, cuya propuesta fue publicada el 20 de julio de 2011 y cuyas posibles modificaciones se discuten actualmente, está llamada a reemplazar a la primera CRD, la *Capital Requirements Directive* —articulada en la práctica en torno a dos directivas, la 2006/48/EC y la 2006/49/EC, — y sus posteriores modificaciones; la CRD2 (Directiva 2009/111/EC) y la CRD3 (Directiva 2010/76/EU).

se ralentiza, o incluso decrece durante las fases de estancamiento y recesión. Lo que ocurre es que si la regulación se convierte en más restrictiva en medio de un proceso de recuperación, el crédito puede resentirse en mayor medida. La contrapartida esperada, en cualquier caso, es una mayor estabilidad financiera.

Algunas de las variaciones en el crédito en las fases alcistas del ciclo son atribuibles, lógicamente, al incremento de proyectos viables de inversión, pero existe también un componente de crecimiento del crédito relacionado con el apetito por el riesgo que no está necesariamente ligado a la calidad crediticia (Danielson *et al.*, 2011). Adrian y Shin (2010), utilizando datos de bancos de Estados Unidos, muestran que la media ponderada del cambio trimestral en los activos totales de las entidades bancarias se encuentra directamente relacionada con cambios en el apalancamiento —entendido como la relación entre deuda y activos— lo que sugiere que la posición global de riesgo del banco promedio aumenta en paralelo al crecimiento de ese banco y su deuda en la fase expansiva del ciclo.

La cuestión relevante en este contexto es hasta qué punto debe controlarse el apalancamiento en las entidades financieras para reducir el riesgo. Desde un punto de vista teórico, sería preciso distinguir entre el riesgo endógeno y el riesgo exógeno. El componente endógeno sería el que cabría esperar en un determinando momento, fruto del equilibrio de mercado donde el riesgo «percibido» por los participantes en el mercado y el riesgo «real» coinciden. Sin embargo, se dan múltiples situaciones en las que el riesgo «real» es mayor que el percibido por factores exógenos. Estudios recientes señalan que ese desajuste o componente «exógeno» del riesgo es mayor cuanto mayor es el apalancamiento de las entidades financieras (Adrian *et al.*, 2010).

En todo caso, la principal conclusión relativa al desarrollo del negocio bancario es que el entorno financiero de Basilea III está llamado a ser de «riesgo controlado» y el crédito podría reducir su peso en el balance o, al menos, su crecimiento respecto a los años anteriores a la crisis, de manera considerable.

La opción de la deuda: el impacto de la crisis de la deuda soberana y el *carry trade*

La relación entre deuda y riesgo y los controles del apalancamiento financiero mencionados tienen en el caso de la deuda soberana una referencia importante. La crisis de deuda europea ha demostrado una fuerte interconexión de los mercados financieros con las finanzas públicas, en la medida en que las tenencias de deuda soberana de las instituciones bancarias han creado vinculaciones cruzadas a lo largo de la geografía europea (y con terceros países), cuyo riesgo potencial se ha hecho evidente en situaciones de estrés y rescate financiero en algunos países (Fondo Monetario Internacional, 2010 y Blundell-Wignall y Slovik, 2011).

El propio Fondo Monetario Internacional, por ejemplo, indica la existencia de posibles conflictos de intereses y riesgo de arbitraje entre dos de los tenedores más importantes de deuda soberana, como son los bancos y las compañías de seguros (Al-Darwish *et al*., 2011).

En el caso europeo, el círculo vicioso entre riesgo soberano y bancario ha sido uno de los elementos más controvertidos. Las diferentes inyecciones de liquidez del Banco Central Europeo (en particular, las *Long-Term Refinancing Operations* o LTRO desarolladas en diciembre de 2011 y febrero de 2012) han permitido a las entidades financieras europeas obtener liquidez a un tipo inferior al de los supuestos activos-refugio (deuda soberana), por lo que las compras de estos activos se han acelerado como una forma de mejorar los márgenes. A esta actividad se le denomina *carry-trade*. Teniendo en cuenta el entorno de la crisis de deuda soberana, es importante señalar, como identifican Popov y Van Horen (2013), que una parte significativa de la reducción del peso del crédito por parte de los intermediarios financieros europeos se debe a factores distintos de la demanda y oferta crediticias, tales como las oportunidades de *carry.* Esta evidencia para Europa es consistente con resultados similares encontrados para Estados Unidos por Ivashina y Scharfs-

tein (2010) y Santos (2011). También se han ofrecido resultados empíricos que sugieren que el efecto de la provisión oficial de liquidez sobre el crédito es particularmente negativo en los flujos de financiación bancaria transfronteriza (Giannetti y Laeven, 2012).

¿Hay hueco para la «banca relacional»?

En un entorno competitivo en el que la dimensión se ha convertido en un elemento estratégico importante, cabe preguntarse por la vigencia del negocio de las entidades financieras más vinculado al territorio y al cliente, la llamada «banca relacional». Este tipo de negocio ha sido, por ejemplo, una de las características fundamentales de la especialización productiva de países como España. Estudios recientes señalan que las entidades de tamaño medio y reducido siguen contando con algunas ventajas de especialización y relacionales. En particular, Berger y Black (2011) analizan las ventajas comparativas de los bancos grandes y pequeños en tecnologías de crédito específicas en el entorno de la crisis. Sus resultados sugieren que los bancos pequeños siguen teniendo una ventaja comparativa en préstamos «relacionales», aquellos en los que el conocimiento de los prestatarios resulta fundamental para su evaluación. En todo caso, lo que se está desarrollando progresivamente es una ramificación de la banca de mayor dimensión, dando cada vez más autonomía a sus redes regionales para que estas puedan desarrollar la banca relacional (Agarwal y Hauswald, 2011). De Young *et al.* (2010) señalan que la distancia prestamista-prestatario está relacionada con las características del prestatario, las características del prestamista, las condiciones del mercado, las restricciones regulatorias, los incentivos de riesgo moral y los incentivos principal-agente. Asimismo, se observa que el conocimiento personal entre el responsable de la oficina y los clientes genera valor relacional mientras que los servicios *on-line* no.

Otra cuestión importante relativa a los vínculos relacionales es si, con la crisis financiera, las entidades bancarias se verán obligadas a realizar una vuelta a sus principios (*back to the basics*). Como sugiere De Jonghe (2010) la diversificación del negocio bancario en los años anteriores a la crisis aumentó el perfil de riesgo de los bancos en promedio. Este riesgo, sin embargo, no estuvo siempre acompañado del respaldo de solvencia suficiente. En particular, la diversificación puede ser una opción adecuada desde el punto de vista de la rentabilidad para las entidades que parten de mayores niveles de solvencia, porque están protegidas ante la contingencia de *shocks* sistémicos, pero no tanto para otras entidades con niveles menos holgados de recursos propios.

Otro conjunto de estudios recientes se ha centrado en analizar qué aportación puede tener la banca relacional en entornos de crisis e inestabilidad financiera. Puri *et al.* (2012) analizan el caso de las cajas de ahorros alemanas (*landesbanken*) durante 2006 y 2008, dado que un conjunto importante de estas cajas se vio afectado por su exposición a los productos estructurados de inversión desde 2007. Los autores señalan que en las entidades afectadas, el crédito no disminuyó en aquellas en las que la banca relacional tenía un mayor peso. De forma similar, Carbó, Degryse y Rodriguez (2011) sugieren, para una muestra de empresas españolas, que aquellas que tienen mayores vínculos relacionales (duración de la relación y fidelidad) con sus bancos se enfrentaron a menores restricciones financieras durante 2007 y 2008, que aquellas en las que estos vínculos relacionales tenían un peso más reducido.

Presiones competitivas y vinculación a otros productos no tradicionales

Aunque no está claro aún si se producirá o no una «vuelta a los orígenes» en el negocio bancario, en las últimas cuatro décadas es innegable un avance de la diversificación de la actividad de los bancos. Esta tendencia tiene mucho que ver con el incremento de la intensidad competitiva en los mercados tradicionales

de créditos y depósitos. Existe evidencia de que el aumento de la competencia ha aumentado los problemas de selección adversa y riesgo moral (Gropp *et al.*, 2013) y, por lo tanto, ha hecho al sector bancario más inseguro. Como contrapartida, este negocio se ha convertido en una fuente fundamental de ingresos.

Degryse y Ongena (2007) señalan que no existe un consenso académico, sobre los efectos que la competencia puede tener sobre la orientación de negocio de los intermediarios financieros. Sus resultados empíricos para Europa aportan evidencia de que la competencia no tiene por qué suponer un abandono de la banca relacional.

En todo caso, la diversificación del negocio hacia productos distintos del crédito ha sido una realidad y uno de los ejemplos fundamentales de estas operaciones no tradicionales es la titulización, cuya importancia sigue siendo innegable a pesar del impacto de la crisis financiera. La visión académica prevaleciente antes de la crisis era que la titulización, en general, aportaba estabilidad, diversificación y liquidez al conjunto del sistema financiero (Greenspan, 2005a y Duffie, 2008). Sin embargo, progresivamente, se desarrollaron puntos de vista cada vez más escépticos sobre el impacto de la titulización en la estabilidad del sistema financiero. Algunos estudios señalan que al tiempo que la titulización genera liquidez, podría también estimular el apetito por el riesgo de los bancos (Calem y Lacour-Litel, 2003 y Wagner, 2007) e incluso puede generar riesgos sistémicos (Brunnermeier y Sannikov, 2010). El desarrollo de la titulización más allá de la crisis sigue siendo una incógnita, si bien se espera que su participación en el conjunto del negocio de la industria bancaria siga siendo esencial.

Otro conjunto de actividades cuya expansión se dio con fuerza en las décadas anteriores a esta última crisis bancaria fueron las participaciones empresariales. En general, la posibilidad de que las entidades financieras puedan tomar posiciones significativas en empresas no financieras depende de la regulación, si bien es una práctica permitida y generalizada en países como los de Europa continental (con España, Alemania, Francia o Italia como ejemplos destacados). En todo caso, una de las tendencias observadas generalmente en los años de la crisis ha sido una reducción de estas participaciones, por dos motivos principalmente. El primero, la necesidad de aumentar la solvencia por la presión regulatoria, ya que reduciendo estas participaciones se aumenta la ratio de recursos propios sobre activos ponderados. El segundo, los procesos de reestructuración han obligado a muchas entidades financieras —algunas bajo programas de condicionalidad como el MoU en España— a reducir estas participaciones para amortiguar parte de los costes de reestructuración y recapitalización.

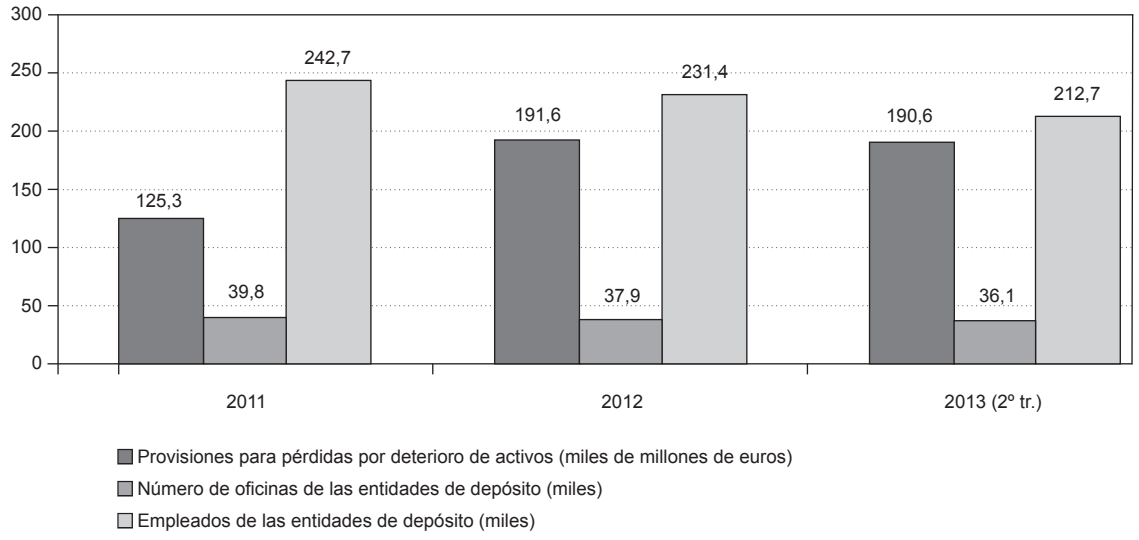
Otro factor importante en la diversificación del negocio bancario más allá del crédito, no tan tenido en cuenta en los últimos años pero que supone una tendencia exógena a la crisis financiera, es el efecto de los cambios demográficos y, en particular, el envejecimiento de la población. Ya antes de la crisis se observaba que los bancarios habían diversificado sus fuentes de ahorro financiero, dotando de un mayor peso a los productos de inversión vinculados a los seguros y fondos de pensiones, en parte como respuesta al envejecimiento de la población (Campbell, 2006; Lusardi y Mitchell, 2007 y Hackethal *et al.*, 2012). Estos productos suponen una importante fuente de comisiones para los intermediarios financieros que los comercializan.

El contexto de España: reestructuración y especialización

La reestructuración bancaria en España ha sido intensa y se trata en cierta medida de un proceso aún en marcha pero una buena parte de sus objetivos ya se han logrado. Los efectos sobre la estructura institucional del sector han sido considerables y, dado su potencial impacto sobre la orientación del negocio de las entidades financieras, merecen ser reseñados. En términos de concentración de entidades y de cambios estructurales, las cajas de ahorros han sido las entida-

GRÁFICO 1

INDICADORES ESTRUCTURALES DEL PROCESO DE REESTRUCTURACIÓN BANCARIA Y DEL ESFUERZO EN TÉRMINO DE PROVISIONES



FUENTE: Ministerio de Economía y Competitividad *(http://www.thespanisheconomy.com/SiteCollectionDocuments/en-gb/Economic%20Outlook/131010%20Investors%20Presentation.pdf).*

des más afectadas. En todo caso, los desarrollos más recientes han puesto bien a las claras que los problemas de solvencia habían sido generalizados, aunque buena parte de los mismos se han podido resolver sin intervención externa para un conjunto considerable de entidades.

En lo que se refiere a las cajas de ahorros, de un total de 45 entidades a comienzos de 2010, 43 han participado o se encuentran participando en algún proceso de consolidación. Las 45 cajas tenían un tamaño medio de 29.440 millones de euros (diciembre de 2009), y las 13 entidades o grupos de entidades actuales han pasado a contar con un volumen medio de activos de 86.058 millones (a junio de 2013). El esfuerzo para mejorar la eficiencia operativa también ha sido considerable. El número de oficinas de las cajas de ahorros ha pasado a ser de 16.605 a 30 de junio de 2013, lo que representa una reducción del 28,3 por 100 (6.552 oficinas). Asimismo, el número de empleados ha pasado a ser 94.113 a 30 de junio de 2013, lo que supone una disminución del 24,1 por 100 (29.941 empleados).

En todo caso, como muestra el Gráfico 1 —en el que se muestran algunos indicadores de cambio estructural y de saneamiento—, se aprecia que las exigencias del proceso han sido generalizadas. Tan solo entre 2011 y 2013 (segundo trimestre) las oficinas bancarias totales en el país han pasado de 39.843 a 36.115 y los empleados en este sector de 242.000 a 212.000. En todo caso, uno de los indicadores más llamativos y, probablemente, no suficientemente comentado, se refiere al saneamiento realizado por las entidades financieras españolas. Tan solo en provisiones por deterioro se ha-

bían dotado ya 125.300 millones de euros en 2011 y esta cifra acumulada se eleva hasta 190.600 millones a mediados de 2013.

En todo caso, la aceleración de los cambios estructurales en el sector —incluido el reconocimiento de pérdidas— se produjo de forma especialmente contundente con el plan contingente de ayuda al sector bancario español de la UE y el MoU[4]. Aunque las características de este plan y otras iniciativas anteriores de resolución no constituyen el objetivo del presente artículo, es importante considerar que las mejoras de eficiencia operativa voluntarias y requeridas, así como las de saneamiento, han debido tener una incidencia significativa sobre el modo en que las entidades financieras españolas han desarrollado su negocio, teniendo en cuenta también que el entorno macroeconómico no ha sido favorable y que se ha producido un conjunto de cambios regulatorios muy considerable.

3. Evidencia descriptiva comparada

Con objeto de proporcionar una idea aproximada del efecto real que la crisis ha podido tener en la especialización productiva de los bancos españoles en relación a los de otros países europeos, el Cuadro 1 muestra algunos indicadores de actividad. Los datos se extraen de las series homogéneas que elabora el Banco Central Europeo desde 2008 y permiten comparar este año con 2012, que es el más actual disponible. El cuadro compara los indicadores de España con los de Alemania, Francia, Italia, Holanda y, fuera de la eurozona, con Reino Unido.

La primera conclusión que puede extraerse del análisis del Cuadro 1 es que aunque existen algunas diferencias en el peso de determinadas actividades en los balances bancarios entre los países analizados, son fundamentalmente las mismas que había al principio de la crisis. Países como España, Holanda e Italia destacan por el peso de la especialización crediticia frente otros como Alemania, Francia o Reino Unido en los que la «cartera de negociación» cuenta con un peso más elevado. En el caso particular de España, consistente con las hipótesis del apartado anterior, el peso de las inversiones crediticias ha caído del 74,5 por 100 al 63,1 por 100, una reducción que puede asociarse, en gran medida, a las condiciones macroeconómicas. Lo que sí que ha aumentado prácticamente en todos los países, a excepción de Holanda, son los «activos disponibles para la venta», consistente con los argumentos anteriormente señalados de una tendencia al desapalancamiento en la banca europea.

Por el lado del pasivo, se aprecia el importante peso de los depósitos en el sector bancario español, que era del 48,5 por 100 en 2008 y del 48,1 por 100 en 2012. En todo caso, otros países como Alemania o Francia han visto aumentados también de forma importante (hasta niveles cercanos al 40 por 100 del pasivo) los depósitos de su clientela, lo que refleja la relevancia que los depósitos han adquirido en un entorno en el que los mercados interbancarios han sufrido importantes disfuncionalidades. En consonancia con los efectos de la presión regulatoria sobre la solvencia comentada anteriormente, los fondos propios se han reforzado en todos los países, tanto en reservas como en capital emitido. En España en 2012 ya alcanzaban el 5,6 por 100 frente a, por ejemplo, el 4 por 100 de Alemania o el 5 por 100 de Francia.

El Cuadro 2 muestra un conjunto amplio de indicadores de márgenes, eficiencia y rentabilidad. Los márge-

[4] Junto con los aspectos relacionados con la transparencia, evaluación, recapitalización y esquemas subordinados de asunción de pérdidas, el MoU requería planes de eficiencia individuales para las entidades que reciben ayudas. Estos planes suponían en alguna medida la continuación del esfuerzo que ya se venía realizando desde 2009 a 2012 y en 2013, con diferencias para cada caso particular, contenía también planes para reducción de oficinas y plantillas, así como de venta de activos y participaciones y, en algunos casos particulares, de enajenación mediante subasta de las entidades nacionalizadas. De forma específica, el MoU indica que «los planes de reestructuración deberán basarse en un recorte significativo de las actividades no rentables, procediendo a su cesión cuando sea factible, en la reducción del riesgo mediante la segregación de los activos más problemáticos, en el reequilibrio de la estructura de financiación, incluida una menor dependencia del banco central para disponer de liquidez, en la mejora de la gobernanza corporativa y en la reestructuración funcional mediante la racionalización de las redes de sucursales y las plantillas».

CUADRO 1

COMPOSICIÓN DEL NEGOCIO BANCARIO EN EUROPA

	2012						2008					
	Alemania	Francia	España	Holanda	Italia	Reino Unido	Alemania	Francia	España	Holanda	Italia	Reino Unido
Activo (% total)												
Caja y depósitos en bancos centrales	1,0	4,9	4,9	7,3	2,5	5,9	0,7	2,2	3,0	1,7	0,8	1,8
Cartera de negociación	31,1	28,7	8,9	9,0	8,2	45,0	34,7	38,9	7,7	16,1	12,3	38,6
Activos financieros a valor razonable	7,2	1,9	0,8	0,9	1,0	44,1	4,9	1,4	0,8	2,3	0,7	54,4
Activos disponibles para la venta	6,6	5,7	8,6	7,9	10,0	nd	5,2	4,4	6,7	9,3	2,9	nd
Inversiones crediticias	49,5	48,6	63,1	72,5	69,2	nd	49,1	44,2	74,5	64,0	73,9	nd
Cartera de inversión a vencimiento	0,2	0,9	4,2	0,8	1,1	nd	0,5	0,9	1,0	0,7	1,0	nd
Activos tangibles e intangibles	0,8	1,4	2,4	1,2	2,6	1,1	0,6	1,6	2,2	1,4	4,0	1,4
Pasivos (% del total)												
Depósitos de bancos centrales	0,7	0,2	10,0	2,0	1,3	nd	0,4	0,3	3,5	3,4	3,9	0,0
Depósitos de la clientela	38,6	37,5	48,1	45,1	39,1	35,7	27,7	28,5	48,5	43,6	39,7	36,1
Cartera de negociación	24,6	26,3	7,1	7,1	6,9	2,7	29,7	33,8	5,7	15,5	9,1	2,2
Pasivos financieros a valor razonable	7,7	2,8	0,8	2,1	1,8	62,5	6,4	3,1	1,0	4,1	2,0	69,8
Pasivos financiero a coste amortizado	58,1	57,8	73,2	83,9	72,8	nd	55,0	53,5	81,4	69,7	73,3	55,8
Fondos propios (% activos totales)												
del cual: total fondos propios	4,3	5,0	5,6	4,5	7,0	5,2	2,9	3,7	5,5	3,1	7,0	3,8
del cual: capital emitido	0,7	0,7	1,3	0,3	2,2	0,7	0,4	0,5	0,4	0,2	1,4	0,7
del cual: prima de emisión	-0,1	0,1	-0,3	-0,1	-0,2	nd	-0,3	-0,1	-0,3	-0,2	0,0	nd
del cual: reservas	1,9	2,4	3,0	2,1	1,6	4,2	1,4	1,9	3,4	1,7	1,5	2,7
del cual: beneficios retenidos	0,0	0,2	-1,0	0,2	-0,1	nd	-0,1	0,1	0,7	-0,4	0,3	nd
del cual: intereses minoritarios	0,1	0,3	0,5	0,1	0,2	0,3	0,1	0,3	0,3	0,2	0,3	0,5

NOTA: nd: no disponible.
FUENTE: Banco Central Europeo y elaboración propia.

CUADRO 2

INDICADORES DE ESPECIALIZACIÓN, EFICIENCIA Y RENTABILIDAD

	2012						2008					
	Alemania	Francia	España	Holanda	Italia	Reino Unido	Alemania	Francia	España	Holanda	Italia	Reino Unido
Ingresos (% activos totales)												
Ingresos financieros	1,9	2,6	3,7	4,4	3,2	1,7	3,0	3,6	5,2	6,2	5,5	3,2
(Costes financieros)	-1,5	-1,5	-1,8	-3,2	-1,7	-0,9	-2,6	-2,9	-3,5	-5,2	-3,7	-2,1
Margen de intereses	1,0	1,1	1,8	1,2	1,5	0,9	0,8	0,7	1,6	1,0	1,9	1,1
Ingresos netos por comisiones	0,4	0,7	0,6	0,3	0,9	0,5	0,4	0,6	0,6	0,4	0,9	0,6
Otros ingresos	0,0	0,0	0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	0,0	0,2	-0,1	0,0	0,0
Ingresos (pérdidas) en activos financieros mantenidos en la cartera de negociación	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	-0,7	-0,2	0,0	-0,4	-0,3	0,0
Otros ingresos (pérdidas) por revalorización	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,4	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1
Resultados de la cartera de negociación y divisas	0,1	0,1	0,2	0,1	0,2	0,3	-0,4	nd	0,2	nd	-0,2	nd
Otros ingresos operativos	0,1	0,1	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1
Margen bruto	1,6	2,0	2,6	1,6	2,8	1,7	1,1	1,6	2,6	0,6	2,8	1,9
Costes (% activos totales)												
(Gastos de personal)	-0,3	-0,8	-0,8	-0,6	-1,0	-0,6	-0,3	-0,7	-0,7	-0,6	-1,1	-0,6
(Otros gastos generales de administración)	-0,2	-0,5	-0,5	-0,4	-0,6	-0,5	-0,2	-0,5	-0,4	-0,4	-0,6	-0,4
(Depreciación)	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1
(Costes operativos totales)	-1,2	-1,4	-1,3	-1,1	-1,8	-1,2	-0,9	-1,2	-1,2	-1,1	-1,9	-1,1
Rentabilidad (% activos totales)												
Ingresos de la actividad ordinaria	0,4	0,6	1,3	0,6	1,1	0,5	0,1	0,4	1,4	-0,5	1,0	0,8
(Provisiones)	nd	0,0	-0,2	0,0	-0,1	-0,3	–	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,8
(Deterioro)	-0,1	-0,3	-2,5	-0,3	-1,1	nd	-0,4	-0,3	-0,7	-0,3	-0,7	–
Beneficio total de explotación	0,1	0,3	-1,7	0,3	-0,1	0,2	-0,3	0,1	0,8	-1,0	0,3	-0,4
Impuestos	0,0	-0,1	nd	0,1	0,0	0,1	0,0	0,1	–	0,1	0,0	0,0
Beneficios después de impuestos	0,1	0,2	-1,4	0,2	-0,1	0,1	-0,3	0,0	0,7	-0,9	0,3	-0,4
Beneficios totales (incluidas operaciones extraordinarias)	0,1	0,2	-1,4	0,2	-0,1	0,1	-0,3	0,0	0,7	-0,4	0,3	-0,4
Otros indicadores de eficiencia y rentabilidad (%)												
Ratio de eficiencia	-73,9	-70,4	-50,4	-65,3	-62,6	-70,1	-88,0	-77,6	-47,1	-186,2	-65,7	-58,9
RoE	1,1	3,4	-24,6	4,3	-0,9	1,9	-9,8	-0,3	12,2	-11,9	4,9	-9,7
RoA	0,1	0,2	-1,4	0,2	-0,1	0,1	-0,3	0,0	0,7	-0,4	0,3	-0,4
Estructura de ingresos (como porcentaje del total)												
Margen de intereses	61,7	53,0	69,4	71,6	53,8	49,6	80,1	44,1	61,9	168,5	65,9	59,3
Comisiones	25,8	33,0	23,2	17,2	32,2	28,1	35,5	38,4	23,8	59,9	31,6	30,9
Otros ingresos	5,8	6,2	-3,0	3,0	4,0	0,3	12,2	9,4	0,8	18,0	3,9	4,0
Estructura de costes (como porcentaje del total)												
(Gastos de personal)	20,5	54,5	55,3	55,4	56,6	50,2	28,6	52,9	57,7	55,5	57,4	51,5
(Otros gastos generales de administración)	19,5	37,4	35,0	39,1	36,1	42,0	23,4	39,3	33,4	38,3	34,3	39,5
(Depreciación)	2,6	8,2	9,7	5,5	7,3	7,9	3,6	7,8	8,9	6,1	8,3	9,0
Distribución del RoE en la muestra (%)												
total de activos de entidades con RoE < 0	2,1	26,0	nd	7,7	21,1	51,0	57,6	22,0	nd	8,5	6,5	40,6
total de activos de entidades con RoE 0-5%	97,9	33,0	nd	31,6	75,3	16,0	42,4	29,0	nd	38,7	11,8	9,1
total de activos de entidades con RoE 5-10%	0,0	40,0	nd	47,3	2,0	27,0	0,0	45,0	nd	28,2	78,4	26,9
total de activos de entidades con RoE 10-15%	0,0	0,0	nd	6,4	0,5	5,0	0,0	1,0	nd	0,0	0,3	19,1
total de activos de entidades con RoE 15-20%	0,0	0,0	nd	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	nd	–	0,7	4,2
total de activos de entidades con RoE >20%	0,0	0,0	nd	3,5	1,2	0,0	0,0	4,0	nd	23,1	2,3	0,1

NOTA: nd: no disponible.
FUENTE: Banco Central Europeo y elaboración propia

nes de intereses han caído durante la crisis pero lo han hecho de forma moderada. La reducción de los intereses financieros se ha visto compensada por menores costes financieros. España sigue figurando, en 2012, como el país con mayores márgenes de intermediación (1,8 por 100 sobre activos totales). Resulta también reseñable que los ingresos por productos que generan comisiones apenas han variado su peso en la cuenta de resultados entre 2008 y 2012. Destaca también la contención en los gastos de personal y otros gastos de administración, que ha podido compensar en alguna medida la caída de otros ingresos de explotación y las pérdidas por deterioro. Estas últimas eran particularmente importantes en países como España (2,5 por 100 de los activos totales). Lo que sí destaca en las entidades financieras españolas respecto al resto de casos analizados son las provisiones. En su conjunto, los resultados después de impuestos reflejan el esfuerzo de saneamiento del sector bancario español, reflejando pérdidas del 1,7 por 100 del activo total en 2012, seguido de Italia, con pérdidas del 0,1 por 100 del activo.

