



TESIS DOCTORAL

2015

**IMPACTO DE LA CRISIS EN LOS SISTEMAS FINANCIEROS DE LOS
PAÍSES DEL ESTE Y CENTRO DE EUROPA EN FUNCIÓN DEL GRADO DE
INTEGRACIÓN MONETARIA**

MARÍA CONCEPCIÓN SAAVEDRA SERRANO

LICENCIADA EN CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

UNIVERSIDAD NACIONAL DE EDUCACIÓN A DISTANCIA

DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA APLICADA

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

Directora: Dra. MARÍA ÁNGELES RODRÍGUEZ SANTOS



DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA APLICADA

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

**IMPACTO DE LA CRISIS EN LOS SISTEMAS FINANCIEROS DE LOS
PAÍSES DEL ESTE Y CENTRO DE EUROPA EN FUNCIÓN DEL GRADO DE
INTEGRACIÓN MONETARIA**

MARÍA CONCEPCIÓN SAAVEDRA SERRANO

LICENCIADA EN CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

Directora: Dra. MARÍA ÁNGELES RODRÍGUEZ SANTOS

Agradecimientos

Deseo agradecer al departamento de Economía Aplicada de la UNED que me haya brindado la oportunidad de realizar esta tesis doctoral y especialmente a mi Directora, Dra. M^a Ángeles Rodríguez Santos, por haberme apoyado, animado y ayudado en todo el proceso de elaboración de dicha tesis, y a la Dra. Antonia Calvo Hornero, como tutora mía que fue en la preparación del trabajo de investigación para la obtención del Diploma de Estudios Avanzados. Con estas grandes profesoras comparto el interés por la UE desde la perspectiva de la economía aplicada. A ambas, sinceramente, muchas gracias.

Asimismo, estoy agradecida a mi familia por haberme apoyado en los momentos más difíciles y a mis compañeros y Director del departamento de Economía de la Universidad Europea de Madrid por haberme incentivado para emprender este emocionante y arduo trabajo de investigación en el que se aprende a valorar no sólo la pasión por la búsqueda de conocimiento, sino también a las personas por su esfuerzo, dedicación y compromiso.

También quiero expresar mi gratitud a mis compañeras de estudio de la Licenciatura de Ciencias Económicas de la Universidad Autónoma de Madrid por ofrecerme su amistad sin condiciones y, en general, a todas las personas con las que a lo largo de mi vida me he enriquecido intelectualmente.

ÍNDICE

| | |
|--|------------|
| ABREVIATURAS | 1 |
| ÍNDICE DE CUADROS | 4 |
| ÍNDICE DE GRÁFICOS | 5 |
| ÍNDICE DE RECUADROS..... | 19 |
| ÍNDICE DE TABLAS | 20 |
| CAPÍTULO I. INTRODUCCIÓN | 26 |
| CAPÍTULO II. DESARROLLO E INTEGRACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO DE LOS PAÍSES DEL ESTE Y CENTRO DE EUROPA DE LA UNIÓN EUROPEA (2004- 2007) | 30 |
| 1. Teorías y modelos de la integración financiera | 31 |
| 1.1. Teorías y modelos de la integración financiera internacional | 31 |
| 1.2. Teorías y modelos de la integración financiera en el contexto de la UEM..... | 35 |
| 2. La integración financiera en la Unión Europea | 40 |
| 3. Desarrollo e Integración del sistema financiero de los países del Este y Centro de Europa de la Unión Europea..... | 54 |
| 3.1. Los mercados monetarios | 62 |
| 3.2. Los mercados