En la mitad inferior del Cuadro 1 se muestran algunos indicadores de eficiencia. España sigue destacando como uno de los sectores bancarios con una mejor gestión de los costes operativos de Europa, aún más tras las mejoras registradas con la reestructuración bancaria. Así, en 2012, la ratio costes operativos/margen bruto era del 50,4 por 100, mientras que para el resto de países oscila entre el 62,6 por 100 de Italia y el 72,9 por 100 de Alemania.

En cuanto a la aportación de los diferentes márgenes a los ingresos totales de los intermediarios financieros, el margen de intereses suponía en 2012 el 69,4 por 100 del total para España, solo superado por Holanda, con el 71,6 por 100.

4. Evidencia empírica

Factores como la competencia, el riesgo o la eficiencia bancarias son determinantes habituales de la especialización bancaria. Estos factores pueden verse alterados de forma significativa en un contexto de fragmentación e inestabilidad financiera. En este sentido un modelo empírico como el de Ho y Saunders (1981) resulta especialmente pertinente para los propósitos de este artículo. En este modelo, los bancos que se encuentran en un mismo mercado deberían tener el mismo margen o diferencial puro (*pure spread*) de negocio. Este sería equivalente al margen de intereses aislado de condiciones competitivas particulares de cada banco y de variables del entorno como la macroeconomía o la estabilidad institucional y política. En un contexto como en el de la integración financiera europea, ese margen debería por lo tanto ser similar entre los sectores bancarios de la eurozona. En todo caso, dado que es constatable (véase apartado anterior) que existen diferencias significativas en estos márgenes parece conveniente analizar qué factores determinan las diferencias, en particular, aquellos que pueden suponer evidencia de fragmentación de cara al proceso de unión bancaria. Para una identificación correcta, se tienen, además, en cuenta las diferencias de especialización de negocio a las que se presta atención en este artículo.

En el análisis empírico se sigue el trabajo de Carbó y Rodríguez (2007) que, utilizando la base de datos Bankscope, estudian los determinantes de los márgenes bancarios en un muestra de entidades financieras de Alemania, Francia, España, Holanda, Italia, Reino Unido y Suecia. Como márgenes se consideran el «margen de intereses» y el «margen bruto» sobre activos totales.

Entre el conjunto de variables explicativas se incluyen el índice de concentración HHI[5], el riesgo de crédito (a través de la ratio «provisiones/crédito» retardado un período), el riesgo de liquidez (con la ratio «activos líquidos/pasivos a corto plazo»), el riesgo de tipo de interés (como diferencia entre el tipo euribor a

[5] El HHI es la suma al cuadrado de las cuotas de mercado de todos los bancos que operan en un determinado mercado. Varía entre 0 y 1 (siendo 0 competencia perfecta y 1 monopolio).

CUADRO 3

ANÁLISIS DE ESPECIALIZACIÓN Y COMPETENCIA EN LA BANCA EUROPEA

	1994-2006		2007-2011	
Variable dependiente	Margen de intermediación	Margen bruto	Margen de intermediación	Margen bruto
Constante	– –	0	– –	0
Dependiente retardada (t-1)	0	++	+	+
HHI	0	0	+	0
Riesgo de crédito	++	0	–	–
Riesgo de liquidez	++	0	++	+
Riesgo de tipo de interés	+	0	0	0
Ineficiencia	–	–	–	–
Recursos propios/activos totales	+	–	++	0
Crédito/activos totales	+	0	0	0
Depósitos/pasivos totales	+	0	+	+
Otros productos ordinarios/activos totales	– –	++	0	++
Compromisos de crédito/activos totales	0	0	0	+
Indicador de actividad generadora de comisiones de Boyd y Gertler	0	+	0	++
Cajeros/oficinas	++	+	0	0
PIB	++	0	++	0
Prima de riesgo	0	0	– –	–
Observaciones	23.256	23.256	6.327	6.327

NOTA: «+» y «-» indican una relación estadística positiva y negativa, respectivamente. Dos signos indican que la relación es estadísticamente significativa al 1 por 100 y un solo signo indica que la relación es estadísticamente significativa al 5 por 100.

FUENTE: Banco Central Europeo y elaboración propia.

1 año y el tipo medio ofrecido en los depósitos), la ratio de ineficiencia (costes operativos/margen bruto), la ratio «recursos propios/activos totales» e indicadores de especialización productiva como «crédito/activos totales», «depósitos/pasivos totales», «otros productos ordinarios/activos totales», «compromisos de crédito/activos totales». Para aproximar el peso de las operaciones de balance se emplea el indicador Boyd-Gertler que consiste en computar estas operaciones como un equivalente comparable con los activos de balance, partir de la cuenta de resultados de la entidad. Asimismo, para controlar las condiciones de infraestructura y de entorno se consideran la ratio «cajeros automáticos/oficinas» (como aproximación de la sustitución de atención física por medios electrónicos de pago) y el crecimiento del PIB. Asimismo, como indicador de los efectos del riesgo soberano sobre los márgenes se incluye la prima de riesgo de cada país respecto al bono alemán.

Los resultados del análisis se muestran en el Cuadro 3. Por simplicidad expositiva solo se indica si la relación es significativa o no estadísticamente y su signo en caso de que lo sea. La estimación se divide entre los períodos 1994-2006 y 2007-2011. Los resultados sugieren que el riesgo de crédito pudo tener un impacto positivo sobre los márgenes en el período anterior a la crisis, si bien este efecto se torna negativo durante los años de inestabilidad financiera, como expresión fehaciente del racionamiento de crédito que ha acompañado al deterioro de las carteras de préstamos. Asimismo, otro resultado de interés es que contar con una solvencia elevada tiene un efecto positivo sobre el margen de intermediación, probablemente por los menores costes de financiación y mayor acceso al mercado de las entidades más sol-

ventes. En cuanto a la especialización productiva, la ratio «créditos/activos» tuvo un impacto positivo sobre el margen de intermediación en los años anteriores a la crisis, pero este efecto se diluye entre 1997 y 2011, probablemente debido al deterioro crediticio en este período. Asimismo, contar con un porcentaje elevado de depósitos tiene un efecto positivo y significativo sobre el margen de intermediación y el margen bruto, principalmente en el segundo período considerado, en el que los problemas de liquidez han sido más generalizados. En su conjunto, la evidencia empírica sugiere que el nivel de especialización genera diferencias significativas en los márgenes de negocio.

Respecto al Cuadro 3 también es reseñable señalar, como evidencia del aumento de fragmentación, que las primas de riesgo no fueron elementos generadores de diferencias estadísticas significativas en los márgenes de negocio en los años anteriores a la crisis pero sí lo han sido (con carácter negativo) en los años de inestabilidad financiera.

5. Conclusiones: el sector bancario español en los albores de la unión bancaria

En este artículo se ha analizado en qué medida la especialización bancaria y, en general, los modelos de negocio de las entidades financieras europeas pueden estar cambiando como consecuencia de los cambios regulatorios, competitivos y estratégicos que se han producido tras los episodios de inestabilidad financiera registrados en los últimos años. Estos cambios son importantes en un entorno institucional en el que se está configurando una unión bancaria europea que pretende servir de mecanismo de seguridad para toda una red bancaria de la eurozona y, de este modo, reducir la fragmentación que se ha producido en las condiciones financieras y bancarias en los distintos Estados miembros.

Del análisis realizado se desprende que aunque los modelos de negocio de los sectores bancarios de la eurozona presentan diferencias entre sí (y también con los de otros países de la UE fuera de la moneda única, como Reino Unido), éstas diferencias no son tan significativas como para suponer un problema en su adaptación a la unión bancaria. Lo que sí que parece relevante tener en cuenta es que los márgenes de negocio y sus determinantes presentan una heterogeneidad considerable y, como se muestra en el análisis empírico, se debe en parte a diferencias de especialización pero también a riesgos como el de crédito y el de liquidez, y también al riesgo soberano. En este sentido, una prueba importe para que el proyecto de unión bancaria se cimente sobre bases sólidas será el desarrollo de los análisis de calidad de los activos que realizará el Banco Central Europeo en noviembre de 2014. Este análisis va a tener también una honda incidencia sobre los modelos de negocio europeos y, hasta cierto punto, puede homogeneizar ciertas pautas de actividad, sobre todo reduciendo aquellas que suponen un mayor perfil de riesgo.

La incidencia del análisis que desarrollará el BCE se une a las presiones ya existentes en términos de regulación (Basilea III, principalmente) y de competencia y reestructuración. Este último punto es particularmente interesante desde el punto de vista de España ya que mientras que la mayor parte de sectores bancarios europeos aún tienen que adaptar su tamaño y sus estructura a la nueva realidad competitiva, el español ya ha realizado un proceso muy intenso de reordenación. En todo caso, en el futuro, será determinante comprobar la habilidad de las entidades financieras españolas para preservar uno de los factores de especialización que ha marcado su liderazgo en la banca minorista en los años anteriores a la crisis, la llamada «banca relacional», basada en la cercanía al cliente, la confianza y el valor añadido en la relación cliente-entidad.

Referencias bibliográficas

[1] BERGER, A. N. y BLACK, L. N. (2011): «Bank Size, Lending Technologies, and Small Business Finance,» *Journal of Banking and Finance*, 35, no. 3, 724-735.

[2] BLUNDELL-WIGNALL, A. y SLOVIK, P. (2011): «A Market Perspective on the European Sovereign Debt and Banking Crisis», *OECD Financial Market Trends*.

[3] BRUNNERMEIER, M. K. y SANNIKOV, Y. (2010): *A Macroeconomic Model with a Financial Sector*. mimeo.

[4] CALEM, P. S. y LACOUR-LITTLE, M. (2003): «Risk-based Capital Requirements for Mortgage Loans», *Journal of Banking and Finance* 28, 647-672.

[5] CAMPBELL, J. Y. (2006): «Household Finance», *Journal of Finance* 61, 1553–1604.

[6] CARBÓ, S.; DEGRYSE, H. y RODRÍGUEZ, F. (2011): *Lending Relationships and Credit Rationing: The Impact of Securitization*, mimeo. Funcas.

[7] CARBÓ, S. y RODRÍGUEZ, F. (2007): «The Determinants of Bank Margins in European Banking», Journal of Banking and Finance, vol 31, 2043-2063.

[8] CARBÓ, S. y RODRÍGUEZ, F. (2013): «Perspectivas del sector bancario español en 2013: desafíos pendientes», *Cuadernos de Información Económica,* nº 232, enero-febrero, págs. 1-8.

[9] DANIELSON, J.; SHIN, H. S. y ZIGRAND, J. P. (2011): *Balance Sheet Capacity and Endogenous Risk*.mimeo, London School of Economics.

[10] DEGRYSE, H. y ONGENA, S. (2007): «The Impact of Competition on Bank Orientation» *Journal of Financial Intermediation* 16, 399–424.

[11] DE HAAS, R. y VAN HOREN, N. (2012): International Shock Transmission after the Lehman Brothers Collapse: Evidence from Syndicated Lending. American Economic Review: Papers & Proceedings 102, 231–237.

[12] DE HAAS, R. y VAN HOREN, N. (2013): Running for the Exit? International Bank Lending During a Financial Crisis. Review of Financial Studies, 26, 244-28.

[13] DUFFIE, D. (2008): *Innovations in Credit Risk Transfer: Implications for Financial Stability*, Bank for International Settlements Working paper, 255.

[14] DE JONGHE, O. (2010): «Back to the Basics in Banking? A Micro-analysis of Banking System Stability» *Journal of Financial Intermediation* 19, 387–41.

[15] FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2010): «Chapter 1: Economic Uncertainty, Sovereign Risk, and Financial Fragilities», Global Financial Stability Report, October, pp. 1-55.

[16] GIANNETTI, M. y LAEVEN, L. (2012): Flight Home, Flight Abroad, and International Credit Cycles. American Economic Review: Papers & Proceedings 102, 219–224.

[17] GROPP, R.; GRUENDL, C. y GUETTLER, A. (2013): «Hidden Gems and Borrowers with Dirty Little Secrets: Investment in Soft Information, Borrower Self-selection and Competition» European Central Bank, Working Paper Series no 1555.

[18] HACKETHAL, A.; HALIASSOS, M. y JAPPELI, T. (2012): «Financial Advisors. A Case of Babysitters?», *Journal of Banking and Finance*, en prensa.

[19] IVASHINA, V. y SCHARFSTEIN, D. (2010): Bank Lending During the Financial Crisis of 2008. J*ournal of Financial Economics* 97, 319–338.

[20] LUSARDI, A. y MITCHELL, O. S. (2007): «Baby Boomer Retirement Security: the Roles of Planning, Financial Literacy, and Housing Wealth». *Journal of Monetary Economics* 54, 205–224.

[21] POPOV, A. y VAN HOREN, N. (2013): *The Impact of Sovereign Debt Exposure on Bank Lending: Evidence from the European debt crisis* mimeo.

[22] PURI, M.; ROCHOLL, J. y STEFFEN, S. (2012): Global Retail Lending in the Aftermath of the US Financial Crisis: Distinguishing between Demand and Supply Effects, *Journal of Financial Economics*, forthcoming.

[23] SANTOS, J. (2011): Bank Corporate Loan Pricing Following the Subprime Crisis. *Review of Financial Studies* 24, 1916-1943.

Prosper Lamothe Fernández*
Manuel Monjas Barroso**

MERCADOS ALTERNATIVOS DE DEUDA PARA LA FINANCIACIÓN DE LA PYME: ANÁLISIS, PERSPECTIVAS Y PROPUESTAS

La crisis financiera ha provocado una caída drástica de la financiación bancaria hacia todos los sectores de la economía. Este fenómeno, acaecido en mayor o menor medida en toda Europa, es especialmente grave en el caso de la pyme española, tradicionalmente generadora de empleo y vertebradora del tejido productivo de nuestra economía. La necesidad de buscar alternativas de acceso a la financiación a través de intermediarios no bancarios, ha supuesto la aparición de mercados financieros alternativos de deuda enfocados a este tipo de empresas. En este artículo se analizan las características de los principales mercados financieros alternativos de bonos europeos, así como los factores condicionantes de su evolución futura y las medidas que pueden contribuir a su consolidación.

Palabras clave: *financiación, crisis bancaria, mercados alternativos, instituciones no bancarias, pymes.*
Clasificación JEL: *G180, G300, G320.*

1. Introducción

La crisis financiera ha provocado una caída drástica de la financiación bancaria hacia todos los sectores de la economía. Este fenómeno, acaecido en mayor o menor medida en toda Europa, es especialmente grave en el caso de la pyme española, tradicionalmente generadora de empleo y vertebradora del tejido productivo de nuestra economía. Como respuesta a este estrangulamiento del crédito, en los últimos años han aparecido en Europa mercados financieros alternativos de deuda específicamente destinados a dotar de mecanismos financieros a este tipo de compañías, de los cuales el Mercado Español Alternativo de Renta Fija (MARF) es un ejemplo reciente. En este artículo, una vez presentado el entorno de financiación actual para la pyme, se analizan las características de los principales mercados financieros alternativos de bonos europeos, para posteriormente describir los factores condicionantes de su evolución futura así como proponer diferentes medidas que contribuyan a su consolidación.

* Catedrático de Economía Financiera. Universidad Autónoma de Madrid (UAM).
** Profesor Titular de Economía Financiera. Universidad Autónoma de Madrid (UAM).

2. Crisis, crédito y financiación de la pyme: la tormenta perfecta

La permanencia de la crisis financiera ha tenido una doble repercusión en la reducción del crédito ofrecido a las empresas. Por un lado, el incremento de la insolvencia potencian y la posterior morosidad real percibida por la banca, han reducido la financiación a las empresas. Por otro, la reacción de los reguladores ante la recesión ha implicado un reforzamiento de los requisitos de capital y liquidez exigibles a la banca (Basilea III), lo que ha provocado un desapalancamiento progresivo de los balances de las entidades financieras, una significativa contracción del crédito ofrecido a los agentes económicos (Allen *et al.,* 2012) y un encarecimiento del mismo en una gran parte de los países europeos (Chai *et al.*, 2011). Este racionamiento de crédito, es particularmente grave en el caso de las pymes, donde en muchos casos las líneas de liquidez bancaria constituyen una garantía de continuidad de las operaciones corrientes y, por tanto, un factor muy importante para la estabilidad y viabilidad de este tipo de empresas. Adicionalmente, la privación de recursos financieros a las empresas implica que estas reducen o incluso paralizan sus decisiones de inversión, provocando un impacto negativo en sectores que son motores de crecimiento y empleo (Campello *et al.*, 2010), afectando negativamente al PIB (Lamothe, 2013). En definitiva, con la actual crisis en Europa se han conjugado efectos de restricción de oferta de crédito y factores de incremento en su demanda, que actuando de forma conjunta han derivado en una carencia de recursos financieros y una elevación de su coste (Popov *et al.,* 2010). En el caso concreto de España, estos hechos se agravan como consecuencia del añadido de la crisis del mercado inmobiliario que ha incrementado las necesidades de saneamiento de las cuentas bancarias, dando un peso adicional a los factores de restricción de la oferta por parte de las entidades de crédito (Jimenez *et al.,* 2012). A continuación vamos a mostrar algunas cifras que ponen de relieve todos estos fenómenos.

CUADRO 1

FACTORES CONDICIONANTES EN EL CAMBIO DE CRITERIOS EN LA CONCESIÓN DE CRÉDITOS A LA PYME (Orden de prelación, 2012-2013)

	DF	EXP	SIT
2012 III T	3	1	2
2012 IV T	2	1	2
2013 I T	–	1	1

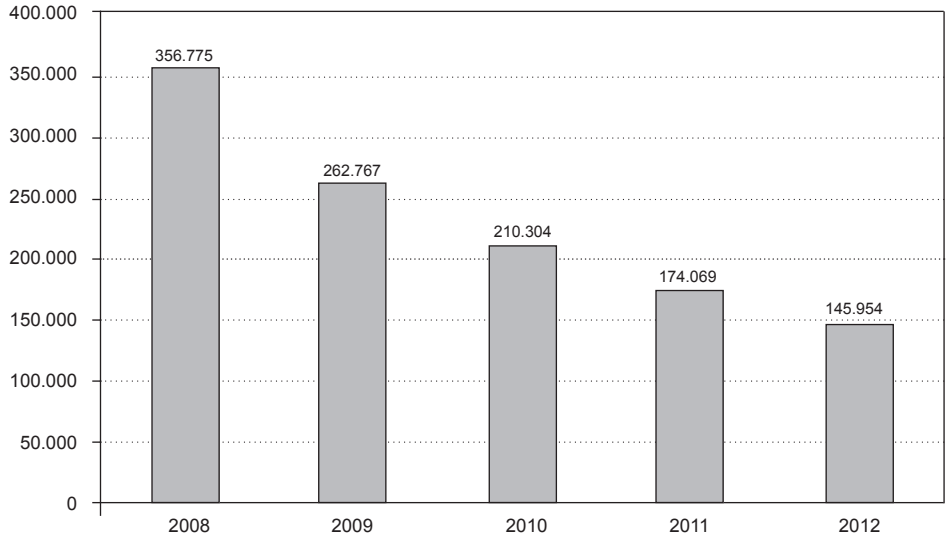
FUENTE: Elaboración propia a partir de la Encuesta de Préstamos Bancarios del Banco de España.

En el Gráfico 1 mostramos la financiación nueva concedida al sector empresas en España en créditos cuya cuantía no superaba el millón de euros. Como puede apreciarse, desde que comenzó la crisis, dichas líneas se han reducido a la tercera parte, pasando de 356.000 millones de euros a apenas 145.000 millones. Por otra parte, desde el lado de la demanda de crédito, observamos como los principales problemas a los que se enfrentan las pymes para obtener financiación bancaria (Gráfico 2) son el endurecimiento de las condiciones de crédito (el 63,8 por 100 de las empresas preguntadas según la Encuesta de las Cámaras de Comercio para el cuarto trimestre de 2012), cuando no directamente el rechazo de la solicitud de financiación demandada (un 26 por 100). Esta combinación de peores condiciones de financiación y menores volúmenes de crédito a disposición de las empresas, constituye sin duda una grave amenaza que hipoteca las posibilidades de crecimiento de nuestra economía.

Curiosamente, los criterios de concesión de créditos por parte de la banca no están condicionados únicamente y en primer lugar por la situación de un sector o grupo de empresas concreto (SIT), sino que han obedecido también a las expectativas generales sobre la evolución de la economía (EXP) y a la menor disponibilidad de líneas de financiación por parte de las entidades de crédito (DF), según pone de relieve la Encuesta sobre Préstamos Bancarios del Banco de España en los últimos trimestres (Cuadro 1).

GRÁFICO 1

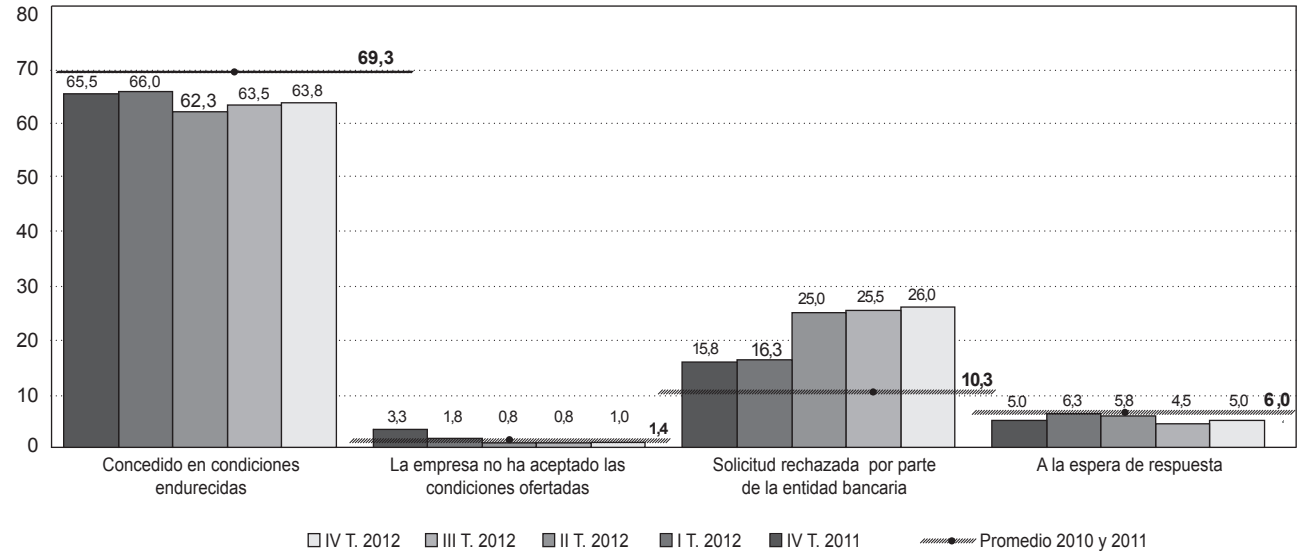
FINANCIACIÓN NUEVA CONCEDIDA A LAS EMPRESAS EN ESPAÑA
(<1 millón de euros. Datos en millones de euros)



FUENTE: Boletín Estadístico, Banco de España.

GRÁFICO 2

PROBLEMAS DE ACCESO A LA FINANCIACIÓN
(% de pymes)



FUENTE: Encuesta Cámaras sobre el acceso de las pymes a la financiación ajena (diciembre 2012).

Por tanto, el clima de desconfianza económico ha contribuido también a la hora de plantear la dotación de líneas de crédito hacia la pyme. En definitiva, todos los datos mostrados anteriormente ofrecen una panorámica poco halagüeña, sobre el acceso a la financiación bancaria de las pymes, justo en un momento crítico en el que muchas de ellas requieren fondos de manera urgente. Bajo este contexto, se hacen necesarios nuevos mecanismos de obtención de recursos a través de canales diferentes a la intermediación bancaria. En ese sentido, el acceso a mercados financieros alternativos se está convirtiendo en Europa en una respuesta a la necesidad de recursos para este tipo de empresas. La evolución natural de las fuentes de financiación para las empresas tiene un cauce adecuado en los mercados financieros alternativos al canal bancario, cuando las compañías cuentan ya con un recorrido temporal y un nivel de riesgo aceptable, aun cuando dado el racionamiento de crédito no cuentan con financiación suficiente. En el próximo apartado procederemos a analizar las características de estos mercados alternativos de deuda.

3. Los mercados europeos de financiación alternativa mediante deuda: características funcionales

La aparición de mercados alternativos de deuda para pymes surge como una consecuencia de la falta de financiación bancaria derivada de la crisis, y viene a completar otros mecanismos alternativos de financiación desintermediada, como son los mercados alternativos de acciones[1] y el capital riesgo. Estos mercados tratan de facilitar el acceso a fondos derivados de emisiones de bonos, a compañías que por su tamaño, no encuentran fácil acomodo en los mercados mayoristas de deuda corporativa. Todos estos mercados tratan de simplificar los requisitos de admisión para este tipo de empresas, ofreciendo una serie de ventajas frente a los mercados tradicionales.

Uno de los efectos positivos importantes de estos mercados es que reducen la prima de riesgo por iliquidez que está implícita en el precio de los bonos. La prima de riesgo por iliquidez no es fácil de obtener ya que no cotiza directamente en el mercado. Por los estudios empíricos de diversa índole realizados sobre los efectos de la falta de liquidez, podemos decir que en el caso que nos ocupa, esta prima se debería situar en un rango de 0,50 por 100 a 2 por 100 por año. De Jong y Driessen (2012) en un excelente trabajo empírico demuestran que para el caso del mercado de EE UU de bonos corporativos la prima por iliquidez se ha situado entre un 0,60 por 100 y un 1,5 por 100 anual en los últimos años.

En 1995 comenzaba la negociación del mercado británico AIM (Alternative Investment Market), pionero en facilitar el acceso de pymes a la financiación mediante emisiones de acciones en dicho mercado. Este marco de negociación implicó la eliminación de volúmenes mínimos de emisión para comenzar a cotizar así como la supresión de requisitos de historial previo de negociación de títulos, lo que supuso un revulsivo para los mercados de entonces.

En lo referente a mercados de emisiones de bonos, los mercados alternativos de deuda para empresas comienzan su andadura en Europa en 2005 con la apertura del mercado noruego Nordic ABM. En la actualidad, los principales mercados alternativos de emisión de deuda en Europa son los siguientes:

— Nordic ABM (Noruega)
— Mercado BondM (Alemania)
— Alternext (Paris, Amsterdam, Bruselas, Lisboa)
— MARF (España).

A continuación explicaremos las características funcionales más relevantes de estos mercados.

Mercado ABM (Noruega)

El mercado noruego surgió en 2005 con objeto de agilizar la emisión y negociación de bonos e instru-

[1] Como el MAB español o el AIM británico.

mentos de renta fija a corto plazo, bajo unas normas menos restrictivas que las de otros mercados organizados. Desde el primer momento, este mercado tiene la vocación de orientarse a las necesidades de los emisores, siendo en sus propias palabras «un traje a medida para las empresas potencialmente prestatarias». A nivel regulatorio, como todos los mercados que se analizan dentro de este subapartado, ABM tiene la consideración, siguiendo la Directiva sobre Mercados de Intrumentos Financieros (MIFID, por sus siglas en inglés), de mercado no regulado o alternativo.

La negociación de bonos se realiza de forma electrónica, dividiéndose la contratación de mercado en dos segmentos diferenciados: uno minorista, dirigido al público en general (Nordic ABM Retail), y otro enfocado hacia inversores profesionales (Nordic ABM Professional). El volumen mínimo de nominal para cotizar en ambos mercados es de 500.000 coronas noruegas (61.750 euros)[2], lo que resulta muy apropiado para el acceso a la financiación por este medio de pequeñas y medianas empresas.

La admisión a negociación en este mercado es relativamente simple. La empresa no debe elaborar ningún folleto de emisión, bastando el informe anual y las características financieras de la emisión para poder solicitar la admisión a la Bolsa de Oslo, no requiriendo la aprobación previa de la autoridad supervisora noruega en materia de servicios financieros (Finanstilsynet). El proceso de aprobación por parte de la Bolsa es muy rápido (una semana o incluso menos, si el emisor ya tiene productos negociados en el mercado).

Las compañías que quieran emitir y cotizar en este mercado, siempre que previamente negocien sus acciones en la Bolsa de Oslo, no tienen la obligación de presentar sus estados financieros siguiendo los estándares contables internacionales IFRS (International Financial Reporting Standards). En caso de empresas no cotizadas, es necesario presentar los estados financieros del último año así como las características financieras de la emisión (Loan Description). En todos los casos los emisores deben contar con un banco de inversión *(manager),* para que les asesore en todo el proceso de colocación (elaborando toda la documentación relativa a la emisión y distribución de los títulos) y pueda contactar con inversores potencialmente atraídos por la emisión. Como veremos en otros mercados alternativos, la figura del *manager* o asesor resulta crucial para el éxito de este tipo de mercados, ya que no solo asesoran al emisor durante todo el proceso de colocación, sino que tienen el conocimiento preciso del mercado, para enfocar las características financieras de la emisión a las condiciones del mercado y de la empresa. Una vez autorizada la emisión, el emisor debe contar con otro banco o empresa financiera que actúe como operador de cuenta, registrando los valores en la Cámara de Compensación de la Bolsa.

En el Cuadro 2 podemos analizar la evolución del valor nominal de los bonos emitidos y negociados en ABM. Como puede observarse, la tendencia desde su inauguración en 2005 es creciente, situándose dicho volumen en 2012 aproximadamente en 359.000.000 de coronas.

No obstante, hasta la fecha los emisores con mayor presencia en el mercado son las entidades financieras (bancos comerciales e hipotecarios y empresas de seguro), que en 2012 acaparaban el 70 por 100 de las emisiones, correspondiendo a empresas no financieras noruegas, aproximadamente el 8 por 100 del total.

Bondm Market (Alemania)

El mercado alternativo de deuda alemán (Bondm) es en realidad un segmento separado de contratación de bonos emitidos por las pymes dentro de la Bolsa de Sttutgart. Como el resto de los mercados alternativos analizados, tiene la consideración de mercado no oficial, por lo que los requisitos de admisión, que a continuación detallaremos, son menores que en el caso de los mercados oficiales. Este segmento inició su andadura en julio de 2011.

[2] Tipo de cambio 1 NOK=0,123€.

CUADRO 2

VALOR NOMINAL DE LOS BONOS NEGOCIADOS EN ABM NORDIC MARKET
(Miles de coronas noruegas)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Total	**9.521**	**60.936**	**130.218**	**204.551**	**230.600**	**283.432**	**311.204**	**359.091**
Municipales garantizados	0	0	588	540	1.062	1.013	965	1.597
Covered bonds	0	0	0	6.555	6.545	17.138	34.158	49.073
Banca comercial y seguros	6.750	36.618	81.128	141.947	164.659	199.880	215.277	244.271
Bancos hipotecarios	1.473	10.373	15.633	15.923	20.991	22.675	17.028	13.056
Empresas no financieras	0	8.035	19.494	21.049	19.732	25.487	24.754	31.377
Empresas extranjeras	0	4.670	10.290	16.346	14.042	10.871	13.172	13.103

FUENTE: ABM Nordic Market.

En Bondm se negocian bonos con un nominal de 1.000 euros, existiendo la obligación, común al resto de los mercados alternativos europeos, de asesoramiento del emisor por una empresa de servicios de inversión especializada (en el mercado se les denomina *Bondm Coaches*).

Los requisitos principales de admisión a negociación son los siguientes:

— Exigencia de una empresa asesora para el emisor (*Bond Coach*) durante todo el proceso de colocación y negociación.

— Exigencia de cotización previa de las acciones del emisor en un mercado regulado alemán o de otro país.

— Presentación de estados financieros (en su caso consolidados), por parte del emisor.

— Necesidad de elaboración de un folleto de emisión donde se detallen las características del emisor y de la emisión de bonos.

— Necesidad de evaluación de la calidad crediticia del emisor a través de un *rating* externo elaborado por una agencia independiente.

Por otro lado, en el tramo de negociación (mercado secundario electrónico) Bondm cuenta con creadores de mercado (QLP, *Quality Liquidity Providers*), obligados a cotizar precios, con *spreads* máximos fijados por el mercado.

En la actualidad con datos cerrados en el tercer trimestre de 2012 (PWC, 2012), el mercado ha emitido bonos por valor de 100.000.000 de euros, aunque resulta prematuro valorarlo en estas fases iniciales de existencia.

Mercado Alternext

El mercado Alternext fue creado por NYSE Euronext (París, Bruselas, Amsterdam y Lisboa) como un segmento de negociación orientado a la emisión y negociación de valores (acciones y bonos) de pymes. La puesta en marcha del segmento de negociación de bonos es relativamente reciente (enero de 2012). Como en otros mercados alternativos, los emisores requieren del asesoramiento de una empresa proveedora de servicios de inversión (*Listing Sponsor*), quién debe acreditar que no posee intereses en la empresa asesorada.

Las condiciones para el emisor de admisión de bonos para la negociación en este segmento incluyen entre otras:

— Contar con un *Listing Sponsor.*

CUADRO 3

IBOS *(INITIAL BOND OFFERING)* EN ALTERNEXT (Enero 2012-octubre 2013)

Año	Compañía	Capital captado
2012	AGROGEN	9,4
2012	CAPELLI	11,7
2012	CREDIT MANAGEMENT	2,5
	Total 2012	**23,6**
2013	DEME	200,0
2013	HOMAIR VACANCES	15,0
2013	REALITES	7,3
	Total 2013	**222,3**
	Total desde inicio	**245,9**

FUENTE: Euronext.

— Publicar los estados financieros consolidados antes de la salida al mercado. Los estándares contables admitidos son los International Financial Reporting Standars (IFRS) o sus equivalentes en el US GAAP (Principios Contables Generalmente aceptados en EE UU).

— Los emisores deben acreditar una auditoría externa de sus estados financieros en los dos últimos años.

— Cualquier emisión de deuda en este segmento debe estar calificada por una agencia de *rating.*

— Dentro de los procedimientos de colocación en el segmento de bonos, Alternext exige un volumen de emisión mínimo de 200.000 de euros para acceder al mercado.

Si analizamos la evolución del mercado primario (Cuadro 3), la novedad del segmento de emisión de bonos hace que todavía no cuente con datos muy relevantes. No obstante, se han obtenido un total de 23.600.000 de euros en 2012, mientras que hasta octubre de 2013 la cifra de financiación alcanzada supera ya los 245.000.000 de euros.[3]

[3] Si bien 200.000.000 de euros corresponden a la IBO de la empresa de ingeniería DEME.

En la negociación de títulos ya emitidos (mercado secundario), Alternext cuenta con creadores de mercado (*Liquidity Providers*), que cotizan en firme precios de compra (venta) para diferentes activos. No obstante, dada la novedad del mercado, su liquidez de momento no es muy elevada. Según puede apreciarse en el Cuadro 4, los volúmenes negociados en el mercado secundario para bonos durante su primer año de existencia, solo han alcanzado los 7.000.000 de euros, con una contratación esporádica y asimétrica en el tiempo. Este dato contrasta con la actividad mostrada en el segmento de acciones que cuenta con más tradición (negocia valores desde 2005).

Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF)

El Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) comenzó su andadura en octubre de 2013, estando adscrito a la sociedad Bolsa y Mercados Españoles (BME). Su objetivo es similar al de los mercados precedentes. Se trata de ofrecer un medio de captación de recursos para empresas, distinto a la intermediación bancaria y con unos requisitos de acceso por parte de los emisores menos exigentes que los correspondientes a los mercados mayoristas de deuda corporativa.

El tamaño mínimo de las emisiones exigido por el MARF es de solo 100.000 euros. Los principales requisitos de admisión al mercado son los siguientes:

— Respecto al emisor:

a) Contar con un «asesor registrado», empresa especializada cuya función es ayudar y asesorar al emisor en todo el proceso de colocación de sus títulos, facilitando la tramitación ante el mercado así como aconsejando a la empresa durante toda la vida de la emisión.

b) Facilitar al mercado un documento informativo con los factores de riesgo específico del emisor y sus valores, así como acerca de la evolución del negocio.

c) Proporcionar al mercado un informe del asesor registrado y de los bancos colocadores con un análisis de la emisión y del emisor.

CUADRO 4

ALTERNEXT: NEGOCIACIÓN EN EL MERCADO SECUNDARIO (2012)

Período	Días de negociación	Acciones	Bonos	Total
Enero	22	146	0	148
Febrero	21	156	0	156
Marzo	22	175	0	175
Abril	19	106	0	106
Mayo	22	62	0	62
Junio	21	78	0	78
Julio	22	57	1	58
Agosto	23	70	0	71
Septiembre	20	167	1	168
Octubre	23	139	1	140
Noviembre	22	89	1	90
Diciembre	19	94	1	95
Total	**256**	**1.338**	**5**	**1.343**

FUENTE: Euronext Fact Book 2012.

d) Presentar una calificación crediticia del emisor *(rating),* otorgada por una agencia de calificación avalada por ESMA (*European Securities and Markets Authority).*

e) Suministrar al mercado las cuentas anuales auditadas según los estándares contables NIIF, los vigentes en países pertenecientes al Espacio Económico Europeo o los principios US GAAP.

— Respecto a los valores:

a) Describir las características financieras de la emisión.

b) Establecer la forma de representación de los valores (anotaciones en cuenta).

c) Informar acerca de la legislación aplicable.

El mercado tiene una orientación profesional, exigiendo una inversión mínima por agente de 100.000 euros. Por otro lado, la negociación en el segmento secundario se organiza como un sistema multilateral de negociación entre los miembros, operando de forma «ciega» (anónima). En el Cuadro 5 mostramos un resumen comparativo con las principales características de los cuatro mercados analizados.

4. Factores condicionantes de la evolución de los mercados financieros alternativos de deuda en España

Los factores condicionantes que afectarán a la evolución futura de los mercados alternativos de deuda, están vinculados con los emisores, los inversores y la propia estructura del mercado. En relación a los emisores, resulta fundamental facilitar e incentivar a las pymes el acceso a este mercado financiero. En este sentido, pensamos que las principales barreras son de carácter cultural (falta de conocimiento sobre estos mercados y sus requisitos de acceso por parte de

CUADRO 5

PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DE LOS MERCADOS ALTERNATIVOS DE BONOS EUROPEOS

	ABM Nordic	BONDm	AlterNext	MARF
Lanzamiento	Junio 2005	Julio 2011	Enero 2012	Octubre 2013
Tamaño mínimo de emisiones	500.000 NOK (61.000 €)	250.000 €	200.000 €	100.000 €
Exigencia de Asesor	Sí (Manager)	Sí (Bond Coach)	Sí (Listing Sponsor)	Sí (Asesor Registrado)
Estándar contable de cuentas del emisor	Específicos según la compañía	Específicos según compañía	IFRS/GAAP/otra	NIIF/GAAP/otra
Creadores de mercado	No	Sí (QLP)	Sí (LP)	No
Exigencia de *rating*	No	Sí	Sí	Sí
Orientación de mercado	Profesional/minorista	Profesional/minorista	Profesional/minorista	Profesional

FUENTE: Elaboración propia.

estos gestores) y no tanto de carácter financiero, al menos para un grupo significativo de medianas empresas, que tienen niveles de solvencia aceptables y riesgos financieros acotados, pero sin embargo no pueden acceder a líneas de préstamo dado el racionamiento del crédito bancario.

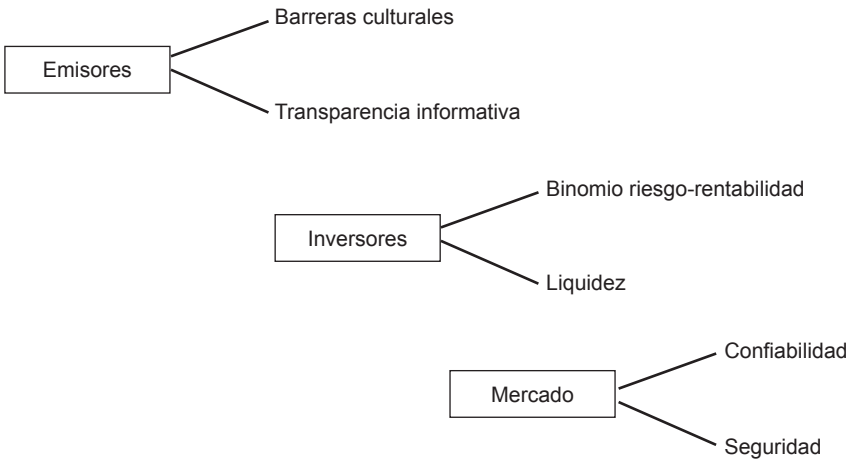
Como veremos en el apartado de propuestas, el papel de los asesores registrados resultará crucial para lograr este objetivo de acercamiento. Obviamente, aquellas pymes que no cuenten con niveles de solvencia asumibles por el mercado, seguirán teniendo los mismos problemas financieros que los surgidos con la financiación bancaria. De ahí que una adecuada información sobre la solvencia percibida se convierta en el segundo factor de viabilidad necesario para una evolución positiva de este mercado. En este punto los actores clave son las agencias de calificación crediticia, que deberán realizar un esfuerzo para valorar una realidad económica empresarial nueva y diferente en relación a las operaciones de evaluación que han llevado a cabo hasta la fecha (centradas en grandes empresas y riesgos soberanos).

Desde el punto de vista del inversor, no cabe duda que el factor clave es conseguir una base suficientemente amplia de inversores mayoristas, que puedan asegurar un futuro desarrollo de este mercado e incluso una eventual extensión del mismo hacia inversores minoristas. Para ello, resulta esencial conjugar una alineación adecuada del binomio rendimiento-riesgo (no todos los bonos que eventualmente emitan estas empresas deben ser necesariamente *high yields*) con una liquidez razonable en el mercado secundario. Para conseguir conjugar todos estos factores (rentabilidad, riesgo, liquidez), de nuevo el papel de la información es clave (agencias de *rating*), junto con una adecuada regulación de incentivos que potencie la demanda de este tipo de títulos.

Por último, y en relación con la propia estructura del mercado, su futuro desarrollo va a depender en gran medida de las señales que pueda ofrecer como

ESQUEMA 1

FACTORES DE VIABILIDAD PARA EL MERCADO ALTERNATIVO DE DEUDA



FUENTE: Elaboración propia.

un marco confiable y seguro para el acceso a operaciones primarias de financiación con bonos (en España, las IBOs para pymes no cuentan con tradición), así como la potenciación de un segmento de negociación secundaria líquido, transparente y ajustable en todo momento a las necesidades de los emisores e inversores. Como veremos en el capítulo de propuestas para la consecución de estos objetivos, de nuevo el papel del regulador es clave, junto con la mediación financiera especializada en este tipo de mercados.

En el Esquema 1 se resumen los principales factores de viabilidad, para cuyo cumplimiento desarrollaremos una serie de propuestas en el próximo apartado.

5. Propuestas para la consolidación del mercado

El éxito del MARF exige una serie de medidas que incentiven su utilización por parte de los emisores y que aumente el atractivo del mismo para los inversores. Entre estas medidas destacamos las siguientes:

Propuestas orientadas a inversores

— Incentivos fiscales como por ejemplo establecer bonificaciones sobre los rendimientos de capital mobiliario asociados a los cupones.

— Potenciar el papel de las Sociedades de Garantía Recíproca como avalistas de carteras de bonos emitidos por pymes. Las Sociedades de Garantía Recíproca (SGRs) son sociedades, constituidas por empresarios, con capital variable cuyo único objeto es prestar garantías en forma de aval o por otro instrumento a favor de sus socios, para las operaciones que estos realicen. Generalmente, las SGRs avalan a sus socios en las operaciones crediticias de las entidades bancarias. Lo mismo que una SGR puede prestar un aval en un préstamo bancario, podría avalar una emisión de pagarés o bonos de una pyme que

acceda al MARF. En el caso de emisiones de poco volumen una sola SGR puede avalar y en el caso de emisiones de mayor importe se podría plantear la sindicación de la operación entre varias SGRs.

Con la introducción del aval de una SGR, la emisión puede tener una mayor aceptación en el mercado, por reducirse el riesgo de crédito de la misma y naturalmente debería poder emitirse a un coste financiero menor, lo que compensaría la retribución por el aval a la SGR.

Propuestas orientadas a emisores

— Mayor implicación del Asesor Registrado (no debe ser solo tramitador sino también implicarse proactivamente en la captación de mercado y la difusión de las ventajas del MARF).

— Difusión entre las entidades financieras de la figura del Asesor Registrado. A la fecha de redacción de este artículo, solo tenemos tres asesores registrados (Sabadell y dos AV Solventis y Arcano).

— Aumentar la formación de los gestores financieros de pymes para eliminar barreras culturales de acceso al mercado.

— Potenciar emisiones consorciadas de agrupaciones de pymes para facilitar el acceso a la financiación sectorial.

Propuestas orientadas al mercado

— Creación de una red de creadores de mercado (*Market Makers)*, que aseguren una horquilla mínima de liquidez en el segmento secundario de negociación.

— Potenciar el papel de las agencias de *rating* para mejorar la transparencia informativa, focalizando su actuación hacia una mayor adecuación de las calificaciones a la realidad de las pymes.

Las políticas de fomento y estímulo de los mercados alternativos tiene efectos directos en la mayor canalización de recursos a las pymes a través de los propios mercados, e indirectos por la dinamización de la inversión en empresas no cotizadas a través del capital riesgo, etcétera.

En nuestra opinión, el desarrollo futuro de la economía española exige fomentar todo tipo de alternativas a la financiación bancaria, particularmente la enfocada a las pymes con un alto potencial de crecimiento. La novedad de algunos de estos instrumentos y mercados puede limitar el crecimiento de los mismos por lo que en un principio debe implantarse una política clara de fomento de estos mercados. Creemos que estos exigen una política coordinada de fomento de un conjunto de instituciones como el MAB, MARF, SGRs, capital riesgo, fondos de activos no cotizados, etcétera, que articulen la financiación adecuada para las miles de pymes españolas con ventajas competitivas.

Referencias bibliográficas

[1] ALLEN,B.; CHAN, K.; MILNE, A. y THOMAS, S. (2012): «Basel III: Is the Cure Worse than the Disease?», *International Review of Financial Economics*, 25; 159-166. Banco de España (varios años); Boletín Estadístico.

[2] BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES (2013): Reglamento del Mercado Alternativo de Renta Fija, disponible en http://www.bmerf.es/docs/esp/Documentos/REGLAMENTO_ES_MARF.pdf.

[3] BOLSAS y MERCADOS ESPAÑOLES (2013): Circular 7/2013, de 18 de julio, sobre incorporación y exclusión de valores en el mercado alternativo de renta fija.

[4] CAMPELLO, M.; GRAHAM, J. R. y CAMPBELL, R. H. (2010): «The Real Effects of Financial Constraints: Evidence from a Financial Crisis», *Journal of Financial Economics*, 97; 480-487.

[5] CHAI, F. y NGUYEN, D.B. (2011): «The Cost of Business Credit by Firm Category»; *Quarterly Selection of Articles 24, Banque du France*; winter.

[6] DE JONG, F. y DRIESSEN, J. (2012): «Liquidity Risk Premia in Corporate Bond Markets», *Quartely Journal of Finance*, volumen 2, nº 2, junio.

[7] HERNANDO SARRIÁ-PEDRAZA, J. y RAMOS-JUSTE, J. (2013): «MARF: Oportunidad para pymes y perspectiva para inversores*», AXEXOR IEB WP 2013-1013.*

[8] JIMENEZ, G.; OGENA, S.; PEYDRO, J.L. y SAURINA, J. (2012): «Credit Supply versus Demand: Bank and Firm Ba-

lance-Sheet Channels in Good and Bad Times», *Tilburg University, European Banking Center Discussion Paper* 2012-003.

[9] LAMOTHE, P. (2013): «La financiación de la pyme en el contexto de la crisis: Nuevas Alternativas», *Boletín de Estudios Económicos*, diciembre.

[10] NORDIC ABM (2012): «Issuing Corporate Bonds in Oslo: An Efficient, Flexible and Mature Market for Raising Debt Capital», Bolsa de Oslo.

[11] NYSE EURONEXT (2012):«Alternext Markets Rule Book», disponible en *http://europeanequities.nyx.com/regulation/nyse-alternext*.

[12] POPOV, A. y UDELL, G.F. (2012): «Cross-Border Banking. Credit Banking and the Financial Crisis»; *Journal of International Economics*; 87; 147-161.

[13] PRICE WATERHOUSE COOPERS (2012): «Primary Market Germany Q3 2012», disponible en *http://www.pwc.de/en/finanzierung/emissionsmarkt-deutschland-anleger-halten-ihre-portemonnaies-geschlossen.jhtml.*

[14] STTUTGART BORSE (2012): «Terms and Conditions for Trading in the Regulated Unofficial Market at the Stuttgart Stock Exchange».

TRIBUNA DE ECONOMÍA

Todos los artículos publicados en esta sección son sometidos
a un proceso de evaluación externa anónima

Ainhoa Rodríguez Oromendía*
Mariló Reina Paz*
y Ramón Rufin Moreno*

CALIDAD DE RELACIÓN ENTRE RECINTO FERIAL, EXPOSITOR Y CLIENTE FINAL. UN ANÁLISIS DE LAS FERIAS DIRIGIDAS AL CONSUMIDOR FINAL

Se estudia la calidad de relación entre el recinto ferial y la empresa expositora, así como entre esta última y sus clientes finales, con el objetivo de averiguar si entre ambas relaciones existe influencia, y el efecto que la calidad de dichas relaciones pudiese tener sobre el resultado comercial obtenido por las empresas expositoras. El análisis se realizó mediante el desarrollo de un modelo de ecuaciones estructurales. Los resultados muestran un efecto positivo entre las dos relaciones, y un relevante impacto de la calidad de relación entre recinto y expositor sobre los resultados obtenidos por éste al finalizar la feria.

Palabras clave: *ferias comerciales, calidad de relación, gestión de quejas, resultados comerciales.*
Clasificación JEL: *M21.*

1. Introducción

Una feria podría considerarse un acontecimiento comercial que permite la concentración entre oferta y demanda en un lugar concreto y con periodicidad determinada, donde los participantes (expositores y visitantes) pueden intercambiar opiniones, informarse y negociar (Navarro, 2001).

La feria, dentro del área de *marketing,* es tratada como una herramienta de *marketing* que la empresa puede utilizar para lograr sus objetivos comerciales (Munuera *et al.*, 1993). Sus funciones pueden agruparse en dos (Bonoma, 1983; Kerin y Cron, 1987; Shoham, 1992; Gopalakrishna y Lilien, 1995; Gopalakrishna *et al.*, 1995; Tanner y Chonko, 1995 y Lingyee, 2008): función comercial y función de comunicación.

Existe unanimidad al considerar la feria comercial

* Profesor/a del Área de Comercialización e Investigación de Mercados. Departamento de Economía de la Empresa y Contabilidad. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales. Universidad Nacional de Educación a Distancia (UNED).
Versión de febrero de 2012.

como un instrumento de comunicación, pero enmarcarla dentro de dicha variable provoca discrepancias. La mayoría de los autores la consideran un instrumento de promoción de ventas (Santesmases, 1996; Tellis y Redondo, 2002; Randall, 2003 y Kotler *et al.*, 2006) dado que la feria es considerada por las empresas como un instrumento dirigido principalmente a los prescriptores, a los intermediarios y a la fuerza de ventas, con los objetivos de transmitir información a los compradores potenciales e incrementar las ventas; otros autores (Esteban *et al.*, 1997 y Rodríguez *et al.*, 1997) la integran dentro de las relaciones públicas, pues mediante la participación en una feria se puede conseguir un intenso contacto entre expositores y visitantes, obteniéndose en numerosas ocasiones el fortalecimiento y desarrollo de relaciones comerciales duraderas. Esta discrepancia a la hora de enmarcar las ferias comerciales dentro de las variables de *marketing,* se debe a su carácter multidimensional y a la diversidad de resultados y objetivos alcanzables por las empresas expositoras. Por ello quizás resulte apropiado considerar la feria comercial como un instrumento genérico de comunicación y no acotarlo a una herramienta específica dentro de dicho instrumento (Gázquez y Jiménez, 2004).

Durante la última década las celebraciones feriales se han posicionado en el mercado empresarial como una de las formas de promoción más rentables, así como un elemento importante dentro del proceso de distribución (Munuera *et al.*, 1993) y como uno de los instrumentos de *marketing* que mejor se ha adaptado a la pequeña y mediana dimensión de la empresa española (Gázquez y Jiménez, 2002 y Munuera *et al.*, 1993). Del mismo modo, se las ha considerado como la mejor forma de dar a conocer a las empresas sus novedades y detectar las nuevas tendencias que presenta el mercado (Jiménez et al, 2002 y Munuera *et al.*, 1993). En definitiva, las ferias comerciales son una parte fundamental dentro del proceso de ventas (CEIR, 2003).

No obstante, pese a la importancia de esta herramienta de comunicación y lo significativo de las cifras estadísticas, la feria comercial no ha sido motivo de preocupación en el ámbito científico tanto a nivel nacional (Gázquez y Jiménez, 2002; Berné y García-Uceda, 2008; Puchalt, 2008 y García *et al.*, 2008) como internacional (Sheringhaus y Rosson, 1998; Tanner Jr. y Sonko, 1995; Hansen, 1996, Gopalakrishna *et al.*, 2010 y Rinallo *et al.*, 2010), existiendo carencia de estudios empíricos que analicen el sector, su problemática y, a la vez, que orienten a la empresa sobre las estrategias y tácticas a desarrollar en las mismas, así como la efectividad de tales actuaciones.

La mayor parte de las investigaciones realizadas dentro del entorno ferial se centran en certámenes donde las empresas expositoras dirigen sus productos hacia otras compañías especializadas, dejando prácticamente de lado a los visitantes no profesionales. A lo largo de la historia se ha podido observar cómo las ferias han pasado de un origen comercial y popular hacia un ámbito profesional cada vez más especializado. Pero esta transición no ha sido absoluta, dado que la población general sigue estando interesada y asiste a estos eventos para poder obtener información así como para poder ver y probar productos, en algunos casos difíciles de encontrar fuera de una feria. Muchas ferias pretenden convertirse en actividades de ocio y cultura, de tal manera que el visitante acuda a ellas para entretenerse y pasar el tiempo. Si un recinto ferial lleva a cabo una estrategia orientada hacia un entorno atractivo para el consumo del visitante no profesional, ésta será exitosa dado el perfil cada vez más hedonista del consumidor en la actualidad (Fenollar y Munuera, 2008).

En este artículo presentaremos en primer lugar el marco conceptual de la calidad de relación, que constituye la base teórica de la investigación y sirve además para situar la gestión de quejas como elemento adicional del modelo que se someterá a verificación. A continuación describiremos dicho modelo, definiremos las variables utilizadas y las hipótesis que permitirán la contrastación empírica. Después se expone la ficha técnica del estudio y se describe el método empleado.

Finalmente, se muestran los resultados obtenidos, las conclusiones, las implicaciones para la gestión y las limitaciones de la investigación.

2. Calidad de relación y gestión de quejas

Adquirir y mantener la lealtad de los clientes se ha convertido en un objetivo estratégico primordial para las empresas (Rust *et al.*, 1996 y Servera *et al.*, 2009), siendo aceptada como un factor crítico en el éxito de todo tipo de organizaciones (Hennig-Thurau *et al.*, 2001) que requiere conocer los procesos a través de los cuales los intercambios relacionales afectan a dicha lealtad (Singh y Sideshmukh, 2000).

Las relaciones estables y de larga duración con los clientes capacitan a las firmas de servicio a reducir las consecuencias desfavorables de aquellos encuentros negativos que son inevitables debido al carácter intangible e individual de los servicios (Rust *et al.*, 1996). Asimismo, la reparación es un mecanismo positivo que se refiere a la contraprestación que se le concede al cliente para compensarlo de cualquier error en la prestación (Grégorie y Fisher, 2006). Para llevar a cabo acciones de reparación resulta necesaria la implantación de una adecuada gestión de quejas, bajo la que se puedan aplicar estrategias por parte de las firmas, con la finalidad de resolver y aprender de los errores cometidos durante la prestación del servicio y (re)establecer la confianza en la organización ante los ojos de los clientes. Tax *et al.* (1998) establecen que los clientes evalúan el trato a sus quejas en función del resultado que perciben del proceso, los procesos empleados y el trato interpersonal prestado a lo largo del proceso de gestión de la queja. Responder a los errores o fallos que se hayan cometido durante la prestación del servicio resulta crucial para preservar la vitalidad de la relación, mostrándose la mayoría de los clientes insatisfechos con la gestión que de sus quejas realizan las organizaciones (Tax *et al.*, 1998), resultando, por ello, también relevante la percepción de «justicia» en la recuperación del servicio (Schoefer y Ennew, 2005 y Kaw y Loh, 2006).

Westbrook (1987) establece que la satisfacción se considera el medidor principal en el comportamiento de compra, uniendo las creencias acerca del producto previas a la compra con la estructura cognitiva poscompra, las comunicaciones con el consumidor y el comportamiento de recompra.

Las estrategias de gestión de quejas acertadas presentan un impacto fundamental sobre la cifra de clientes retenidos, la cuota de mercado y sobre la probabilidad de recompra (Kurtulus y Nasur, 2008), reduciendo el efecto negativo del boca-oreja e incrementando el resultado. Los fallos en la prestación del servicio ponen a prueba el compromiso de los clientes hacia la organización (Bejou y Palmer, 1998). A través de un proceso de reconversión, los fallos en el servicio se pueden transformar en un acto positivo que crea crecientes actitudes positivas de los clientes hacia la empresa (Hart *et al.*, 1990). Todas estas afirmaciones podrían llevar a una reflexión sobre la importancia de una adecuada gestión de quejas, no solo como instrumento para el logro de objetivos de cuota de mercado, sino también como herramienta fundamental para lograr un nivel de calidad de relación óptimo. Este vínculo que se establece entre la gestión de quejas y la calidad de relación, se ha querido analizar en esta investigación planteándose así como uno de los objetivos del estudio, el análisis del efecto que presenta la gestión de quejas sobre la calidad de la relación entre las organizaciones.

La revisión de la literatura existente relativa a los determinantes de los resultados de las relaciones revela diversos modelos conceptuales que podrían explicar una parte significativa del éxito de las mismas, los beneficios relacionales (Gwinner *et al.*, 1998), y la calidad de la relación (Hennig-Thurau y Klee, 1997). Aunque esta última se centra en la naturaleza de la relación, y los beneficios relacionales se centran en la recepción de beneficios desde una perspectiva utilitarista, ambos conceptos contemplan la satisfacción de las necesidades de los individuos como el elemento central del éxito

de la relación (Hennig-Thurau *et al.*, 2002).

Si bien la calidad de las relaciones entre las organizaciones en sí y entre estas y sus clientes finales ha sido analizada de forma independiente, resulta necesario integrar en un solo modelo el efecto conjunto de la calidad de relación entre organizaciones y entre organizaciones y clientes finales sobre el resultado que obtienen las empresas (Iacobucci y Hibbard, 1999; Hennig-Thurau *et al.*, 2000 y Berné y García, 2010).

3. Planteamiento de hipótesis y modelo de análisis

En este estudio se realiza un análisis de la calidad de relación, tanto entre el recinto ferial y el expositor como entre el expositor y sus clientes finales, como un único constructo en cada caso, contemplando el efecto que la calidad de la relación entre el recinto ferial y el expositor presenta sobre la calidad de relación entre los expositores y sus clientes finales, así como el efecto que presenta la calidad de ambas relaciones sobre el resultado obtenido por el expositor en la feria.

Además, la gestión de las quejas de los clientes posee un papel relevante para las organizaciones, si se asume que la satisfacción del cliente con el modo en que se gestiona su queja presenta una influencia significativa sobre el comportamiento comunicativo y de recompra del consumidor (Hennig-Thurau, 2001); la gestión de las quejas es una variable que tiene el potencial de otorgar estabilidad a una relación en la que no exista plena satisfacción de los clientes (Suárez *et al.,* 2005). Por todo ello, su análisis es fundamental en este contexto.

El origen de las escalas de medición de las variables utilizadas en el estudio fueron las revisiones bibliográficas realizadas sobre el tema objeto de estudio, llevando a cabo algunas adaptaciones de su aplicación al entorno ferial. La medición de los ítems se hizo mediante escalas de Likert de cinco posiciones, donde 1 significaba «nada de acuerdo» y 5 «totalmente de acuerdo». Las variables utilizadas se agrupan de la siguiente forma, ver Cuadro 1.

De este modo se plantean las siguientes hipótesis:

H_1: La calidad de la relación entre el recinto ferial y los expositores se encuentra relacionada positivamente con la calidad relacional entre expositores y sus clientes finales.

H_2: La calidad de relación entre los expositores y sus clientes finales se encuentra relacionada positivamente con los resultados que los expositores obtienen en la feria.

H_3: La calidad de relación entre el recinto ferial y los expositores se encuentra relacionada positivamente con el resultado que los expositores obtienen en la feria.

H_4: La gestión de las quejas realizada por el recinto ferial se encuentra relacionada positivamente con la calidad de la relación entre el recinto ferial y los expositores.

Modelo de análisis

Una vez establecidas las variables y planteadas las hipótesis, se establece el siguiente modelo de análisis (Figura 1).

4. Metodología

Según la Asociación de Ferias Españolas (AFE, 2010), el sector ferial español recibió durante el año 2009 más de 13.500.000 de visitantes. Los salones celebrados ocuparon más de 3.500.000 de metros cuadrados, y el número total de expositores directos ha sido de 58.281. Este sector ha crecido de forma considerable sobre todo en esta última década, donde el número de certámenes ha pasado de 240 en el año 1995, a 474 en 2009, con un incremento del 95 por 100 hasta generar, según fuentes de la Comisión Europea, un volumen de negocio en

CUADRO 1

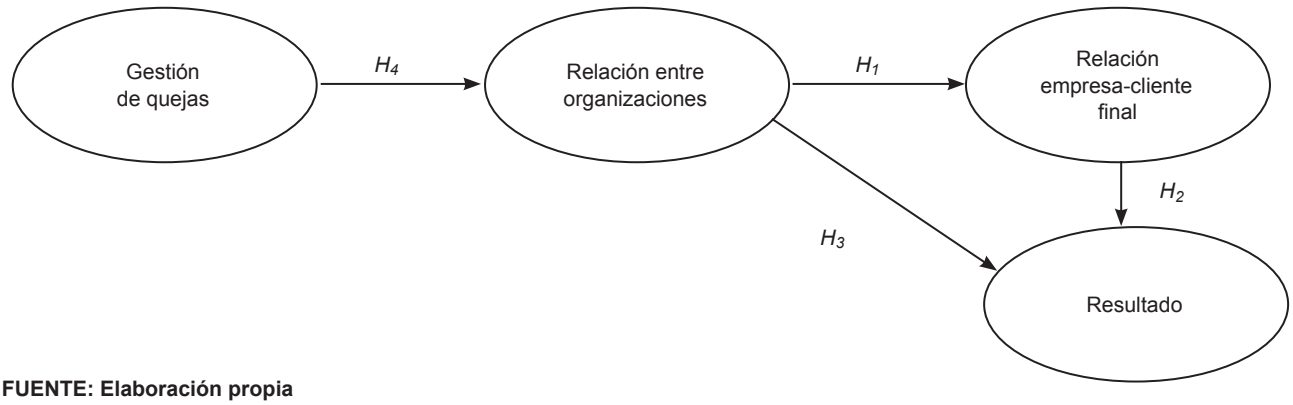
VARIABLES INICIALES DEL ANÁLISIS

Grupo	Variable	Ítem	Referencias
Gestión de quejas	• La feria posee un buen sistema de atención a los expositores.	GESTQUE1	Adaptado de: Bejou y Palmer, 1998; Tax, *et al.*, 1998 y Hennig-Thurau, 2001.
	• El tiempo que transcurre desde que le comunicamos a la feria algún problema hasta que ésta lo soluciona es el adecuado.	GESTQUE2	
Relación entre firmas	• Seguiremos asistiendo a esta feria aunque el precio por expositor se incremente de forma considerable.	B2B1	Adaptado de: Naudé y Buttle, 2000; Jonsson y Zineldin, 2003; Farrelly y Quester, 2003; Woo y Ennew, 2004 y 2005; Gouranis, 2005; Huntley, 2006; Llorens *et al.,* 2006; Rauyren y Miller, 2007 y Chumpitaz y Paparoidamis, 2007.
	• Recomendaremos a otras empresas del sector que acudan a la feria.	B2B2	
	• Consideramos que esta feria está preparada para atender adecuadamente las necesidades y problemas de los expositores.	B2B3	
	• Los responsables de la feria se preocupan porque obtengamos buen servicio.	B2B4	
	• Confiamos en que los resultados que vamos a obtener en esta feria van a ser positivos para la empresa.	B2B5	
	• Los organizadores de la feria muestran interés en conocer el grado de satisfacción de nuestra empresa en relación al servicio contratado.	B2B6	
	• Globalmente nos parece adecuada la relación beneficio-coste que obtiene la empresa en esta feria.	B2B7	
Relación empresa-clientes final	• Es fundamental mantener fuertes relaciones a l/p con nuestros clientes.	B2C1	Adaptado de: Hennig-Thurau y Klee, 1997; Gwinner *et al.,* 1998; Bennet y Barkensjo, 2005; San Martín, 2005; Suárez *et al.*, 2005; Wong *et al.*, 2007 y Cheng *et al.,* 2008
	• Nuestros clientes pueden participar en el diseño de los productos/ servicios.	B2C2	
	• La firma define sus objetivos teniendo en cuenta los objetivos de los clientes.	B2C3	
	• Conocemos qué productos o servicios son más adecuados para cada cliente.	B2C4	
	• Conocemos qué es lo que los clientes esperan de nuestra empresa	B2C5	
	• Proponemos servicios/soluciones anticipándonos a las necesidades de nuestros clientes.	B2C6	
	• Empleamos la información de los clientes para mejorar un producto/ servicio.	B2C7	
	• Nuestros clientes conocen los productos y servicios de la empresa.	B2C8	
	• Consideramos que los clientes están satisfechos con la relación que mantienen con los vendedores de nuestra empresa.	B2C9	
Resultado	• Consideramos la feria como un instrumento muy eficaz de captación.	RTDO8	Elaboración propia y adaptado de: Banting y Blenkhorn, 1974; Kerin y Cron, 1987; Munuera *et al.,* 1993; Shipley *et al.,* 1993; Tanner y Chonko, 1995 y Blythe, 2002.
	• Dentro de las distintas actividades para mantener a los clientes, la feria es una de las más eficaces.	RTDO9	
	• Mayor conocimiento de las actividades de la empresa.	RTDO3	
	• Mejora de la imagen de la empresa.	RTDO4	
	• Incremento de las ventas.	RTDO5	
	• Facilidad para captar nuevos clientes.	RTDO6	
	• Facilidad para mantener los clientes existentes.	RTDO7	

FUENTE: Elaboración propia

FIGURA 1

MODELO SUJETO A CONTRASTACIÓN



FUENTE: Elaboración propia

torno a los 25.000 millones de euros al año, 100.000 empleos directos y alrededor de 500.000 empleos indirectos (AFE, 2007). Durante este año dos de cada tres empresas españolas han sido expositoras de alguna feria celebrada en el país; de hecho, el porcentaje de empresas visitantes a los recintos que forman parte de la AFE, ha aumentado hasta alcanzar el 93 por 100.

Además, la participación en ferias representa cada vez un instrumento más accesible y útil para las pymes (Browning y Adams, 1988; Munuera *et al.*, 1993 y Gázquez y Jiménez, 2002), que representan el 96 por 100 de las empresas españolas.

Población objeto de estudio y ficha técnica de la investigación

La población objeto de estudio está formada por las 333 empresas que acudieron como expositores directos a la Feria del tiempo libre Expo-Ocio en Madrid en 2009. Según datos del comité organizador, acudieron más de 500.000 visitantes, es decir, de potenciales clientes finales de los expositores, posicionándose como la feria más visitada de España, y como la feria de tiempo libre más importante de Europa. Sus principales funciones son impulsar un mercado al alza como es el del tiempo libre y cubrir las necesidades de una sociedad cada vez más exigente y demandante de nuevas formas de entretenimiento.

El trabajo de campo se llevó a cabo en tres fases: una primera durante la feria, en la que se hizo entrega a los responsables comerciales de cada expositor, de una encuesta junto con un sobre prefranqueado su devolución por correo postal, explicando a cada uno de ellos la finalidad de la misma. La segunda fase se llevó a cabo un mes después de concluida la feria, en la que se realizó el envío del cuestionario a través de correo postal, junto con una carta de presentación y el sobre prefranqueado. Por último, en la tercera fase se llevaron a cabo otros dos envíos de las mismas características; uno transcurridos dos meses desde la celebración de la feria, y otro a mediados de septiembre, con la finalidad de evitar la ausencia de respuesta durante el período vacacional. Una vez finalizado el trabajo de campo se recogieron un total de 198 cuestionarios, resultando válidos 181, con un error muestral de 5,03[1] por 100 para el caso más desfavorable y un nivel de confianza del 95,5 por 100. El Cuadro 2 recoge la ficha técnica del estudio.

[1] El error muestral se ha obtenido mediante el programa estadístico Dyane 3.

CUADRO 2

FICHA TÉCNICA DE LA INVESTIGACIÓN

Universo	• Empresas expositoras con presencia física directa en Expo-Ocio
Método de obtención de la información	• Primer contacto: entrega personal de la encuesta en la feria Resto de contactos: encuesta por correo postal
Censo muestral	• 333 empresas
Tamaño muestral	• 181 encuestas válidas
Error muestral	• +/- 5,03 por 100, nivel de confianza 95,5 por 100; p=q=0,5
Procedimiento de muestreo	• Discrecional, teniendo en cuenta la naturaleza del estudio
Fecha del trabajo de campo	• Marzo-septiembre

FUENTE: Elaboración propia

CUADRO 3

SECTORES QUE INTEGRAN LA MUESTRA

Sector	Empresas	%	Respuesta %
Segunda residencia	8	4,42	57,14
Alimentación	7	3,87	31,82
Comunicación	9	4,97	36,00
Deportes	10	5,52	66,67
Juegos	8	4,42	54,84
Hogar, regalo, artesanía	17	9,39	54,84
Interiorismo y construcción	10	5,52	58,83
Muebles y complementos	11	6,08	44,00
Salud, cosmética y estética	14	7,53	63,68
Turismo	11	6,08	55,00
Piscinas, instalaciones deportivas	12	6,63	66,67
Camping-caravaning	9	4,97	60,00
Electrodomésticos, imagen y sonido	12	6,63	54,55
Motor	5	2,76	41,67
Organismos oficiales	10	5,52	62,50
Casas prefabricadas	6	3,31	50,00
Arte	6	3,31	60,00
Otros	16	8,84	64,00
Total	**181**	**100**	

FUENTE: Elaboración propia

El procedimiento de recogida de información ha sido una encuesta; esta metodología es la empleada en varias investigaciones relacionadas con el sector ferial: Carman, 1968; O´Hara, 1993; Tanner, 1994; Tanner y Chonko, 1995; Gopalakrishna *et al.*, 1995; Hansen, 1996; Blythe, 1999 y 2002; Ling-Zhong, 2010; Skallerud, 2010 y Kirchgeorg *et al.*, 2010.

Análisis descriptivo de la muestra

Las preguntas de clasificación incluidas en el cuestionario permiten la descripción de las características más relevantes de las empresas que han colaborado en la investigación. En la Cuadro 3 se puede observar la diversidad de sectores que integran la muestra, así como las empresas de cada sector que han respondido a la encuesta y el porcentaje de respuesta de cada sector.

La mayoría de las empresas encuestadas que son expositoras en Expo-Ocio tienen una antigüedad de entre 10 y 19 años (casi un 30 por 100), aunque realmente hay empresas de todas las edades (las compañías de 1 a 4 años, de 5 a 9 y de 20 a 49 años tienen una representación aproximada del 20 por 100 en cada caso). Más de la mitad de las empresas de la muestra (un 52 por 100) dispone de entre 6 y 50 empleados. Si a este dato se suma que casi un 20 por 100 de las firmas tienen cinco empleados o menos, puede considerarse que aproximadamente un 70 por 100 de las empresas que han asistido a Expo-Ocio son pymes. Hay que destacar que casi un 30 por 100 de la muestra consigue un volumen anual de ventas de 100.000.000 de euros o más, aunque también hay que tener en cuenta que el volumen de ventas de un 43 por 100 de las empresas no llega a los 7.000.000 de euros.

También conviene describir algunas características de la muestra relacionadas específicamente con el presente estudio: según los datos obtenidos, el principal objetivo de las empresas encuestadas para asistir a Ex-

CUADRO 4

CORRELACIONES ASOCIADAS A H_1

Variable		B2C1	B2C2	B2C3	B2C4	B2C5	B2C6	B2C7	B2C8	B2C9	IFC
B2B	Correlación	**0,180**	**0,254**	0,410	0,396	0,359	0,405	0,308	**0,264**	0,367	**0,816**
	Alfa	**0,356**	**0,053**	0,000	0,001	0,000	0,000	0,002	**0,035**	0,000	

FUENTE: Elaboración propia

po-Ocio es realizar nuevos contactos con potenciales compradores, tal y como han señalado el 69,1 por 100 de las empresas encuestadas, aunque también consideran fundamental promocionar la imagen de la empresa y mejorar su reputación (58 por 100). Cabría destacar otros objetivos importantes para los expositores como obtener pedidos o generar ventas (49,7 por 100), informar sobre los productos y sus usos (48,1 por 100), llegar a clientes que de otra manera son difíciles de alcanzar (47,5 por 100) y presentar nuevos productos y/o desarrollos (45,3 por 100). Como se puede observar, al ser ésta una feria comercial dirigida principalmente al consumidor final o a especialistas minoristas, los objetivos de ventas son más relevantes que en otro tipo de ferias como las industriales, donde las empresas expositoras suelen dar bastante más importancia a objetivos ajenos a las ventas (Shipley *et al.*, 1993).

Por otro lado, la principal razón por la que las empresas de la muestra decidirían no asistir como expositoras, es el elevado coste de la participación en el mismo (59,7 por 100). Esto es debido a que la mayoría de las empresas de la muestra son pymes y por tanto cuentan con menos recursos para atraer al público hacia sus estands que las grandes empresas, disponiendo además de menos capacidad para convertir los nuevos contactos en clientes (Williams *et al.*, 1993). El 52,5 por 100 de las empresas destacaron también como factor relevante para no asistir, que la feria no cumpla su función adecuadamente, siendo la razón de menor peso para no asistir que la empresa no disponga de personal cualificado (2,2 por 100), dato que puede resultar llamativo teniendo en cuenta la relevancia que algunos investigadores han otorgado a este factor (Chonko y Tanner, 1990; O´Hara, 1993 y Tanner, 1994).

5. Resultados de la investigación

El análisis del comportamiento de los constructos incorporados en el modelo se realiza mediante el desarrollo del Modelo de Ecuaciones Estructurales (MES) con SmartPLS 2.0. Este modelo se propone para establecer las relaciones entre los constructos y también el poder predictivo del modelo estructural. Se emplea la técnica Partial Least Squares (PLS) ideada por Wold (1982), como una alternativa analítica para, entre otras, aquellas situaciones donde la teoría se encuentra aún en fase de consolidación. Además, la técnica PLS resuelve algunas de las limitaciones que presentan las técnicas de análisis de modelos de ecuaciones estructurales basadas en la covarianza como (LISREL o EQS) como es la asunción de la normalidad multivariante y el tamaño elevado de la muestra a utilizar (Falk y Miller, 1992).

Con el fin de conocer si se ha de eliminar alguna hipótesis o ítem antes de llevar a cabo este análisis, se lleva a cabo un análisis de las correlaciones asociadas a cada hipótesis:

En H_1 las correlaciones asociadas (Cuadro 4) demuestran que la relación entre las empresas no está relacionada con la importancia por parte de la empresa de mantener fuertes relaciones a largo plazo con sus

CUADRO 5

CORRELACIONES ASOCIADAS A H_2

Variable		RTDO8	RTDO9	RTDO3	RTDO4	RTDO5	RTDO6	RTDO7	IFC
B2C	Correlación	0,436	0,415	**0,260**	0,368	0,350	0,498	**0,816**	**0,801**
	Alfa	0,000	0,000	**0,023**	0,002	0,001	0,000		

FUENTE: Elaboración propia

CUADRO 6

CORRELACIONES ASOCIADAS A H_3

Variable		RTDO8	RTDO9	RTDO3	RTDO4	RTDO5	RTDO6	RTDO7	IFC
B2B	Correlación	0,380	**0,190**	0,450	0,301	0,387	**0,201**	0,368	**0,873**
	Alfa	0,000	**0,067**	0,000	0,004	0,001	**0,054**	0,000	

FUENTE: Elaboración propia

CUADRO 7

CORRELACIONES ASOCIADAS A H_4

Variable		B2B1	B2B2	B2B3	B2B4	B2B5	B2B6	B2B7	IFC
GESTQUE	Correlación	**0,250**	0,380	0,427	0,416	0,596	0,401	**0,298**	**0,866**
	Alfa	**0,078**	0,000	0,000	0,001	0,000	0,002	**0,060**	

FUENTE: Elaboración propia

clientes, ni con la participación de los clientes en el diseño de los productos/servicios de la empresa, ni tampoco con el conocimiento por parte de los clientes de los productos y servicios de la compañía; por ello, estas variables se eliminan para el análisis de esta hipótesis.

En el Cuadro 5 se puede observar que el análisis de las correlaciones asociadas a H_2 señala que se ha de eliminar el mayor conocimiento de las actividades de la empresa, dado que no está relacionado con la relación entre el expositor y el consumidor final.

Las variables eliminadas en H_3 demuestran que la relación entre el expositor y la feria no está relacionada con el resultado de la feria como un instrumento eficaz y la facilidad para captar nuevos clientes, tal y como se puede apreciar en el Cuadro 6.

Una vez analizadas las correlaciones de H_4 y representadas en el Cuadro 7, se puede observar que la gestión de quejas no está relacionada con que la empresa continúe asistiendo a la feria aunque el precio por expositor se incremente de forma considerable, ni con el interés mostrado por los organizadores en conocer el grado de satisfacción de la empresa en rela-

CUADRO 8

VARIABLES INICIALES DEL ANÁLISIS

Constructo	Ítem	Cargas (λ)
Gestión de quejas.....	GESTQUE1	0,9418
	GESTQUE2	0,9018
Relación entre firmas.....	B2B2	0,7857
	B2B3	0,8166
	B2B4	0,8116
	B2B5	0,7889
	B2B6	0,7314
Relación empresa-cliente final ...	**B2C3**	**0,6906**
	B2C4	0,7626
	B2C5	0,7869
	B2C6	**0,6465**
	B2C7	**0,6401**
	B2C9	**0,6551**
Resultado	RTDO8	0,8057
	RTDO4	**0,5623**
	RTDO5	0,7494
	RTDO7	**0,6272**

FUENTE: Elaboración propia

CUADRO 9

ÍNDICE DE FIABILIDAD COMPUESTA (IFC)

	GESTQUE	B2B	B2C	RTDO
IFC	0,9190	0,8907	0,8509	0,7836

FUENTE: Elaboración propia

ción al servicio contratado.

Las variables se analizan como constructos únicos, (Cuadro 8) por lo que teniendo en cuenta el índice de fiabilidad compuesta obtenido en cada caso, no se debe eliminar ninguna hipótesis.

En el análisis PLS se distinguen dos fases (Barclay *et al.*, 1995): la primera consiste en el estudio de la validez y fiabilidad del instrumento de medida y la segunda en la evaluación del modelo estructural.

- Evaluación del modelo de medida: se ha de analizar la fiabilidad individual de cada ítem, la fiabilidad del constructo, la validez convergente y la validez discriminante.

Con el análisis de fiabilidad de los ítems (Cuadro 9) se analizan las cargas o *loadings* (λ) de cada indicador, respecto a su variable latente (Aldás, 2009). Carmines y Zeller (1979) indican que para la aceptación de un indicador como integrante de un constructo, éste debe tener una carga igual o superior a 0,707. Se han eliminado los siguientes ítems por no superar el nivel de 0,707 B2C3, B2C6, B2C7, B2C9, RTDO4 y RTDO7.

La fiabilidad de un constructo pretende comprobar la consistencia interna de todos los indicadores al medir el concepto, es decir, evalúa la rigurosidad con la que las variables manifiestas miden la misma variable latente (Cepeda y Roldán, 2004). Se puede medir a través del índice de fiabilidad compuesta. Nunnally (1978) sugiere el valor 0,7 como ratio crítico para estadios iniciales de la investigación. Los constructos latentes son fiables ya que todos ellos presentan medidas de consistencia interna que exceden el valor 0,7.

La validez convergente se ha establecido a través del análisis de la varianza media extraída (Average Variance Extracted, AVE), habiéndose planteado (Fornell y Larcker, 1981) que los valores AVE deben ser superiores a 0,5, lo que significa que más del 50 por 100 de la varianza del constructo es debida a sus indicadores (Cepeda y Roldán, 2004). En el caso de este estudio las varianzas medias extraídas de los constructos B2C y RTDO son inferiores al valor mínimo, no pudiéndose aceptar la validez convergente de los constructos relacionados en el modelo estructural.

El grado en que un constructo es distinto del resto de los constructos del modelo, se indica a través de la prueba de validez discriminante. Para establecer la validez discriminante, el valor AVE debe ser superior a la varianza compartida entre el constructo y los demás constructos representados. Para simplificar la comparación, cada elemento de la diagonal principal (raíz cuadrada del AVE) debe ser superior a los restantes elementos de su fila y columna correspondiente

CUADRO 10

ANÁLISIS DE LA VALIDEZ CONVERGENTE Y DISCRIMINANTE

AVE	0,850	0,620	**0,489**	**0,4801**
	Quejas	B2B	B2C	RTDO
Quejas	*0,922*	–	–	–
B2B	0,566	*0,787*	–	–
B2C	0,098	0,259	*0,699*	–
RTDO	0,085	0,562	0,333	*0,693*

FUENTE: Elaboración propia

—correlaciones entre constructos— (Barclay *et al.*, 1995). Como en el modelo planteado los constructos satisfacen la condición impuesta, se puede aceptar la validez discriminante (Cuadro 10).

En resumen, de la evaluación del modelo de medida: se eliminan los indicadores B2C3, B2C7, B2C6 y B2C9 del constructo de la relación de la empresa con el cliente final (carga<0,70); se eliminan los indicadores RTDO4 y RTDO7 del constructo resultado (carga<0,70); no hay problemas de fiabilidad; en la validez convergente, el AVE no es suficiente para los constructos B2C y RTDO (AVE<0,50), por lo que se habrá de esperar al resultado que se obtenga cuando se reestime el modelo con los ítems eliminados; no hay problemas de validez discriminante. La eliminación de los ítems viene a reflejar la adaptación efectiva de las escalas de medida empleadas al entorno ferial, ya que en algunos casos éstas pertenecían a otro tipo de actividades.

De la evaluación del modelo estructural de momento no se toma ninguna decisión hasta que no se evalúe el resultante después de modificar el de medida. Por tanto, se modifica el modelo de medida eliminando los indicadores con menor carga, y se repite la estimación.

Una vez realizada la fiabilidad de los ítems (Cuadro 11), se puede afirmar que todos los indicadores se aceptan como integrantes de sus constructos respectivos. Los constructos latentes son fiables, ya que todos ellos presentan un Índice de Fiabilidad Compuesta superior a 0,7

CUADRO 11

VARIABLES DEL MODELO MODIFICADO

Constructo	Ítem	Cargas (λ)
Gestión de quejas	GESTQUE1	0,9419
	GESTQUE2	0,9017
Relación entre firmas.....	B2B2	0,7847
	B2B3	0,8173
	B2B4	0,8086
	B2B5	0,7901
	B2B6	0,7341
Relación empresa-cliente final ...	B2C4	0,8466
	B2C5	0,8861
Resultado	RTDO8	0,8889
	RTDO5	0,7958

FUENTE: Elaboración propia

CUADRO 12

IFC DEL MODELO MODIFICADO

	GESTQUE	B2B	B2C	RTDO
IFC	0,9190	0,8907	0,8620	0,8312

FUENTE: Elaboración propia

(Cuadro 12).

Se acepta la validez convergente de los constructos relacionados en el modelo estructural, dado que en el análisis de las varianzas medias extraídas, el valor mínimo de 0,5 se supera ampliamente en todos los casos.

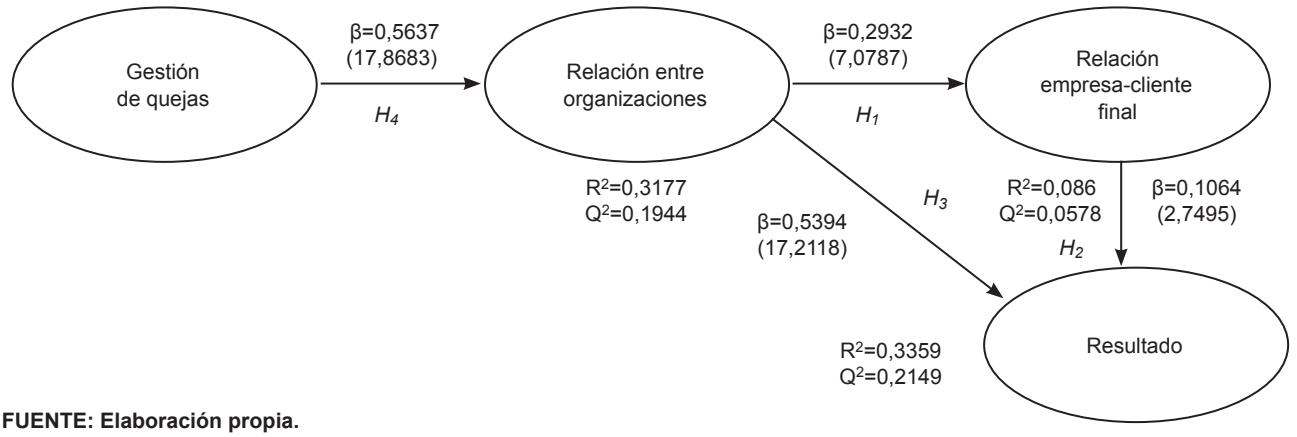
Además, el modelo tiene validez discriminante porque el valor AVE es superior a la varianza compartida entre el constructo y los demás constructos representados (Cuadro 13).

- Evaluación del modelo estructural: una vez demostrada la validez y fiabilidad del instrumento de medida, se ha de valorar si el modelo estructural apoya al modelo de investigación propuesto; para ello se han de tener en cuenta los coeficientes *path* estandarizados (β) y la varianza explicada de las variables endógenas (R^2).

Los coeficientes *path* o pesos de regresión estan-

FIGURA 2

MODELO RESULTANTE



FUENTE: Elaboración propia.

CUADRO 13

ANÁLISIS DE LA VALIDEZ CONVERGENTE Y DISCRIMINANTE

AVE	0,850	0,620	0,758	0,712
	Quejas	B2B	B2C	RTDO
Quejas	*0,922*	–	–	–
B2B	0,564	*0,787*	–	–
B2C	0,147	0,293	*0,870*	–
RTDO	0,076	0,571	0,264	*0,844*

FUENTE: Elaboración propia

darizados (β) sirven para saber en qué medida, las variables predictoras contribuyen a la varianza explicada de las variables endógenas (Falk y Miller, 1992). Los valores deseables para cada *path* o relación deberían estar por encima de 0,3, tomándose 0,2 como límite mínimo (Chin, 1998), dicha condición se debe cumplir de forma conjunta con el nivel de significación[2]. Para comprobar la significación de los coeficientes β se ha utilizado la técnica no paramétrica *Bootstrap*[3] (Figura 2).

En relación con tales requisitos se aceptan todas las hipótesis excepto aquella en la que se relaciona la calidad de la relación de las empresas con sus clientes y el resultado obtenido por ellas, es decir, se rechaza H_2.

La varianza explicada de las variables endógenas (R^2), indica la cantidad de la varianza del constructo que es explicada por el modelo. Falk y Miller (1992) señalan que R^2 ha de ser mayor o igual a 0,1. En este trabajo, dos de las tres variables latentes tienen una varianza explicada aceptable: la relación entre organizaciones se explica en un 32 por 100 y los resultados en un 34 por 100. Sin embargo, el poder predictivo de la variable relación empresa-cliente final es tan solo de un 9 por 100, no llegando al nivel mínimo exigido.

Por último, se obtiene la relevancia predictiva de las variables dependientes del modelo propuesto mediante el test de Stone-Geisser (Q^2) que se calcula a través de

[2] Niveles de significación: $p< 0,05\ t_{(0,05;\ 499)} = 1,64791345$

[3] Técnica que sirve para estimar la estabilidad de las estimaciones dadas por PLS; así, con el procedimiento de remuestreo fueron generadas 500 submuestras para obtener los estadísticos t, resultando todas las cargas factoriales significativas al nivel de significación p<0,05. De estos niveles se obtiene la significación de los caminos estructurales, determinando la aceptación o rechazo de las hipótesis propuestas.

un procedimiento de *blindfolding*[4]. El test proporciona un valor positivo para todas las variables latentes, lo que permite confirmar la adecuada calidad predictiva del modelo.

6. Conclusiones, implicaciones empresariales y limitaciones

Uno de los objetivos de este estudio consistía en analizar el efecto que presenta la gestión de quejas sobre la calidad de la relación entre las organizaciones. La implantación de un buen sistema de gestión de quejas afectará, en principio, al desarrollo de una estrategia relacional entre el organizador ferial y los expositores (Hennig-Thurau, 2001). Este primer objetivo se planteó basándose en la posibilidad que las ferias comerciales brindan a las empresas para relacionarse de un modo individualizado con sus clientes, pudiendo prestar atención a sus necesidades particulares y gestionar las relaciones con éstos desde una perspectiva relacional (Rice, 1992; Chattopadhyay, 2001 y Suárez *et al.*, 2005). Podrían, por tanto considerarse las ferias comerciales un escenario en el que la calidad relacional adquiere gran protagonismo, ya que en él se desarrollan, al mismo tiempo, actividades relativas a la gestión de quejas de clientes y actuaciones de *marketing* relacional entre organizaciones. Este postulado se vio confirmado en el caso estudiado.

Asimismo, se analizó el efecto que la calidad de la relación entre el recinto ferial y los expositores presenta sobre la calidad relacional entre los expositores y sus clientes finales. El modelo planteado y sujeto a contrastación permite confirmar que la calidad de la relación entre el recinto ferial y el expositor afecta al modo en el que el expositor desarrolla su relación con el cliente final. Es decir, además del efecto positivo que diversos autores apuntaban (Gilliland y Bello, 2002 y Jonnson y Zineldin, 2003), la calidad de la relación entre organizaciones afecta a la forma en que los expositores enfocan su relación con sus clientes, como ya habían sugerido en su día Iacobucci y Hibbard (1999) y Hennig-Thurau *et al.* (2000). Aún cuando dicha calidad de relación entre el expositor y sus clientes no incida directamente en el resultado obtenido en la feria por los expositores.

Merecen un comentario adicional las observaciones obtenidas sobre las interrelaciones entre la calidad de relación que los distintos agentes mantienen entre sí y los resultados obtenidos finalmente por el expositor durante la feria. La calidad de relación entre recinto ferial y expositor presenta un relevante impacto sobre el resultado obtenido por el expositor en la feria, probablemente provocado porque permite desarrollar de modo óptimo actividades previas y de planificación cuya relevancia ya ha sido planteada por la literatura de *marketing* (Gopalakrishna *et al.*, 1995; Tanner, 2002; Mesonero, 2004; Moreno *et al.*, 2006 y Lee y Kim, 2008).

El bajo impacto relativo que, en cambio, tiene la calidad de relación entre el expositor y sus clientes finales sobre el resultado en la feria se debe, sin duda, a que el expositor fomenta dicha calidad de relación mediante todas sus actividades de *marketing* a lo largo del ejercicio económico, entre las cuales la feria no es sino un esfuerzo puntual y delimitado en el tiempo. No se podía haber obtenido otro resultado en tal relación, debido a que la feria juega un papel limitado dentro del conjunto de actuaciones que contempla el desarrollo de la calidad de relación entre una empresa y sus clientes. De hecho, el poder predictivo de la calidad de relación expositor-cliente sobre el resultado no llega al nivel mínimo exigido.

Tales resultados se pueden deber a que todas las variables empleadas para medir la calidad de la relación entre organizaciones se refieren a actuaciones desarrolladas a lo largo de la feria, mientras que las actuaciones componentes de la calidad de relación con los clientes finales se fraguan a lo largo de todo el año. En

[4] Consiste en omitir algunos datos al estimar una variable latente a partir de otras variables independientes; a continuación se intentan estimar dichos datos usando los parámetros estimados previamente (Aldás, 2009). El proceso se repite hasta que cada dato haya sido omitido y estimado. Un valor de Q^2 superior a 0 implica que el modelo posee relevancia predictiva.

definitiva, las variables que conforman la calidad de relación expositor-cliente no se realizarán sobre todo en la feria, sino que se tratan de actividades de *marketing* con carácter de continuidad. En este sentido, la calidad de relación entre recinto ferial y expositor parece servir de catalizador para que este último actúe sobre la calidad de relación con el cliente final, no solo ni principalmente durante la feria. Pero cuanto más satisfecho está el expositor en la feria, mejores son también sus resultados específicos en la misma. Este efecto positivo de la calidad de la relación entre organizaciones sobre el resultado obtenido por los expositores, viene a añadirse a los beneficios que, como herramienta de *marketing* que permite el contacto directo entre las partes, habían sido también puestos de manifiesto por Rice (1992), Sashi y Perretty (1992), Munuera *et al.* (1993), CEIR (2003) y Molina *et al.,* 2009.

Implicaciones empresariales

Es importante destacar la influencia que la calidad de relación entre organizador y expositor tiene sobre los resultados feriales de la empresa expositora; por tanto, la empresa ha de esforzarse por mantener una buena relación con el organizador ferial, ya que de esta manera, obtendrá mejores resultados, maximizando los recursos destinados a la feria.

Una gestión adecuada de las quejas por parte del organizador ferial hacia las empresas expositoras, afecta positivamente al desarrollo relacional entre ambas partes; por tanto, a efectos de imagen y de prestigio, el organizador deberá dedicar tiempo y esfuerzo para mantener una gestión adecuada y eficaz de las quejas de los expositores.

El organizador ferial por su parte, deberá fomentar una adecuada calidad de relación con las empresas expositoras dado que dicho efecto influye a su vez en la relación de los expositores con los clientes y por tanto, en la mayor o menor efectividad de la feria como instrumento de *marketing* para las empresas.

Limitaciones del estudio

Debe tenerse en cuenta la naturaleza de la feria analizada, dado que todas las empresas que han participado en Expo-Ocio cubren el sector del tiempo libre perteneciendo en muchos casos a mercados/productos muy variados, que a su vez disponen de ferias especializadas en cada uno de ellos; de hecho, se tiende cada vez más a una mayor especialización del sector ferial (Navarro, 2001). Sin embargo, muchos de estos certámenes especializados no van dirigidos al consumidor final en su totalidad, por lo que una feria multisectorial puede ser finalmente la más adecuada dada la naturaleza de esta investigación.

Por otro lado, el estudio se ha centrado en los resultados obtenidos durante un año concreto; podría resultar interesante realizar la misma investigación a lo largo de varios períodos para poder comprobar la evolución de las diferentes variables estudiadas de forma longitudinal. Del mismo modo que podría trasladarse dicho estudio al sector de ferias internacionales de similares características, y obtener de esta forma, una comparativa de comportamiento entre las distintas ferias.

Referencias bibliográficas

[1] ALDÁS, J. (2009): «Modelización estructural mediante Partial Least Squares (PLS)», Seminario de AEMARK: Modelización con PLS y SEM, 3 y 4 de febrero, Madrid.

[2] ASOCIACIÓN DE FERIAS ESPAÑOLAS [AFE] (Consultado el 15 de sept. de 2010): http://www.afe.es/dame_dato_n_prensa,96,1,1.htm. AFE (2007): Estadísticas 2006.

[3] BANTING, P. M. y BLENKHORN, D. L. (1974): «The Role of Industrial Trade Shows», *Industrial Marketing Management*, Vol. 3, nº 5, pp. 285-295.

[4] BARCLAY, D.; HIGGINS, C. y THOMPSON, R. (1995): «The Partial Least Squares (PLS) Approach to Causal Modelling: Personal Computer Adoption and use as an Illustration», *Special Issue on Research Methodology,* vol. 2, nº 2, pp. 285-309.

[5] BEJOU, D. y PALMER, A. (1998): «Service Failure and Royalty: an Exploratory Empirical Study of Airline Customers», *The Journal of Services Marketing,* vol. 12, nº 1, pp. 7-22.

[6] BERNÉ, C. y GARCÍA-UCEDA, M. E. (2008): «Criteria Involved in Evaluation of Trade Shows to Visit», *Industrial Marketing Management,* vol. 37, nº 5, pp. 565-579.

[7] BERNÉ, C. y GARCÍA-UCEDA, M.E. (2010): «Modelización de la actuación de los expositores en feria y sus efectos», *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa,* vol. 19, nº. 4, pp. 135-148.

[8] BLYTHE, J. (1999): «Exhibitor Commitment & the Evaluation of Exhibition Activities», *International Journal of Advertising,* vol. 18, nº 1, pp. 73-88.

[9] BLYTHE, J. (2002): «Using Trade Fairs in Key Account Management», *Industrial Marketing Management,* vol. 31, nº 7, pp. 627-635.

[10] BONOMA, T. V. (1983): «Get more out of your Trade Shows», Harvard Deusto Business Review, vol. 15, pp. 109-118.

[11] BROWNING, J. M. y ADAMS, R. J. (1988): «Trade Shows: an Effective Promotional Tool for the Small Industrial Business», *Journal of Small Business Management,* vol. 26, nº 4, pp. 31-36.

[12] CARMAN, J. M. (1968): «Evaluation of Trade Show Exhibitions», *California Management Review,* vol.11 (winter), pp. 35-44.

[13] CARMINES, E. G. y ZELLER, R. A. (1979): Reliability and validity assessments, SAGE Publications (CA).

[14] CENTER FOR EXHIBITION INDUSTRY RESEARCH [CEIR] (2003): (Consultado el 20 de diciembre de 2011): http://www.ceir.org/content/docs/Index%20of%20Products.pdf. CEIR (2003): Role and value of face-to-face marketing study.

[15] CEPEDA, G. y ROLDÁN, J. L. (2004): «Aplicando en la práctica la técnica PLS en la administración de empresas», XIV Congreso de ACEDE, Murcia.

[16] CHATTOPADHYAY, S. P. (2001): «Relationship Marketing in a Enterprise Resource Planning Environment», Marketing Intelligent and Planning, vol. 19, nº 2, pp. 136-141.

[17] CHENG, J.-H., CHEN; F. Y. y CHAN, Y.-H. (2008): «Airline Relationship Quality: An Examination of Taiwanese Passengers», *Tourism Management*, vol. 29. pp. 487-499.

[18] CHIN, W. W. (1998): «Issues and Opinion on Structural Equation Modeling», MIS Quarterly, Vol. 22, nº 1, March, pp. vii-xv.

[19] CHONKO L. B. y TANNER, Jr., J. F. (1990): «Relationship Selling at Trade Shows: Avoid the Seven Deadly», *Review of Business,* vol. 12, nº 1, pp. 13-18.

[20] CHUMPITAZ, R. y PAPAROIDAMIS, N. (2007): «Service Quality, Relationship Satisfaction, Trust, Commitment and Business-to-business Loyalty», vol. 41, nº 7/8, pp. 836-867. *European Journal of Marketing.*

[21] ESTEBAN, A.; GARCÍA DE MADARIAGA, J.; NARROS, Mª J,; OLARTE, C.; REINARES, E. M. y SACO, M. (1997): Principios de marketing, ESIC, Madrid.

[22] FALK, R. F. y MILLER, N. B. (1992): A Primer for Soft Modeling. Akron, Ohio: University of Akron Press.

[23] FARRELLY, F. y QUESTER, P. (2003): «The Effects of Market Orientation on Trust and Commitment. The Case of the Sponsorship Business-to-business relationships», *European Journal of Marketing*, vol. 37, nº 3/4, pp. 530-553.

[24] FENOLLAR, P. y MUNUERA, J. L. (2008): «El consumidor hedonista: la oportunidad para las ferias», *Información Comercial Española, Revista de Economía,* nº 840, pp. 93-104.

[25] FORNELL, C. y LARCKER, D. F. (1981): «Evaluating Structural Equation Models with Unobservable. Variables and Measurement. Error«, *Journal of Marketing Research,* vol. 18, nº 1, pp. 39-50.

[26] GARCÍA, D.; MADRID, A y MUNUERA, J.L. (2008): «Crecimiento, endeudamiento y rentabilidad de las instituciones feriales en España», *Información Comercial Española, Revista de Economía,* nº 840, enero-febrero, pp. 105-122.

[27] GÁZQUEZ, J. C. y JIMÉNEZ, J. F. (2002). «Las ferias comerciales en la estrategia de marketing. Motivaciones para la empresa expositora», *Distribución y consumo,* vol. 66, pp.76-83.

[28] GILLILAND, D. I. y BELLO, D. C. (2002): «Two Sides to Attitudinal Commitment: the Effect of Calculative and Loyalty Commitment on Enforcement Mechanism in Distribution Channels», *Journal of the Academy of Marketing Science,* vol. 30, nº 1, pp. 24-43.

[29] GOPALAKRISHNA, S. y LILIEN, G. L. (1995): «A three-stage model of industrial trade show performance», *Marketing Science,* vol. 14, nº 1, pp. 22-42.

[30] GOPALAKRISHNA, S., LILIEN, G. L., WILLIAMS, J. D. y SEQUEIRA, I. K. (1995): «Do trade shows pay off?», *Journal of Marketing,* vol. 59, nº 3, pp. 75-83.

[31] GOPALAKRISHNA, S.; ROSTER, C.A. y SRIDHAR, S. (2010): «An Exploratory Study of Attendee Activities at a Business Trade Show», *Journal of Business & Industrial Marketing,* vol.25, nº 4, pp. 241-248.

[32] GOURANIS, S. P. (2005): «Trust and Commitment Influences on Customer Retention: Insights Frombusiness-to-business services», *Journal of Business Research*, Vol. 58, pp. 126-140.

[33] GRÉGOIRE, Y. y FISHER, R. J. (2006): «The Effects of Relationship Quality on Customer Retaliation», *Marketing Letters,* vol. 17, pp. 31-46.

[34] GWINNER, K. P., GREMLER, D. D. y BITNER, M. J. (1998): «Relational Benefits in Services Industries: the Customer's Perspective», *Journal of the Academy of Marketing Science,* vol. 26, nº 2, pp. 101-114.

[35] HANSEN, K. (1996): «The Dual Motives of Participants at International Trade Shows: an Empirical Investigation of Exhibitors and Visitors With Selling Motives». *International Marketing Review,* vol. 13, nº 2, pp. 39-54.

[36] HART, C. W. L., HESKETT, J. L. y SASSER, E. (1990): «The Profitable Art of Service Recovery». *Harvard Business Review,* vol. 68, pp. 148-156.

[37] HENNIG-THURAU, T. (2001): «A Relationship Marketing Perspective of Complaint Satisfaction in Service Settings: Some Empirical Findings», American Marketing Association, Conference Proceedings, 2001, vol. 12, pp. 206-213.

[38] HENNIG-THURAU, T. y KLEE, A. (1997): «The Impact of Customer Satisfaction and Relationship Quality on Customer Retention: a Critical Reassessment and Model Development», *Psychology & Marketing,* vol. 14, nº 18, pp. 737-764.

[39] HENNIG-THURAU, T., GWINNER, K. P. y GREMLER, D. D. (2000): «The Rationales of Services Relationships: Integrating Company-oriented and Customer-oriented Relational Benefits», *American Marketing Association, Conf. Proceedings,* pp. 201-202.

[40] HENNIG-THURAU, T.; GWINNER, K. P. y GREMLER, D. D. (2002): «Understanding Relationship Marketing Outcomes», *Journal of Services Research,* vol. 4, nº 3, pp. 230-247.

[41] HENNIG-THURAU, T.; LANGER, M. F. y HANSEN, U. (2001): «Modelling and Managing Student Loyalty. An Approach Based on the Concept of Relationship Quality», *Journal of Research,* vol. 3, nº 4, pp. 331-344.

[42] HUNTLEY, J. K. (2006): «Conceptualization and Measurement of Relationship Quality: Linking Relationship Quality to Actual Sales and Recommendation Intention». *Industrial Marketing Management,* vol. 35, nº 6, pp. 703-714.

[43] IACOBUCCI, D. y HIBBARD, J. D. (1999): «Toward an Encompassing Theory of Business Marketing Relationships and Interpersonal Commercial Relationships: an Empirical generalization», *Journal of Interactive Marketing,* vol. 13, nº 3, pp. 13-33.

[44] JIMÉNEZ, J. F., CAZORLA, I. M. y LINARES, E. (2002): «Ferias comerciales en España. Un análisis sectorial», *Distribución y Consumo,* vol. 61, pp. 61-71.

[45] JONNSON, P. y ZINELDIN, M. (2003): «Achieving High Satisfaction in Supplier-dealer Working Relationships», *Supply Chain Management*, vol. 8, nº 3/4, pp. 224-240.

[46] KAW, A.-K. y LOH, E. W.-Y. (2006): «The Effects of Service Recovery on Consumer Satisfaction: a Comparison between Complainants and Non-complainants», *Journal of Services Marketing,* vol. 20, nº 2, pp. 101-111.

[47] KERIN, R. A. y CRON, W. L. (1987): «Assessing Trade Show Functions and Performance: an Exploratory Study», *Journal of Marketing,* vol.51, nº 3, pp. 87-94.

[48] KIRCHGEORG, M.; JUNG, K. y KLANTE, O. (2010): «The Future of TSw: Insights from a Scenario Analysis», *Journal of Business & Industrial Marketing,* vol. 25, nº 4, pp. 301–312.

[49] KOTLER, P.; KEVIN, L.; CÁMARA, D. y MOLLÁ, A. (2006): Dirección de marketing, 12º ed., Prentice-Hall, Madrid.

[50] KURTULUS, K. y NASUR, S. (2008): «Integration of Comparison Level Theory to Analyze the Relationship between Complaint Recovery Satisfaction and Post-complaint Consumer Responses», *The Business Review,* vol. 10, nº 1, pp. 344-348.

[51] LEE, C. H. y KIM, S. Y. (2008): «Differential Effects of Determinants on Multi-dimensions of Trade-show Performance: By Three Stages of Pre-show, At-show, and Post-show Activities», *Industrial Marketing Management,* vol. 37, nº 7, pp. 784-796.

[52] LING-ZHONG, L. (2010): «Perceptual Measure of Trade Shows Using Fuzzy Quality Deployment Development», *Expert Systems with Applications,* vol. 37, pp. 3921-3933.

[53] LLORENS, J.; FANDOS, J. C.; MOLINER, M. A. y SÁNCHEZ, J. (2006): «La calidad de relación en mercados industriales: estado de la cuestión», *Innovar*, vol. 16, nº 28, pp. 199-222.

[54] MESONERO DE MIGUEL, M. (2004): «Identificación de las variables explicativas del éxito obtenido en una feria industrial», Actas del Encuentro de Profesores Universitarios de Marketing, Alicante, pp. 621-637.

[55] MOLINA, M.E.; GIL, I. y BERENGER, G. (2009): «Beneficios relacionales, satisfacción y lealtad en el comercio minorista: una comparativa intersectorial», *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa,* vol. 15, nº 1, pp. 95-108.

[56] MORENO, M. F.; REINARES, E. M. y SACO, M. (2006): Planificación estratégica de las ferias comerciales. Dykinson, Madrid.

[57] MUNUERA, J. L.; RUIZ, S.; HERNÁNDEZ, M. y MAS, F. (1993): «Las ferias comerciales como variable de marketing: análisis de los objetivos del expositor», *Información Comercial Española, Revista de Economía,* nº 718, junio, pp. 119-138.

[58] NAUDÉ, P. y BUTTLE, F. (2000): «Assessing Relationship Quality», *Industrial Marketing Management,* vol. 29, pp. 351-361.

[59] NAVARRO, F. (2001): Estrategias de marketing ferial, ESIC Editorial, Madrid.

[60] NUNNALLY, J. C. (1978): Psychometric Theory, 2ª ed., MCGRAW-HILL, New York.

[61] O´HARA, B. S. (1993): «Evaluating the Effectiveness of TSw: a Personal Selling Perspective». *The Journal of Personal Selling & Sales Managemet,* vol. 13, nº 3, pp. 67-77.

[62] PUCHALT, J. (2008): «La actividad ferial en el contexto europeo», *Información Comercial Española, Revista de Economía,* nº 840, enero-febrero, pp. 29-50.

[63] RANDALL, G. (2003): Principios de Marketing, Thomson, Madrid.

[64] RICE, G. (1992): «Using the Interaction Approach to Understand Industrial Trade Shows», *International Marketing Review,* vol. 9, nº 4, pp. 32-45.

[65] RINALLO, D.; BORGHINI, S. y GOLFETTO, F. (2010): «Exploring Visitor Experiences at TSw», *Journal of Business & Ind. Mark.,* vol. 25, nº 4, pp. 249-258.

[66] RODRÍGUEZ, I. A.; DE LA BALLINA, J. y SANTOS, L. (1997): Comunicación comercial: conceptos y aplicaciones, Cívitas, Madrid.

[67] RUST, R. T.; ZAHORIK, A. J. y KEININGHAM, T. L. (1996): Service Marketing, New Cork. Harper Collins.

[68] SAN MARTÍN, S. (2005): «El compromiso organizacional. Dimensiones y antecedentes», *XVII Encuentro de Profesores Universitarios de Marketing*, Madrid.

[69] SANTESMASES, M. (1996): Marketing: Conceptos y Estrategias, Pirámide, Madrid.

[70] SASHI, C. M. y PERRETTY, J. (1992): «Do Trade Shows Provide Value?»*,Industrial Marketing Management,* vol. 21, nº 3, pp. 249-255.

[71] SCHOEFER, K. y ENNEW, C. (2005): «The Impact of Perceived Justice on Consumers' Emotional Responses to Service Complaint Experiences», *The Journal of Services Marketing,* vol. 19, nº 5, pp. 261-270.

[72] SERINGHAUS, F. H. R. y ROSSON, P. J. (1998): «Management and Performance of International Trade fair Exhibitors», *International Marketing Review,* vol. 15, nº 5, pp. 394-412.

[73] SERVERA, D.; GIL, I. y FUENTES M. (2009): «La influencia de la calidad de servicio logístico en la lealtad. Un análisis del papel moderador de las tic», *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa,* vol. 15, nº 3, pp. 33-54.

[74] SHIPLEY, D., EGAN, C. y WONG, K. S. (1993): «Dimensions of Trade Show Exhibiting Management», *Journal of Marketing Management*, vol. 9, pp. 55-63.

[75] SHOHAM, A. (1992): «Selecting and Evaluating Trade Shows», *Industrial Marketing Management,* vol. 21, nº 4, pp. 335-341.

[76] SINGH, J. y SIRDESHMUKH, D. (2000): «Agency and Trust Mechanisms in Consumer Satisfaction and Loyalty Judgements», *Journal of the A. of Mark. Sc.,* vol. 28, nº 1, pp. 150-167.

[77] SKALLERUD, K. (2010): «Structure, Strategy and Performance of Exhibitors at Individual Booths versus Joint Booths», *J. of Business & Industrial Marketing,* vol. 25, nº 4, pp. 259-267.

[78] SUÁREZ, L.; VÁZQUEZ, R. y DÍAZ, A. M. (2005): «Antecedentes y consecuencias del capital relacional: una aplicación a las agencias de viajes minoristas», *Revista Española de Investigación de Marketing ESIC,* vol. 9, nº 2, pp. 77-110.

[79] TANNER, Jr., J. F. (1994): «Adaptative Selling at Trade Shows», *The Journal of Personal Selling & Sales Management,* vol. 14, nº 2, pp. 15-24.

[80] TANNER, Jr., J. F. (2002): «Levelling the Playing Field: Factors Influencing Trade Show Success for Small Companies», *Ind. Marketing Management,* vol. 31, nº 3, pp. 229-239.

[81] TANNER Jr., J. F. y CHONKO, L. B. (1995): «Trade Show Objectives, Management, and Staffing Practices», *Industrial Marketing Management,* vol. 24, nº 4, pp. 257-264.

[82] TAX, S. S.; BROWN, S. W. y CHANDRASHEKARAN, M. (1998): «Customer Evaluations of Service Complaint Experiences: Implications for Relationship Marketing», *Journal of Marketing,* vol. 62, nº 2, pp. 60-76.

[83] WESTBROOK, R. A. (1987): «Product/consumption-based Affective Responses and Postpurchase Processes», *Journal of Marketing Research,* vol. 24, agosto, pp. 258-270.

[84] WILLIAMS, D. J.; GOPALAKRISHNA, S. y COX, J. M. (1993): «Trade Show Guidelines for Smaller Firms», *Industrial Marketing Management,* vol. 22, nº 4, pp. 265-275.

[85] WOLD, H. (1982). «Soft Modeling: The Basic Design and some Extensions». In K. G. JÖRESKOG & H. WOLD (Eds.) Systems under Indirect Observations: Causality, structure, prediction (Part 2, pp. 1-54). Amsterdam: North-Holland.

[86] WONG, Y. H.; HUNG, H. y CHOW, W.-K. (2007): «Mediating Effects of Relationship Quality on Customer Relationships: on Empirica Study in Hong Kong», *Marketing Intelligence.*

[87] WOO, K.-S. y ENNEW, C. T. (2004): «Business-to-business Relationship Quality. An IMP Interactionbased Conceptualization and Measurement», *European Journal of Marketing*, vol. 38, nº 9/10, pp. 1252-1271.

[88] WOO, K.-S. y ENNEW, C. T. (2005): «Measuring b-to-b Professional Service Quality and its Consequences», *Journal of Business Research,* vol. 58, pp. 1178-1185.

ÚLTIMOS MONOGRÁFICOS PUBLICADOS

Santiago Lago Peñas*
Albino Prada Blanco**
Patricio Sánchez Fernández***

SOBRE LOS DETERMINANTES DE LA PROPENSIÓN EXPORTADORA DE LAS EMPRESAS: ¿QUÉ NOS DICEN LOS DATOS?

En este artículo analizamos los determinantes de la actividad exportadora de la empresa. La metodología empleada guarda semejanza con la de estudios precedentes. La principal novedad es la utilización de información proporcionada por un trabajo de campo específico realizado al efecto: la Encuesta Ardán de Empresa Internacionalizada. El análisis muestra que la propensión o intensidad exportadora de las empresas es creciente cuanto más dilatada en el tiempo es la experiencia exportadora, y es mayor cuando la empresa se ha beneficiado de ayudas públicas a la internacionalización. La inversión directa extranjera realizada por las empresas no sustituye la intensidad exportadora, sino que parece reforzarla al menos hasta un tamaño umbral de 250 trabajadores. Salvo en este aspecto, el tamaño de la empresa, que sí sabemos afecta a la probabilidad de exportar, no parece afectar a la propensión a hacerlo; lo mismo sucede con la clasificación sectorial de la empresa. Sin embargo, las empresas clasificables como de tecnología alta o media-alta, según los criterios de la OCDE, sí muestran una mayor propensión exportadora.

Palabras clave: *comercio exterior, propensión exportadora, empresa exportadora, Galicia.*
Clasificación JEL: *D21, F17, F23, F40, P45.*

* Catedrático del Departamento de Economía Aplicada. Universidad de Vigo. Director del Grupo de Investigación GEN.
** Profesor Titular del Departamento de Economía Aplicada. Universidad de Vigo. Miembro del Grupo de Investigación ERENEA.
*** Profesor Contratado Doctor del Departamento de Economía Financiera y Contabilidad. Universidad de Vigo. Subdirector del Grupo de Investigación GEN.
El origen de este trabajo se encuentra en el contrato de transferencia: "Desarrollo de la metodología para elaborar el indicador ARDAN empresa internacionalizada" suscrito por la Zona Franca de Vigo y la Universidad de Vigo y desarrollado por los autores.
Versión de noviembre de 2012

1. Introducción

La estrategia de internacionalización de las empresas españolas tiene una relevancia creciente para su éxito; y, por agregación, para la marcha de la propia economía española. Tanto si adoptamos un enfoque de corto plazo, preocupado por la atonía de la demanda doméstica, como de largo plazo, interesado por las expectativas sobre crecimiento de los mercados por

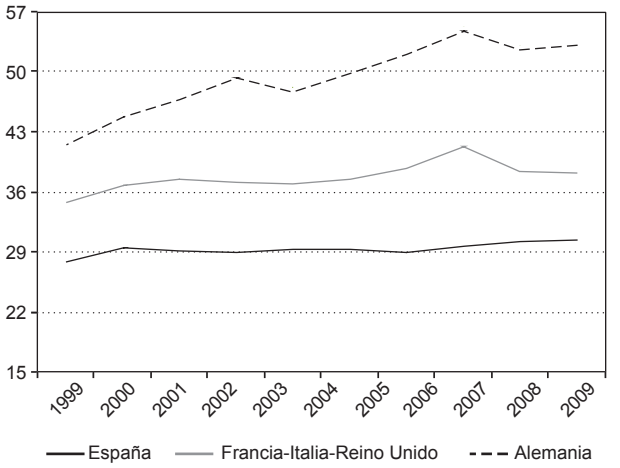
grandes áreas geográficas, el PIB potencial de la economía española vendrá determinado, en buena medida, por la capacidad que tengan las empresas españolas de internacionalizarse más y mejor[1].

Como es bien sabido, uno de los principales problemas de la economía española radica en su déficit comercial crónico: -6 por 100 del PIB frente a un 0,1 por 100 medio de la Unión Europea. En el último informe económico de la Presidencia del Gobierno de España (2010)[2] se hacía hincapié en que ese déficit comercial y exportador se debe a que nuestra industria apenas exporta 30 de cada 100 euros producidos, mientras que, por ejemplo, en Alemania exportan 53 de cada 100 (Gráfico 1). Una menor intensidad o propensión exportadora industrial que se superpone a una menor presencia de la industria en nuestro tejido productivo. Mientras que en España ese sector genera el 15,1 por 100 del PIB, en Alemania alcanza el 22 por 100.

Por tanto, está justificado afrontar un análisis de la internacionalización que, de manera particular, se centre en los aspectos relativos a su caracterización y configuración. En la medida en que se profundice en el conocimiento de las variables que permiten explicar (y que condicionan) este proceso, se podrán diseñar y aplicar estrategias de desarrollo empresarial y, por tanto, de progreso económico. El ámbito de referencia del estudio es la empresa española y, en particular, la empresa en Galicia. Este hecho viene motivado por la disponibilidad, para el caso gallego, de una encuesta específica *ad hoc* con información detallada y actualizada de los aspectos relevantes de y para la internacionalización de las empresas como es la Encuesta Ardán de Empresa Internacionalizada (http://www.ardan.es/ardan/). Una encuesta elaborada por el Consorcio Zona Franca de Vigo con el apoyo técnico de la Universidad de Vigo, cuya primera edición se ha publicado en 2012 y que pretende repetirse con periodicidad anual (Consorcio Zona Franca de Vigo, 2012).

GRÁFICO 1

INTENSIDAD EXPORTADORA DE LA INDUSTRIA (% de producción exportada)



FUENTE: Informe Económico del Presidente del Gobierno (2010)

El artículo se estructura de la siguiente manera. En primer lugar, nos aproximamos al estado de la cuestión de la internacionalización de la empresa española, prestando atención tanto a las fuentes de información disponibles, como a los estudios y análisis realizados sobre la caracterización y determinación de la propensión exportadora. A continuación, apartado 3, el interés se centra en el proceso de internacionalización de la empresa gallega, donde adquiere protagonismo la encuesta que sirve como base del trabajo y, de manera particular, la presentación de sus ventajas frente a otras fuentes estadísticas. El cuarto apartado describe la metodología empleada. En el quinto apartado se muestran los principales resultados de las estimaciones econométricas. El apartado 6 concluye.

[1] Estrategia que debe ser extensiva no solo para la gran empresa sino para la pequeña y mediana empresa (pyme).

[2] «Informe Económico del Presidente del Gobierno 2010» disponible en http://www.la-moncloa.es/NR/rdonlyres/979A01BC-BF4B-4912-A9CD-E969E11A920A/135552/Informe_Eco_Pre.pdf.

2. La internacionalización de la empresa española: estado de la cuestión

Como señalan Cuñat y de Lucio (2010: 15), la literatura existente sobre la internacionalización de la empresa en España se caracteriza por «su tradicional perspectiva agregada y su visión macroeconómica», motivadas por la falta de interés social, el bajo nivel de evaluación de las políticas públicas y la escasez de información sistematizada de carácter microeconómico, relativa a las empresas.

No obstante, la globalización también se ha hecho notar en esta materia. Se constata un interés creciente, tanto en la información y el análisis del entorno empresarial como en las características de las empresas. Sobre este particular es importante señalar el esfuerzo de una serie de instituciones y organismos que, a partir de los años noventa, iniciaron un proceso de mejora de la información y suministro de datos, como responsables oficiales en esta materia.

Fuentes de información

La disponibilidad de datos sobre la internacionalización empresarial, tanto en España como el resto de países avanzados, es todavía limitada. En este sentido de Lucio *et al.* (2008: 182) inciden en que habitualmente dicha información procede de encuestas puntuales, que hacen referencia a un número reducido de empresas, de sectores y/o territorios.

La principal fuente de información sobre el comercio exterior español es la Agencia Estatal de la Administración Tributaria (AEAT) a través de su Departamento de Aduanas e Impuestos Especiales. Este organismo, dependiente del Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas, recoge de oficio las declaraciones que obligatoriamente realizan las empresas al llevar a cabo intercambios comerciales. En cualquier caso, hay que destacar también la labor en este ámbito del Consejo Superior de Cámaras de Comercio de España, la Secretaría de Estado de Comercio, el Instituto de Comercio Exterior (ICEX), el Banco de España y el Instituto Nacional de Estadística (INE). A ellos se une, más recientemente, el Consejo Interterritorial de Internacionalización (CII), como organismo dependiente del Ministerio de Economía y Competitividad del Gobierno de España. Éste reúne a todas las instituciones de carácter autonómico con responsabilidades en la internacionalización de las empresas, junto a la Confederación Española de Organizaciones Empresariales (CEOE) y al Consejo Superior de Cámaras de Comercio.

A escala internacional destaca el trabajo realizado por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) y, en menor medida, por la Oficina Estadística de la Unión Europea (Eurostat) y la Conferencia de las Naciones Unidas sobre comercio y desarrollo (UNCTAD). Con respecto a las pymes, la Comisión Europea contó hasta el año 2008 con un Observatorio, sustituido por un Informe Anual[3] donde la información sobre las actividades de internacionalización ocupa un lugar relevante. Desde el ámbito privado la iniciativa empresarial «European Firms in a Global Economy - EFIGE» realiza estudios e informes con carácter regular en los que proporciona información cuantitativa sobre las empresas europeas, incluidas las españolas.

En cuanto a fuentes de información estadística, se debe mencionar la Encuesta de Coyuntura de Exportación[4], de la Secretaría de Estado de Comercio y Turismo del Ministerio de Economía y Competitividad, donde se refleja el comportamiento de las exportaciones a través de la situación actual de la cartera de pedidos de exportación de las empresas[5] y proporciona información acerca de otros aspectos de la actividad exportadora de la empresa, como la evolución de los precios y los

[3] SME Performance Review, disponible en http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/performance-review/index_en.htm.

[4] Disponible en http://www.mityc.es/es-ES/IndicadoresyEstadisticas/comercio/EstadisticasCEX/Paginas/EncuestaCoyuntura.aspx.

[5] En concreto, recoge la cartera de pedidos a tres y 12 meses, respectivamente.

márgenes de exportación. Además, al informar sobre las perspectivas de las empresas de evolución a corto y medio plazo sirve como indicador adelantado de su evolución. Su periodicidad es trimestral y su actualización es permanente.

También es destacable el informe sobre la Empresa Exportadora Española[6], editado conjuntamente por el Servicio de Estudios del Consejo Superior de Cámaras y el Departamento de Aduanas de la AEAT[7], con datos sobre el número de empresas exportadoras de mercancías y diversas desagregaciones por autonomías, países y diferentes ramas de producto. Esta publicación constituye un referente en materia de internacionalización de la empresa desde su primera edición, en el año 1998.

La Encuesta de Estrategias Empresariales elaborada por el Ministerio de Industria, Turismo y Comercio a través de la Fundación SEPI desde el año 1990 analiza anualmente un panel de empresas representativo de las industrias manufactureras españolas. Entre otra mucha información contiene, en su apartado de «Actividad exterior», información relevante en materia de internacionalización de la empresa española. Esta operación estadística permite el acceso a microdatos y a otros resultados de comercio exterior de las empresas españolas con un nivel de desagregación que alcanza el ámbito autonómico.

Finalmente, hay que dejar constancia del papel del Consejo Interterritorial de Internacionalización como agente impulsor de una muy significativa colaboración institucional para la obtención de información microeconómica relativa a la empresa internacionalizada. Sus esfuerzos se centran en el sector servicios, permitiendo disponer de información sobre el número de empresas españolas inversoras en el exterior, así como de filiales extranjeras en España.

A modo de resumen, el Cuadro 1 recoge las principales fuentes que proporcionan datos e información, tanto a escala macro como micro, sobre la internacionalización de la empresa española[8].

Propensión exportadora de las empresas españolas

En lo tocante a los estudios sobre el compromiso o esfuerzo exportador de la empresa y, más concretamente, a sus factores relevantes, Arteaga y Medina (2006) apuntan la posibilidad de agregarlos en tres categorías:

— Los que, exclusivamente, estudian los factores que influyen en la decisión de exportar (factores internos).

— Los que pretenden identificar las diferencias en el compromiso exportador entre un conjunto de empresas exportadoras.

— Los que tienen como objetivo tratar de explicar la intención de exportar o incrementar la actividad exportadora.

En general, la propensión exportadora de la empresa, definida como la relación entre sus ventas exteriores y el total de sus ventas, es la magnitud que se utiliza de manera más habitual en la literatura empírica para analizar su esfuerzo exportador[9].

Por lo que se refiere al caso de la empresa española, el trabajo más reciente y exhaustivo es el realizado por Donoso y Martín (2008), quienes trabajan con un total de 15 variables explicativas del comportamiento exportador en España. Con anterioridad, Alonso y Donoso (2000) analizaron a nivel microeconómico los factores con influencia en la propensión exportadora de las empresas, incidiendo en alguno de los problemas que muestran estas variables, lo que dificulta su planteamiento teórico claro y diferenciado. Previamente,

[6] Disponible en https://www.camaras.org/publicado/estudios/publicaciones_SE.jsp.

[7] A partir de 2007 la publicación de estos informes se realiza conjuntamente por la Secretaría de Estado de Comercio del Ministerio de Industria, Turismo y Comercio, por el ICEX y por las Cámaras de Comercio.

[8] Para una perspectiva más detallada, puede consultarse HERRERO y SANZ (2003) y CUÑAT y de LUCIO (2010).

[9] Otras magnitudes que se emplean son el volumen de exportación (en términos absolutos) o la probabilidad de exportar.

CUADRO 1

PRINCIPALES FUENTES ESTADÍSTICAS EN MATERIA DE EMPRESA INTERNACIONALIZADA

Fuente	Página web
Agencia Estatal de Administración Tributaria	*www.aeat.es*
Banco de España	*www.bde.es*
Cámaras de Comercio.	*www.cscamaras.es*
Comisión Europea	*http://ec.europa.eu/enterprise/policies/index_en.htm*
Confederación Española de Organizaciones Empresariales	*www.ceoe.es*
Conferencia de las Naciones Unidas sobre comercio y desarrollo	*www.unctad.org*
Consejo Interterritorial de Internacionalización	*www.consejointerterritorial.es*
Empresas europeas en la economía global	*www.efige.org*
Eurostat	*http://epp.eurostat.ec.europa.eu/ portal/page/portal/eurostat/home/*
Instituto de Comercio Exterior	*www.icex.es*
Instituto Nacional de Estadística	*www.ine.es*
Ministerio de Industria – Fundación SEPI	*http://www.funep.es/esee/sp/sinfo_que_es.asp*
OCDE	*www.oecd.org*
Secretaría de Estado de Comercio	*www.comercio.mityc.es*

FUENTE. Elaboración propia a partir de Cuñat y de Lucio (2010) y Cámaras de Comercio e ICEX (2012).

realizaron estudios sobre la materia similares al primero de los trabajos citados en cuanto a la metodología y variables empleadas (Alonso y Donoso, 1994 y 1998). Otros análisis y estudios de naturaleza análoga son los realizados por Merino y Moreno (1996) y Moreno y Rodríguez (1998) si bien se limitan exclusivamente a las empresas manufactureras, mientras que Fernández y Nieto (2002) se centraron en la empresa familiar.

A su vez, Barrios *et al.* (2003) prestan especial atención al componente de la investigación y el desarrollo (I+D) como factor determinante de la intensidad exportadora de las empresas españolas, mientras que Ameur y Gil (2003) toman como referencia principal las diferentes estrategias adoptadas por las empresas a la hora de exportar en su estudio sobre la industria agroalimentaria.

Una aproximación general al perfil de la empresa española internacionalizada es realizada por de Lucio y Minguez (2006), así como por Buisán y Espinosa (2007). Por su parte, Arteaga y Medina (2006) y de Lucio *et al.* (2007) vuelven a centrarse en el tamaño como variable de referencia. Con un enfoque ligeramente diferenciado de los anteriores, Esteve *et al.* (2007) centran su atención en la supervivencia de las empresas exportadoras. Más próximo en el tiempo, Martín y Rodríguez (2009) se concentran en el tamaño como variable relevante explicativa de la propensión exportadora. En un trabajo posterior, dentro del análisis de los condicionantes a la hora de exportar por parte de las empresas españolas, Martín *et al.* (2009) utilizan para la obtención de sus resultados otra serie de variables explicativas de su comportamiento exportador[10].

La propensión exportadora de las empresas españolas también fue analizada por Esteve *et al.* (2009) en relación con el número de países y el grado de heterogeneidad de los destinos de las exportaciones. El empleo, y más concretamente su cantidad, calidad y estabilidad, fue objeto de análisis por parte del ICEX (2010), en cuanto a sus efectos y consecuencias en la internacionalización de la economía española.

[10] Igual que en el trabajo de Donoso y Martín (2008) son un total de 15 variables, si bien no se trata de las mismas variables (solo algunas coinciden).

Este mismo año el Consejo Económico y Social dedicó uno de sus informes a la internacionalización de la empresa española[11]. En él se proporciona un perfil de la empresa española internacionalizada donde, al igual que en estudios precedentes, se destaca el tamaño de la empresa como variable relevante «para determinar la propensión e intensidad de la internacionalización» (CES, 2012: 27). También destaca la elevada concentración de las operaciones por áreas geográficas, especialmente en Europa y, de forma particular, en la Unión Europea. A modo de resumen, en cuanto a variables determinantes del comportamiento exportador de la empresa española destaca el relativo al tamaño de la empresa (dimensión empresarial), las relacionadas con la innovación y las estrategias empresariales seguidas. Otros autores incluyen las capacidades competitivas de las empresas[12] así como otros aspectos demográficos de las empresas, como la edad.

Por lo que respecta a las técnicas de análisis empleadas, el procedimiento habitual es el siguiente. Con un carácter exploratorio, se utilizan estadísticos descriptivos básicos que facilitan una descripción del perfil o caracterización de la empresa internacionalizada media en España. A partir de aquí, los modelos empíricos empleados en la literatura analizan la decisión de exportar o no para, en una segunda fase, explicar la propensión exportadora como función del conjunto de variables señaladas anteriormente. Para esta estimación se utilizan, entre otros, un modelo de efectos aleatorios mediante mínimos cuadráticos generalizados, modelos *tobit, probit* o *logit*[13], análisis discriminante, modelos ANOVA o bien la maximización de la función de verosimilitud.

En todo caso, conviene dejar constancia de la existencia de una serie de dificultades instrumentales de estos modelos (Alonso y Donoso, 2000: 39):

a) Las derivadas de una fundamentación insuficiente y/o del signo esperado de la relación.

b) El carácter sistémico o interactivo de la relación entre las variables explicativas empleadas[14].

c) El carácter dinámico de esta relación que debe ser recogido en muestras «escasas en cantidad y calidad»[15].

A éstas cabe añadir la consideración de que las «empresas exportadoras no son una muestra aleatoria del sector de actividad al que pertenecen» (Martín y Rodríguez, 2009: 43). Fundamentalmente, porque se tratan de empresas más eficientes que la media de su sector[16].

A modo de síntesis, los resultados obtenidos por los distintos estudios permiten establecer que las empresas exportadoras con mayor propensión o intensidad exportadora presentan ciertos rasgos comunes. Con carácter general, las empresas exportadoras españolas se caracterizan (frente a las no exportadoras) por un mayor tamaño, una mayor cualificación de sus empleados y una elevada productividad del trabajo e intensidad de capital e innovación tecnológica. En menor medida también cabe señalar su mayor proporción de inversión extranjera directa y su ratio de temporalidad más reducido. Por tanto, estos factores, especialmente el relativo al tamaño, parecen condicionar de manera determinante la forma en que se adopta la estrategia de internacionalización de la empresa[17].

No obstante, es importante destacar que, si bien existe consenso en cuanto a la comparación entre empresa exportadora y no exportadora, la convergencia

[11] Aprobado en sesión ordinaria de su pleno el 21 de marzo de 2012.

[12] En concreto, las genéricas, tecnológicas y organizativas.

[13] En todos los casos con datos de panel.

[14] Hecho que traería consigo cierta endogeneidad y/o multicolinealidad entre las variables.

[15] De hecho, en muchos casos se limitan a datos anuales.

[16] En el citado Informe Ardán (Consorcio Zona Franca de Vigo, 2012: 257) se puede observar cómo, para el caso de Galicia, el porcentaje varía desde un 3 por 100 en el sector de la construcción a un 67 por 100 en productos farmaceuticos.

[17] Lo cual permite la identificación de grupos de empresas con patrones homogéneos de comportamiento internacionalizador facilitando por tanto el análisis de la internacionalización, como se apunta en el estudio de Cámaras (2007).

CUADRO 2

ACTIVIDADES INDUSTRIALES GALLEGAS CON SUPERÁVIT COMERCIAL

	Resto España	Resto UE	Resto mundo
Saldo comercial (2005)		Millones €	
Electricidad	877	0	0
Conservas pescado	849	248	10
Vehículos motor	545	2.019	71
Prendas vestir	601	517	-199
Construcción naval	485	13	-226
Productos madera	470	111	26
Productos ganaderos	409	17	0
Metálicos para construcción	412	16	-4
Piezas de vehículos	386	-1.295	247
Leche	415	1	0
Productos forestales	287	-44	-6
Pescado fresco	266	177	-12
Productos hierro	165	-383	-170
Madera serrada	143	-27	-136
Marisco	123	-34	-10

FUENTE: Marco Input-Output de Galicia 2005 (IGE, 2009)

parece diluirse al referirse a su influencia sobre las variables relativas a intensidad exportadora: lo que para la probabilidad de exportar resulta un hecho, no lo es tanto para la propensión de exportar.

3. La empresa internacional gallega

Entre los escasos estudios sobre la empresa internacional gallega en la última década, más allá de los generales sobre la empresa española mentados en el apartado precedente, hay que reseñar el de Losada *et al.* (2007), centrado en las estrategias de internacionalización seguidas para el desarrollo de operaciones de comercio exterior (esto es, su concentración o diversificación), y el de Rodil y Vence (2008) que adoptan el punto de vista de la actividad innovadora para el análisis del comportamiento exterior.

Situación actual y perspectivas futuras

El informe económico de Presidencia del Gobierno citado en la introducción del presente artículo muestra cómo entre 2003 y 2009 el número de empresas exportadoras creció en España más de un 15 por 100 (16,1 por 100), hasta superar la cifra de 108.000 empresas. No solo eso, sino que el número de empresas consideradas como exportadoras «regulares» aumentó incluso más (17,4 por 100), alcanzando las 39.000 empresas[18].

En términos comparados, Galicia no parte de una situación desfavorable ni en lo que se refiere al sector industrial, ni en cuanto a su intensidad exportadora. Por un lado el peso industrial en el PIB asciende al 17,1 por 100 (frente al 15,1 por 100 de media española), y, por otro, la intensidad exportadora de la industria gallega se sitúa en niveles semejantes a la media estatal (un 30 por 100). Además, según un reciente estudio del Consello Galego de Cámaras y el CIEF Galicia se sitúa entre las cinco autonomías españolas con mayor inversión empresarial en el extranjero (Meixide y Feijoo, 2009).

Con los últimos datos detallados disponibles para el año 2005, de los numerosos sectores que tienen un saldo comercial positivo con el resto de España (Cuadro 2), solo el de piezas para vehículos es capaz de mantenerlo claramente positivo fuera de la Unión Europea. Es decir, en casi todas las actividades que la industria gallega tiene un buen desempeño exportador hacia el resto de España (e incluso la UE), no consigue transformarlo en idéntico éxito fuera de Europa.

Por todo lo anterior, surge la necesidad de analizar, a escala de empresa y de sector económico, la dinámica y peso de sus exportaciones o importaciones que dan lugar a estos resultados netos y agregados. Iden-

[18] Además, estas empresas exportadoras regulares concentran el 90 por 100 del valor exportado total tal y como se desprende del estudio «La empresa exportadora española 2005-2008» (Cámaras e ICEX, 2010). Galicia alcanza una cuota del 5,2 por 100 del total de estas empresas exportadoras regulares, en sintonía con el 5,4 por 100 de su peso en el PIB español.

tificar, por tanto, tanto los logros competitivos como las rupturas del éxito exportador según los mercados de destino. Y a ello quiere contribuir el análisis de la propensión exportadora de las empresas gallegas del que se presenta un análisis de campo en este artículo.

Obtención de datos e información

Para profundizar en el conocimiento de las características de la empresa exportadora gallega, tanto en lo que se refiere a sus datos generales como los específicos de la propensión exportadora, las fuentes de información a nivel estatal mencionadas anteriormente se muestran insuficientes. Insuficiencias que resuelve la Encuesta Ardán de Empresa Internacionalizada[19]. El universo muestral está formado por 1.153 empresas que, según la Base de Datos Ardán de 2010, eran exportadoras[20]. La encuesta se realizó en el período comprendido entre el mes de enero y marzo de 2012 a través de correo electrónico por parte del servicio de Ardán dirigida a la persona responsable o encargada de las tareas de internacionalización de la empresa. La tabulación de los datos obtenidos fue realizada por el propio personal de la Zona Franca de Vigo, mientras que su análisis correspondió a la Universidad de Vigo. Las empresas que finalmente formaron parte de la muestra ascendieron a un total de 457 empresas repartidas por toda la geografía gallega.

Esta muestra se ajusta, en su distribución por tamaños de empresa, al DIRCE-INE para Galicia en el año 2010 si tenemos en cuenta las empresas no exportadoras; también se ajusta a la distribución por tamaños que utiliza la muestra de la Fundación SEPI para Galicia (en este caso ya solo para empresas exportadoras) (Consorcio Zona Franca de Vigo, 2012: 258).

El cuestionario de la encuesta pretende cubrir aquellos aspectos más relevantes a la hora de definir el proceso de internacionalización de cualquier institución, en este caso referido al ámbito privado. Con esta finalidad se preparó una estructura y diseño que permitiese la agrupación de las preguntas en dos bloques claramente diferenciados. En primer lugar, se emplazaron los datos de carácter confidencial de las empresas que serían los utilizados exclusivamente para el diseño del indicador Ardán empresa internacionalizada (se trata, por consiguiente, de datos confidenciales y no publicables). A continuación, en un segundo bloque, van los datos para la proyección y la promoción de la empresa y sus productos y/o servicios a través del directorio específico de Ardán a través de Internet. Los datos por los que se indaga son los relativos al año 2010, estableciéndose, por motivos operativos, alguna excepción que amplía dicho período.

Los datos específicos para la elaboración del indicador Ardán fueron, a su vez, divididos en cuatro subgrupos:

a) Datos generales.
b) Presencia de la empresa en el extranjero.
c) Comercio exterior.
d) Otras actividades relevantes de la empresa.

El primer apartado recoge información sobre el tipo de empresa, su número de establecimientos, facturación y empleo (prestando especial atención al vinculado de manera específica a la internacionalización de la empresa y a su cualificación). A este apartado le precedía, además, la ficha de la empresa donde se daban los datos identificativos básicos tanto de la empresa como de la persona responsable de la cumplimentación de la encuesta[21].

La presencia de la empresa en el extranjero constituye el segundo apartado de este bloque. En este caso se centra de manera específica en el ámbito interna-

[19] Encuesta realizada en el marco del contrato firmado por la Zona Franca de Vigo y la Universidad de Vigo para la elaboración del «Informe económico y de competitividad Ardán 2012» (Disponible en http://www.ardan.es/exportacion/)

[20] Lo cual supone un 20,2 por 100 del total de las 5.709 empresas que, en 2010, formaban parte de la base de datos Ardán.

[21] Como fue señalado anteriormente la encuesta iba dirigida a la persona encargada o responsable de los procesos de internacionalización de la empresa.

CUADRO 3

NÚMERO DE PREGUNTAS DE LA ENCUESTA

Apartado	Nº de preguntas
Ficha de la empresa	3
Datos generales	9
Presencia de la empresa en el extranjero	6
Comercio exterior	9
Otras actividades relevantes de la empresa	3
Total	**30**

FUENTE: Elaboración propia.

CUADRO 4

FICHA TÉCNICA DE LA ENCUESTA

Encuesta Ardán de empresa internacionalizada
Año 2012

Diseño y realización	● Zona Franca de Vigo – Ardán
Universo	● Base de datos Ardán: 1.153 empresas exportadoras
Tamaño de la muestra	● 457 empresas
Fechas de realización	● 1º trimestre 2012
Muestreo	● Aleatorio simple
Nivel de confianza	● Nivel de confianza del 95% y error ± 5%
Tipo de encuesta	● Electrónica

FUENTE: Elaboración propia.

cional de la empresa, abordando cuestiones como la localización geográfica de las empresas participadas, el año de apertura de su primer establecimiento y el número total de establecimientos. Finalmente, dentro de este epígrafe también se recogen los datos sobre la empresa participada, tanto de participación en capital como de actividad desarrollada.

El tercer subgrupo está dedicado al comercio exterior. Por su naturaleza y composición, se trata de un epígrafe amplio que incluye tanto datos sobre las exportaciones realizadas fuera de España, como sobre los mecanismos de acceso a los mercados internacionales y las dificultades encontradas en este proceso. Igualmente, se consideró relevante preguntar sobre los recursos financieros obtenidos para la promoción en mercados exteriores y la utilidad de las nuevas tecnologías, en concreto Internet, como ayuda en este campo.

El último apartado de cuestiones, denominado «otras actividades relevantes de la empresa» se centra en la realización (o no) de dos actividades concretas. Por un lado, la investigación, desarrollo e innovación tecnológica (I+D+i) por parte de la empresa y, por otra parte, la formación al personal de la empresa. A este respecto, las preguntas se interesan por su existencia, los recursos destinados y las ayudas recibidas para su ejecución.

Todo ello dio como resultado un cuestionario con un total de 30 preguntas distribuidas, como se recogen en el Cuadro 3 y Cuadro 4.

Las tareas de procesamiento y tratamiento estadístico de los datos junto con su posterior análisis se realizaron en el segundo trimestre del año 2012. Para ello se utilizaron los programas ofimáticos y estadísticos: Microsoft office excel 2000, IBM SPSS statistics (versión 19), Eviews 7.2 y Stata 12.

Esta encuesta facilita una cantidad y detalle de información sobre las características del proceso de internacionalización de las empresas poco habitual. Además, destaca su grado de actualización, que permite tener información con un desfase temporal de poco más de un año. Con este nivel de actualización solo es posible disponer de la información sobre la evolución del número de empresas exportadoras proporcionada por el ICEX dentro del «perfil de la empresa exportadora española»[22] con desagregación autonómica. Aquí se

[22] Disponible en http://informesestadisticos.icex.es/InformesComerciales/default.jsp?TipoInforme=1.

incluye, además del total de empresas, el número de empleados y el valor de las exportaciones. Igualmente, aunque con carácter provisional, es posible obtener dentro «análisis del comercio exterior español»[23] datos referentes al país y zona destino de las exportaciones, sectores de actividad y clasificación de las exportaciones (Taric y CNAE). Pero en ningún caso podemos disponer del resto de información que sí nos suministra la encuesta utilizada en este trabajo: información laboral (cualificación del empleo y empleados vinculados a tareas de internacionalización), experiencia internacional (apertura del primer establecimiento fuera de España), empresas participadas (localización, capital y actividad), mecanismos de vía de acceso y recursos financieros obtenidos, y otros campos (tales como la disposición de página web propia, la formación de los trabajadores o el desarrollo de actividades de I+D+i).

4. Metodología

Para el análisis de los determinantes de la propensión exportadora de la empresa, medida como el porcentaje que suponen las exportaciones sobre la facturación total, la metodología empleada fue la siguiente. En primer lugar, se seleccionaron y dividieron las variables explicativas obtenidas mediante la encuesta en tres bloques.

El primer bloque lo componen variables de estructura. En concreto, variables de tamaño y sector de actividad. El tamaño lo aproximamos de forma alternativa por la cifra de facturación en millones de euros (*FACTURACION*) o el número de empleados (*EMPLEO*) en 2010 en ambos casos. El motivo de no incluir simultáneamente las variables en la estimación era su elevada correlación lineal. Para introducir el sector en el modelo, se definieron cuatro variables ficticias con valor binario 1/0. Las empresas se agrupan en cinco sectores, agricultura ganadería y pesca (que se utiliza como categoría de referencia), energético (*ENERGIA*), construcción (*CONSTRUCCION*) industrial (*INDUSTRIA*), y servicios (*SERVICIOS*). La mayor parte de las empresas son industriales (55 por 100) o de servicios (34 por 100). Los otros tres sectores se reparten de forma casi proporcional el 11 por 100 restante.

El segundo bloque se refiere a «inputs» que podrían generar un factor positivo sobre la competitividad y, por tanto, sobre su capacidad o propensión exportadora. En concreto, se seleccionaron las siguientes cuatro variables generadas por la encuesta:

— La variable referente a la investigación, desarrollo e innovación (*I+D+i*) adopta valor 1 cuando la empresa ha realizado gastos (internos o externos) en recursos tecnológicos en 2010, y 0 en caso contrario.

— La variable *FORMACION* adopta valor 1 cuando la empresa ha incurrido en gastos externos para la formación de sus trabajadores en 2010, y 0 en caso contrario.

— La variable *APOYO FINANCIERO* adopta valor 1 cuando la empresa ha obtenido recursos para la promoción en mercados fuera de España en 2010, y 0 en caso contrario.

— La variable *WEB* adopta valor 1 cuando la empresa dispone de página web propia, y 0 en caso contrario.

Finalmente, en el tercer bloque se incluyen dos variables de estrategia de implantación en mercados extranjeros.

— La variable *PRESENCIA EXTERIOR* adopta valor 1 cuando la empresa, en diciembre de 2009, tenía participación en el capital social de otras empresas localizadas en el extranjero, y 0 en caso contrario.

— Y la variable *EXPERIENCIA* refleja el número de años transcurridos desde que la empresa consiguió su primer cliente fuera de España.

En el Cuadro 5 aparecen los principales estadísticos descriptivos de las variables. En cuanto al método de estimación optamos por recurrir a un procedimiento de estimación robusto a problemas derivados de la existencia de observaciones anómalas

[23] Disponible en http://informesestadisticos.icex.es/InformesComerciales/parametros_multiselect.jsp.

CUADRO 5

ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS

Variable	Media	Desviación típica	Mínimo	Máximo
PROPENSIÓN EXPORTADORA	22,1	24,8	0	100
FACTURACIÓN	23,4	111,8	0,08	1.247,6
EMPLEO	79,9	355,6	5	6.000
I+D+i	0,312	0,464	0	1
FORMACIÓN	0,661	0,473	0	1
APOYO FINANCIERO	0,214	0,410	0	1
PRESENCIA EXTERIOR	0,069	0,253	0	1
WEB	0,882	0,323	0	1
EXPERIENCIA	16,6	13,4	0	138

FUENTE: Elaboración propia.

e influyentes. Tras una serie de ensayos previos, finalmente se empleó para el análisis el comando de STATA «rreg». Este comando ejecuta una regresión robusta usando de forma iterativa mínimos cuadrados ponderados; es decir, se asigna una ponderación a cada observación, siendo mayor la de aquéllas que se comportan mejor[24].

5. Resultados

Los principales resultados econométricos obtenidos se recogen en el Cuadro 6. En primer lugar, el tamaño empresarial no resulta determinante en lo que se refiere a la propensión exportadora de la empresa. Este resultado se mantiene aun cuando se realizan pruebas adicionales entre las que cabe citar: la inclusión en la regresión de la variable empleo al cuadrado (para capturar una posible relación no lineal); la sustitución de la variable continua EMPLEO por una variable que clasifica a las empresas en cinco segmentos de tamaño; y la introducción de un *spline* en la especificación econométrica para las observaciones con EMPLEO>200, a fin de capturar posibles quiebras en la pendiente de la relación centradas en ese tamaño. Este resultado es, no obstante, compatible con el hecho de que sean las empresas grandes las que más y con más frecuencia exportan (en términos absolutos) según reflejan los datos agregados.

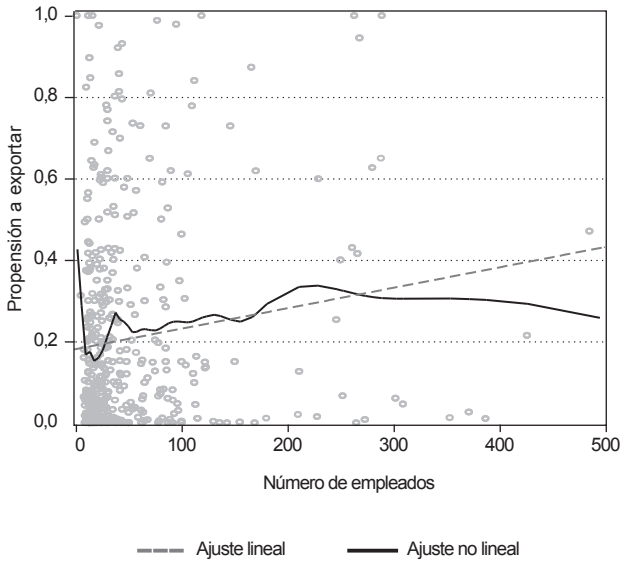
En el Gráfico 2 se representa la nube de puntos que vincula ambas variables, así como la recta de regresión lineal simple y un ajuste no lineal[25]. El segundo muestra un máximo en el entorno del valor 200 y forma de U invertida, pero muy abierta y con distancias significativas entre la curva y los puntos correspondientes, lo que hace que la curva no sea estadísticamente significativa. Expresado de forma alternativa, cuando utilizamos el valor 200 como punto de inflexión, nos encontramos con una pendiente positiva para los valores por debajo, y negativa para los valores superiores, pero en ambos casos con t-estadísticos claramente por debajo de los niveles habitualmente exigidos.

[24] En concreto, *rreg* realiza una evaluación inicial basada en el criterio de la distancia de Cook> 1 para eliminar las observaciones claramente anómalas. A partir de ahí, se determinan los valores de partida de los parámetros y se reestima el modelo de forma iterativa (Huber) hasta que se produce convergencia en las ponderaciones (LI, 1985).

[25] La técnica no lineal es la del «vecino más próximo» (*nearest neighbor fit*), que en esencia va ajustando la pendiente de la regresión a la nube de puntos que rodea cada una de las observaciones.

GRÁFICO 2

RELACIÓN ENTRE PROPENSIÓN A EXPORTAR Y TAMAÑO DE LA EMPRESA



NOTA: Para visualizar mejor la relación, se excluyen tres empresas con más de 2.000 trabajadores, con una propensión exportadora media de 0,35. Software utilizado: Eviews 7.2.

FUENTE: Elaboración propia.

Por lo que se refiere al sector de actividad económica, éste solo es relevante si la empresa pertenece al sector de la construcción. En ese caso la propensión a exportar sufre una notable disminución. Por otro lado, también la propensión tiende a ser algo menor en el caso de las empresas de servicios, si bien esa caída no es estadísticamente significativa[26]. En la tercera columna del Cuadro 6 contrastamos y confirmamos una hipótesis interesante. De todas las empresas del sector industrial seleccionamos aquéllas encuadrables en los sectores de tecnología alta o media-alta[27], un total de 39 empresas de la muestra total (el 9,6 por 100). A partir de ahí, definimos una variable ficticia que adopta valor 1 para esas empresas y 0 para el resto, y la incorporamos en la regresión. La variable muestra un coeficiente positivo, significativo (p-valor=0,023) y sustancial: las empresas de tecnología alta y medio-alta tienden a presentan propensiones exportadoras, 8 puntos porcentuales superior al resto.

En tercer lugar, ni los gastos en formación ni en I+D+i en el año analizado parecen ser factores directos e inmediatos para internacionalizar la actividad de las empresas. En cuanto a la disponibilidad por parte de la empresa de página web propia, la correlación es negativa, aunque no es significativa a los niveles habituales. Por el contrario, el hecho de haber recibido apoyo económico por parte de algún organismo público para la exportación sí es muy relevante. En concreto, el porcentaje de exportaciones sobre facturación aumenta entre 5 y 6 puntos.

El estar presente en el exterior a través de participaciones empresariales se muestra como una estrategia complementaria y no sustitutiva de las exportaciones. Las empresas con participaciones fuera tienen, en promedio, entre 9 y 10 puntos más en su ratio de exportaciones sobre facturación. Por tanto, no se comprueba que una eventual reducción de la propensión vinculada al mayor tamaño de la empresa tenga que ver con su localización en el extranjero por una u otra vía.

Finalmente, la experiencia importa. Desde el momento en el que se hace el primer cliente en el extranjero, el peso de las exportaciones tiende a crecer a razón de 1,5 puntos porcentuales cada diez años.

[26] De forma alternativa, probamos a utilizar una clasificación en 11 grupos: los 8 que aparecen en DATACOMEX, construcción, servicios y una categoría residual. No obstante, esta opción no ofrecía resultados mejores desde un punto de vista econométrico ni económico.

[27] Aeronaves y naves espaciales; maquinas de oficina y equipos informáticos; material electrónico, aparatos de radio, televisión y comunicación; productos farmacéuticos; equipos e instrumentos médico-quirúrgicos; vehículos de motor; maquinaria y material eléctrico; productos químicos; otro material de transporte; maquinaria y equipos mecánico.

6. Conclusiones

El objetivo fundamental de este trabajo ha sido el de someter a escrutinio los determinantes de la propensión exportadora de una amplia muestra de empresas gallegas. La posibilidad de disponer de una encuesta muy rica en información y diseñada *ad hoc* para medir el grado de internacionalización de las empresas nos ha permitido ir más allá de los contrastes y resultados disponibles en la literatura para el caso español.

Comenzando por el tamaño empresarial como determinante de la internacionalización es fundamental partir de la distinción establecida por Donoso y Martín (2008) entre probabilidad y propensión exportadora. Así, mientras que para la probabilidad el tamaño sí importa, para la propensión «no existe una relación monótona y creciente de la propensión con el tamaño, como era el caso, muy generalmente observado, de la probabilidad» (Donoso y Martín, 2008: 172). Más aún, estos autores sugieren como hipótesis que la propensión exportadora presente una forma de «U» invertida, donde, a partir de cierto límite, la intensidad exportadora declina [28].

Nuestros resultados concuerdan con esta argumentación. En concreto, la variable tamaño no se muestra como determinante de la propensión exportadora, aunque sí de de la probabilidad de exportar. Además, los datos apuntan esa forma de «U» invertida, si bien con una significatividad estadística baja. Resultado que coincide con el obtenido por la Comisión Europea (2003), en su Informe anual de su Observatorio de las pymes.

El resto de variables relevantes para la propensión exportadora de la empresa gallega son tres: el contar con apoyo financiero a las actividades de exportación, la presencia en el exterior mediante algún tipo de participación empresarial y la experiencia previa en materia de internacionalización. Estos resultados tienen interés especial por la falta de contrastación de las hipótesis correspondientes en trabajos previos.

En sentido contrario, llama la atención que no son variables relevantes para explicar la propensión ex-

CUADRO 6

DETERMINANTES DE LA PROPENSIÓN EXPORTADORA DE UNA EMPRESA

	[1]	[2]	[3]
Constante	18,7***	18,8***	18,7***
	(3,83)	(3,92)	(3,83)
Energía	0,8	0,9	1,0
	(0,12)	(0,13)	(0,14)
Industria	-0,8	-0,9	-1,9
	(0,17)	(0,19)	(0,39)
Construcción[1]	-11,8*	-12,1*	-12,3*
	(1,74)	(1,78)	(1,79)
Servicios	-4,8	-4,9	-5,01
	(0,97)	(0,99)	(1,00)
Tecnología	–	–	7,7**
			(2,28)
Facturación	0,0010	–	–
	(0,12)		
Empleo	–	0,0013	0,0015
		(0,49)	(0,54)
I+D+i	-1,0	-0,9	-1,01
	(0,47)	(0,43)	(0,46)
Formación	-1,1	-1,2	-1,15
	(0,53)	(0,57)	(0,55)
Apoyo financiero	5,61***	5,42**	5,52**
	(2,42)	(2,33)	(2,33)
Web	-4,6	-4,7	-4,4
	(1,50)	(1,52)	(1,43)
Presencia exterior	9,7***	9,0**	8,6**
	(2,61)	(2,35)	(2,20)
Experiencia	0,14**	0,14**	0,15**
	(1,97)	(1,94)	(2,16)
Nº de observaciones	**407**	**407**	**407**
Estadístico-F	**3,20*** **	**3,17*** **	**3,45*** **
(p-valor)	**(0,0004)**	**(0,0004)**	**(0,0001)**

NOTAS: Estimación robusta ejecutada con STATA 12 (comando rreg). ***, **, *significativo al 1%, 5% y 10% respectivamente.
[1] El sector construcción, muestra unas características particulares que hacen necesario distinguir entre la propensión exportadora de sus empresas y la media de las exportaciones (variable ésta cuya media es más sensible a la presencia de empresas con valores muy elevados).

FUENTE: Elaboración propia.

[28] De modo que «parecen ser los tamaños en torno a los 200-250 empleados los más intensamente exportadores» (DONOSO y MARTIN, 2008: 172)

portadora ni la I+D+i ni la actividad formativa del personal de la empresa. Con respecto a la primera de ellas, hay que tener en cuenta la complejidad de este factor; una complejidad que puede afectar a su condición de relevante o no en función del tipo de innovación que se trate (comercial, organizativa, de proceso, de producto). Además, el hecho de que las empresas de tecnología alta y media-alta sí muestren una propensión exportadora sustancialmente superior matiza el resultado para la variable I+D+i. Podría suceder que la variable fuese explicativa de forma diferida y en un computo plurianual y no para un solo año y en el momento presente, y es muy probable que las empresas no contabilicen como esfuerzo real en I+D+i buena parte del que de hecho realizan. Sin duda, se abre aquí un vector de investigación para trabajos futuros.

En cuanto a la no significatividad de la variable para el capital humano, resulta necesario considerar definiciones alternativas y más precisas de este factor que se detengan en los aspectos fundamentales para las actividades de exportación (idiomas, legislación internacional…). Por ello, y al igual que en el caso de la I+D+i, resulta necesario incorporar mejoras y desagregaciones en la encuesta base utilizada. Otra extensión natural del trabajo aparece vinculada con la disponibilidad futura de un panel de datos sobre las mismas empresas. La realización anual de la encuesta permitirá sin duda contar con un valioso panel en el que contrastar relaciones dinámicas entre las variables.

Finalmente, es necesario dejar constancia de la particularidad del sector de la construcción en Galicia para el análisis de su internacionalización, ya que los datos disponibles se ven alterados por los valores de empresas con cifras muy por encima de la media y que distorsionan el análisis.

Referencias bibliográficas

[1] ALONSO, J.A. y DONOSO, V. (1994): *Competitividad de la empresa exportadora española*, Instituto Español de Comercio Exterior, Madrid.

[2] ALONSO, J.A. y DONOSO, V. (1998): *Competir en el exterior: la empresa española y los mercados internacionales,* Instituto Español de Comercio Exterior, Madrid.

[3] ALONSO, J.A. y DONOSO, V. (2000): «Modelización del comportamiento de la empresa exportadora española». *Información Comercial Española. Revista de Economía*, número 788, noviembre, páginas 35-58.

[4] AMEUR, M. y GIL, J.M. (2003): «Estrategias empresariales y propensión exportadora de la industria agroalimentaria catalana y española». *Economía Agraria y Recursos Naturales*, volumen 3, número 6, páginas 101-127.

[5] ARTEAGA, J. y MEDINA, D.R. (2006): «La importancia del tamaño en la actividad exportadora: una evaluación en el caso de las pymes españolas exportadoras no consolidadas», *Boletín Económico de ICE*, nº. 2883, del 3 al 16 de julio, páginas 41-54.

[6] BARRIOS, S.; GÖRG, H. y STROBL, E. (2003): «Explaining Firms' Export Behaviour: R&D, Spillovers and the Destination Market». *Oxford Bulletin of Economics and Statistics,* número 65, del 3 al 16 de julio, páginas 475–496.

[7] BUISÁN, M. y ESPINOSA, E. (2007): «Una aproximación al perfil de la empresa española internacionalizada: datos y reflexiones», *Información Comercial Española, Revista Economía,* número 839, noviembre-diciembre, páginas 9-21.

[8] CÁMARAS DE COMERCIO (2007): *Internacionalización de la empresa española.* Cooperación Empresarial e Inversión Exterior. Servicio de Estudios, Área Internacional.

[9] CÁMARAS DE COMERCIO e ICEX (2010): *La empresa exportadora española 2005-2008*.

[10] CÁMARAS DE COMERCIO e ICEX (2012): *La empresa exportadora española 2007-2010*.

[11] CES (2012): *Informe 02/2012, sobre la internacionalización de la empresa española como factor de competitividad.* Consejo Económico y Social España, Madrid.

[12] COMISIÓN EUROPEA (2003): *Observatory of European SMEs. Internationalisation of SMEs.* Luxemburgo, European Network for SME Research ENSR, vol. 96.

[13] COMISIÓN EUROPEA (2011): *Are EU SMEs Recovering? Annual Report on EU SMEs 2010/11*. Rotterdam, Cambridge.

[14] CONSORCIO ZONA FRANCA DE VIGO (2012): *Informe económico y de competitividad - ARDÁN Galicia 2012,* Vigo.

[15] CUÑAT, R. y DE LUCIO, J.J. (2010): «La información estadística en España sobre la empresa internacionalizada». *Indice: Revista de Estadística y Sociedad*, número 39, páginas 15-16.

[16] DE LUCIO, J.J. y MÍNGUEZ, R. (2006): «Demografía de la empresa española exportadora e importadora», *Boletín Económico de ICE,* número 2885, del 31 de julio al 13 de agosto, páginas 9-20.

[17] DE LUCIO, J.J.; MÍNGUEZ, R. y ÁLVAREZ, D. (2007): «El tamaño de la empresa exportadora e importadora española», *Boletín Económico de ICE,* número 2908, del 1 al 15 de abril, páginas 13-30.

[18] DE LUCIO, J.; MÍNGUEZ, R.; VALERO, M. y MEDNICK, G. (2008): «Permanencia de las empresas en la exportación: una mirada a las características de su actividad exterior». *Información Comercial Española*, *Revista de Economía,* enero-febrero, número 840, páginas 179-196.

[19] DONOSO, V. y MARTÍN, V. (2008): «Características y comportamiento de la empresa exportadora». *Papeles de economía española*, número 116, páginas 168-182.

[20] ESTEVE, S.; MÁNEZ, J.A.; ROCHINA, M.E. y SANCHIS, J.A. (2007): «A Survival Analysis of Manufacturing Firms in Export Markets», *Entrepereneurship, Industrial Location and Economic Growth,* Edward Elgar, Cheltenham.

[21] ESTEVE, S.; PALLARDO, V. y REQUENA, F. (2009): «La dinámica de entrada y salida en mercados más competitivos: su impacto en el período 1997-2005», *Economía industrial,* número 373, páginas 59-72.

[22] FERNÁNDEZ, Z. y NIETO, M.J. (2002): «La estrategia de internacionalización de la pequeña empresa familiar», *UC3M Documentos de trabajo. Economía de la Empresa,* número 02/18.

[23] HERRERO, C. y SANZ, J.J. (2003): «Conocemos la realidad de la empresa exportadora española?: la elaboración de una nueva fuente de información», *Boletín Económico de ICE,* número 2775, del 21 de julio al 31 de agosto, páginas 23-32.

[24] ICEX (2010): *Internacionalización, empleo y modernización de la economía española*. Instituto Español de Comercio Exterior, Madrid.

[25] IGE (2009): *Marco Input-Output de Galicia 2005*. Instituto Galego de Estatistica, Xunta de Galicia, Santiago de Compostela.

[26] LI, G. (1985): «Robust Regression» en HOAGLIN, D. C.; MOSTELLER, F. y TUKEY, J. W.: *Exploring Data Tables, Trends, and Shapes*. Páginas 281–340. Wiley, Nueva York.

[27] LOSADA, F.; RUZO, E.; BARREIRO, J. M. y NAVARRO, A. (2007): «Influencia de la estrategia de expansión internacional y de las características empresariales sobre el resultado exportador de la empresa», *Información Comercial Española, Revista de Economía*, número 837, julio-agosto, páginas 255-272.

[28] MARTÍN, C. y RODRÍGUEZ, A. (2009): «Una aproximación a las características de las empresas exportadoras españolas», *Boletín Económico*. Banco de España, número 5, páginas 43-55.

[29] MARTÍN, C.; RODRÍGUEZ, A. y TELLO, P. (2009): «Determinantes principales de la decisión de exportar de las empresas españolas», *Boletín Económico*. Banco de España, número 12, páginas 29-42.

[30] MEIXIDE, A. y FEIJOO, J. (coord.) (2009): *La internacionalización de la economía gallega. 2009.* CIEF y Consello Galego de Cámaras, Santiago de Compostela.

[31] PRESIDENCIA DEL GOBIERNO (2010): *Informe Económico del Presidente del Gobierno 2010.* Gobierno de España, Madrid.

Colección **MANUALES PRÁCTICOS**

CLAVES para ENTRAR y PERMANECER en los MERCADOS

Con la crisis se ha vuelto imprescindible para las empresas proyectarse hacia el exterior, pero los importadores demandan cada vez más originalidad. No se trata de una moda, sino de un condición *sine qua non*.

Este manual es sobre todo práctico. Por eso dedica un capítulo a la que es una de las principales preocupaciones de las empresas: la formas de financiarla. Revisa tanto los instrumentos públicos que hay disponibles para ello como los privados, y detalla en qué consisten otras fuentes de financiación alternativa como el *crowdfunding*, las comunidades de crédito o la banca ética.

470 páginas
Formato: 135 x 210 mm
PVP: 25 € (IVA incluido)
ISBN: 978-84-7811-742-0

Puede adquirir la obra en Internet, en ICEX y en las principales librerías

ICEX España Exportación e Inversiones
P°. de la Castellana, 14 - 28046 MADRID - tel.: 91 349 6275/34
c.e.: libreria@icex.es - www.icex.es/publicaciones

ICEX

ICE

MINISTERIO DE ECONOMÍA Y COMPETITIVIDAD INFORMACIÓN COMERCIAL ESPAÑOLA *Secretaría de Estado de Comercio*

CRISIS AND REGULATORY REFORM OF THE FINANCIAL SYSTEM IN THE EU

CONTENTS

Foreword 3
Iñigo Fernández de Mesa Vargas

Introduction 11
Rocío Sánchez Barrios

Europe's response to the financial crisis 15
José Viñals Íñigez

Impact and challengues of the regulatory reform to the financial system 29
Jaime Caruana Lacorte

Solutions to the crisis of the European Union and challenges ahead 43
Klaus Regling

Towards a banking union 53
Jörg Asmussen

European financial regulatory reform: future challenges 65
Nadia Calviño Santamaría

The bail-in in bank restructuring in Spain 81
Antonio Carrascosa Morales and Mario Delgado Alfaro,

Macroprudential regulation 91
José María Roldán Alegre and Jesús Saurina Salas

Financial fragmentation and banking union: towards a more integrated Europe 101
Jorge Sicilia Serrano, Santiago Fernández de Lis Alonso and Ana Rubio González

The orientation of financial activity ahead of the banking union project 121
Santiago Carbó Valverde

Alternative debt markets for the financing of SMEs: analysis, outlook and proposals 135
Prosper Lamothe Fernández and Manuel Monjas Barroso

ECONOMIC FORUM

Quality of relationship of fair facilities, exhibitors and end clients. An analysis of fairs targeted at end consumers 149
Ainhoa Rodríguez Oromendía, Mariló Reina Paz and Ramón Rufín Moreno

Determinants of export propensity of companies: wat does data reveal? 167
Santiago Lago Peñas, Albino Prada Blanco and Patricio Sánchez Fernández

CONTENTS 183
Contents, abstracts

Coordinators:
Iñigo Fernández de Mesa Vargas and Rocío Sánchez Barrios

ASMUSSEN, Jörg

Towards a banking union

Abstract: The worldwide financial crisis has exposed deficiencies in financial regulation and supervision evidencing the need for greater integration of the regulation and supervision framework of the financial sector in the European Union. The creation of a banking union is a significant step forward towards this target. The Single Supervisory Mechanism (SSM) is one of the pillars supporting the banking union and, at the same time, one of the four axes of the improved governance framework of the Economic and Monetary Union (EMU), laid down in the Four Presidents' Report of June, 2012. This paper firstly offers a description of the main lessons arising from the financial crisis and sovereign debt, and then discusses the main features of the banking union, paying particular attention to the SSM and assessing its efficiency. The paper further asserts that the creation of a banking union is fundamental for combating the causes of the sovereign crisis and also has a key role in the culmination of the EMU project. Following the enactment of legislation on the SSM, the creation of a legal and operational framework allowing effective and efficient prudential supervision for credit institutions over the forthcoming years is a significant short-term challenge for the Central European Bank. A complete banking union needs to be supplemented by the establishment of a Single Resolution Mechanism directed by a single resolution authority. Finally, to maintain confidence of citizens, a deeper EMU should come hand-in-hand with fortified governance and accountability structures.

Key words: banking union, single supervisory mechanism, single resolution mechanism.

JEL Classification: G280.

CALVIÑO SANTAMARÍA, Nadia

European financial regulatory reform: future challenges

Abstract: The European Union has offered an unyielding response to the financial crisis from its onset with an ambitious programme for sector regulation, particularly rooted in agreements signed in the G20 arena with the purpose of reinforcing solvency demands, transparency and corporate governance and improving the supervision of economic agents and markets. In addition, the extension of the financial crisis to public debt markets has evidenced the vulnerability of our monetary union. In response to the above, European leaders have launched a process for the creation of a banking union on a supranational level based on the integration of banking supervision and decisions concerning the resolution of non-viable banks. Although these processes have been staunchly supported by all institutions, both inside and outside Europe, and significant progress has been made in a relatively short period of time, there are still projects to approve and regulations to transpose on a national level.

Key words: crisis, financial services, banks, financial derivatives, internal market, financial regulation, banking union, supervision, bank resolution, Eurozone.

JEL Classification: G180

CARBÓ VALVERDE, Santiago

The orientation of financial activity ahead of the banking union project

Abstract: This paper analyses business specialisation in the European banking sectors, paying particular attention to the Spanish industry. The analysis is encompassed in the development of the banking union project and the need to understand the degree of homogeneity or divergence of balance sheets and income statements of financial institutions of the various Member States of the Eurozone. The United Kingdom is also included as an interesting country of reference within the European Union, although it is outside the single currency. The data analysis suggests that although there are differences in the business models of banking sectors in the Eurozone, these differences are not significant enough to prevent adaptation to the banking union. What does seem relevant, however, is that business margins and their determinants are the subject of considerable heterogeneity and, as an empirical analysis shows, this is partly due to specialisation differences and also to differing patterns for risks such as credit and liquidity and, above all, sovereign risk.

Key words: banking sector, specialisation, banking union.

JEL Classification: G20, G21.

CARRASCOSA MORALES, Antonio and DELGADO ALFARO, Mario

The bail-in in bank restructuring in Spain

Abstract: The restructuring of the financial sector in Spain has involved significant costs that have been shared between the public and private sectors. The assumption of part of the cost by the private sector (bail-in) is consistent with market economy principles and the recommendations of the Financial Stability Board (FSB) on efficient bank resolution. This article explains the bail-in applied in Spain to hybrid instruments. This bail-in has provided some 13,600 million euros in capital to organisations undergoing resolution or restructuring, thus reducing the public burden for this amount.

Key words: banking crises, resolution, restructuring, bail-out, bail-in, Financial Stability Board, FROB [FOBR], Deposit Guarantee Fund, Resolution Fund, subordinate debt,

hybrid instruments, preferential shares, Key Attributes of Effective Resolution Regimes, arbitration, Law 9/2012, financial assistance of the European Union, MoU.

JEL Classification: G.

CARUANA LACORTE, Jaime

Impact and challengues of the regulatory reform to the financial system

Abstract: The reform of financial regulations constitutes one of the most elaborate responses to the crisis. A large part of the design of new regulations has been completed and their implementation is also witnessing rapid progress. This paper summarises the main regulatory changes in six blocks and offers some studies which have attempted to measure the effects of the above, both macroeconomic effects and market structure effects. The challenges include consistent implementation and monitoring collateral effects. Finally, it is necessary to place all of these regulatory measures in perspective: in order to be effective in maintaining financial stability, the support of other economic policies will be required.

Key words: Basel III, FSB, BIS, capital, credit, crisis, leveraging, collateral, regulation, derivatives, CCP, OTC, LCR, NSFR, resolution, systemic risk, shadow banking.

JEL Classification: E44, G21, G28, G32.

LAGO PEÑAS, Santiago; PRADA BLANCO, Albino and SÁNCHEZ FERNÁNDEZ, Patricio

Determinants of export propensity of companies: what does data reveal?

Abstract: This paper analyses the determinants of export activities of companies. The methodology used is similar to that employed in earlier studies. The main new contribution is the use of information provided by a specialised fieldwork study on the subject: the Ardán Survey of Internationalised Companies. The analysis shows that export propensity or intensity of companies grows when export experience has been more extensive over time, and it is greater when companies have been beneficiaries of public funding for internationalisation. Foreign direct investment made by companies does not substitute export intensity and does however appear to reinforce it, at least up to a threshold size of 250 employees. Having noted this exception, company size (a factor known to affect the likelihood to export) does not appear to have an impact on the propensity to do so; and the same trend was noted for the case of industry classifications of types of businesses. Finally, companies classified as high-technology

industries or medium-high-technology industries according to OECD criteria do have a greater propensity to export.

Key words: foreign trade, export propensity, exporting companies, Galicia.

JEL Classification: D21, F17, F23, F40, P45.

LAMOTHE FERNÁNDEZ, Prosper and MONJAS BARROSO, Manuel

Alternative debt markets for the financing of SMEs: analysis, outlook and proposals

Abstract: The financial crisis has caused a drastic reduction in bank financing for all sectors of the economy. The phenomenon has been experienced all over Europe to a greater or a lesser degree and is particularly acute in the case of Spanish SMEs, which traditionally create employment and vertebrate the productive fabric of our economy. The need to seek alternatives for access to finance through non-banking intermediaries has brought the emergence of alternative financial debt markets focusing on this type of businesses. This paper analyses the characteristics of the main alternative financial markets of European bonds and also discusses the factors shaping their future development together with measures that could contribute to their consolidation.

Key words: financing, banking crisis, alternative markets, non-banking institutions, SMEs.

JEL Classification: G180, G300, G320.

REGLING, Klaus

Solutions to the crisis of the European Union and challenges ahead

Abstract: The European response to the crisis is being effective in returning confidence to the most fragile economies at the same time as stabilising the euro and laying down the foundations for sustainable growth. The strategy involves fiscal consolidation and structural reforms on a national level, invigorating EU government, reinforcing the banking system and creating firewalls: the European Financial Stability Fund (EFSF) and the European Stability Mechanism (ESM). A clear correction of peripheral imbalances is shown by recent data, revealing lower fiscal deficits, a greater current account balance and increasing competitiveness. Financial markets have assimilated these improvements and the population will reap the rewards in the future.

Key words: *euro, crisis, recovery, strategy, growth, financial, backstop, ESM, EFSF, Greece, Ireland, Portugal, Spain, Cyprus, banking union, recapitalisation, resolution, markets, government, stability, imbalance.*

JEL Classification: *E44, F36, G180, G21, G28, G32.*

RODRÍGUEZ OROMENDÍA Ainhoa; REINA PAZ, Mariló and RUFÍN MORENO, Ramón

Quality of relationship of fair facilities, exhibitors and end clients. An analysis of fairs targeted at end consumers

Abstract: The study deals with the relationship between the fair facilities and exhibitor companies, in addition to the relationship between the latter and end clients, with the purpose of discovering whether both relationships influence each other, and the effect that the quality of these relationships could have on the trade results attained by exhibitor companies. The analysis was conducted with the development of a structural equations model. The results show a positive effect between both relationships, and a relevant impact of the quality of the relationship between the facility and the exhibitor over the results achieved by the latter at the end of the fair.

Key words: trade fairs, quality of relationship, complaint management, trade results.

JEL Classification: M21.

ROLDÁN ALEGRE José María, and SAURINA SALAS, Jesús

Macroprudential regulation

Abstract: This paper briefly discusses some conceptual details of macroprudential supervision and analyses the role of the European Systematic Risk Board (ESRB) as a European body in charge of macroprudential monitoring. The paper highlights the role of some macroprudential policy instruments, versus longitudinal systemic risk (dynamic provisioning, countercyclical capital buffers) and also transversal risk (treatment of systemic institutions) in addition to the growing role of stress tests. Finally, the paper ends with conclusions relating to macroprudential policy challenges.

Key words: macroprudential regulation, dynamic provisioning, countercyclical capital buffers, systemic institutions, stress tests.

JEL Classification: G18, G21.

SICILIA SERRANO, Jorge; FERNÁNDEZ DE LIS ALONSO, Santiago and RUBIO GONZÁLEZ, Ana

Financial fragmentation and banking union: towards a more integrated Europe

Abstract: The speed and intensity of the reaction to the crisis explains the differences between the European and North American financial systems: European institutions are still facing serious problems, while North American institutions are in a healthier position. In particular, the Eurozone is suffering the fragmentation of financial markets and the vicious cycle of sovereign and banking risk, which is incompatible with monetary union. The solution must involve a banking union, which is a prerequisite but not sufficient on its own. Measures are also required to reduce the home bias of bank holdings of sovereign debt.

Key words: financial system, banking union, consolidation, profitability, technology.

JEL Classification: F330, F340, F360, G180, G210.

VIÑALS ÍÑIGEZ, José

Europe's response to the financial crisis

Abstract: The world financial crisis has deeply impacted Europe and has brought a set of difficult but not unsurpassable challenges for its citizens. The weaknesses in the decision-taking processes in the European Union and the Eurozone have brought reforms, in particular concerning the stability of the financial sector. If successful, these reforms could lead to a greater financial integration with bolstered financial foundations boosting stability and growth.

Key words: world financial crisis, European Union, banking shakeout, single supervisory mechanism, single resolution mechanism, directive on banking recovery and resolution.

JEL Classification: E32, E52, G21, G28.

INFORMACIÓN COMERCIAL ESPAÑOLA. REVISTA DE ECONOMÍA (ICE)

SUSCRIPCIÓN ANUAL

INFORMACIÓN COMERCIAL ESPAÑOLA. REVISTA DE ECONOMÍA (6 NÚMEROS/AÑO)			
	ESPAÑA 1 año	**UNIÓN EUROPEA 1 año**	**RESTO DEL MUNDO 1 año**
SUSCRIPCIÓN	75,00 €	90,00 €	90,00 €
Gastos de envío España	7,08 €	30,12 €	48,30 €
Más 4% de IVA. Excepto Canarias, Ceuta y Melilla	3,28 €		
TOTAL	**85,36 €**	**120,12 €**	**138,30 €**

EJEMPLARES SUELTOS

INFORMACIÓN COMERCIAL ESPAÑOLA			
	ESPAÑA 1 ejemplar	**UNIÓN EUROPEA 1 ejemplar**	**RESTO DEL MUNDO 1 ejemplar**
NÚMERO SUELTO	15,00 €	20,00 €	20,00 €
Gastos de envío España	1,18 €	5,02 €	8,05 €
Más 4% de IVA. Excepto Canarias, Ceuta y Melilla	0,65 €		
TOTAL	**16,83 €**	**25,02 €**	**28,05 €**

DATOS

Nombre y apellidos .....
Empresa .....
Domicilio .....
D.P. ..... Población .....
N.I.F. .....
Teléf. ..... Fax .....
E-mail .....

Transferencia a la cuenta de ingresos por venta de publicaciones del Ministerio de Economía y Competitividad
IBERCAJA. Callé Alcalá, 29. 28014 Madrid (España)
CÓDIGO CUENTA CLIENTE: 2085-9252-07-0330598330
CÓDIGO BIC DE IBERCAJA: CAZRES2Z
IBAN: ES47 2085-9252-07-0330598330

GOBIERNO DE ESPAÑA
MINISTERIO DE ECONOMÍA Y COMPETITIVIDAD
SUBSECRETARÍA
SECRETARÍA GENERAL TÉCNICA
SUBDIRECCIÓN GENERAL DE ESTUDIOS, INFORMACIÓN Y PUBLICACIONES

Suscripciones y ventas por correspondencia:
Paseo de la Castellana, 162, 8.ª planta. 28046 Madrid. Teléfono 91 583 55 07/06

Suscripciones a través de la página web del Ministerio de Economía y Competitividad
distribuciónpublicaciones@mineco.es

NORMAS PARA EL ENVÍO DE ORIGINALES

1. Los artículos enviados para su publicación en ***Información Comercial Española. Revista de Economía*** deberán contener *material original* no publicado ni presentado para su publicación en otro medio de difusión.

2. Las contribuciones se enviarán en formato Microsoft Word a la dirección de correo electrónico: revistasice.sscc@comercio.mineco.es. Todos los trabajos recibidos serán sometidos, para su aceptación, a *evaluación externa anónima.*

3. En la primera página se hará constar el nombre y dos apellidos, la fecha de conclusión del trabajo, así como la filiación institucional del autor y la forma en que desea que aparezcan sus datos.

4. La extensión del trabajo no deberá superar los 25 folios DIN A-4, incluidos cuadros, gráficos, notas y bibliografía. Los trabajos se escribirán a doble espacio en letra de tamaño 12. Las páginas irán numeradas correlativamente.

5. Todos los artículos deberán incluir un resumen del contenido, de no más de 100 palabras, en el que se reflejen los elementos más importantes tratados en él. Se acompañarán de varias palabras clave y de la notación relativa a la clasificación por material del *Journal of Economic Literature (JEL),* para facilitar su inclusión y posterior recuperación en la *Base de Datos del ICE (BDICE).* La clasificación JEL puede consultarse en *www.revistasice.com.*

6. Los cuadros y gráficos irán numerados correlativamente y contendrán un título suficientemente explicativo y las fuentes de los datos mostrados. Los gráficos deberán tener la suficiente calidad técnica para ser reproducidos directamente. A lo largo del texto, deberá indicarse el lugar exacto en que ha de insertarse cada gráfico o cuadro.

7. Al final del texto, aparecerá la lista de referencias bibliográficas, numeradas correlativamente y con el siguiente formato:

Libros (1) Apellidos e inicial del nombre de todos los autores; (2) año de publicación; (3) título completo; (4) edición; (5) lugar de publicación; (6) editorial. Ej.: CARREAU, D.; FLORY, T. y JUILLARD, P. (1990): *Droit Economique International,* 3.ª edición, París, LGDJ.

Artículos (1) Apellidos e inicial del nombre de todos los autores; (2) año de publicación; (3) título completo del artículo citado; (4) nombre de la publicación; (5) fascículo y/o volumen; (6) fecha de publicación; (7) páginas; (8) lugar de publicación. Ej.: VIÑALS, J. (1983): «El desequilibrio del sector exterior en España; una perspectiva macroeconómica», *Información Comercial Española. Revista de Economía,* número 604, diciembre, páginas 27-35, Madrid.

Se incluirán únicamente las referencias utilizadas en la elaboración del trabajo.

8. Los *anexos* se insertarán tras la bibliografía. Deberán llevar un título y una breve explicación del contenido.

9. *ICE* no se solidariza con las opiniones expuestas en los artículos publicados, cuya responsabilidad corresponde a los autores.

10. *ICE* retiene todos los derechos de reproducción de los artículos editados, aunque tiene como práctica habitual autorizar su reproducción siempre que se cite la publicación y se cuente con el permiso del autor. La autorización deberá solicitarse por escrito a la Redacción de ***Información Comercial Española.***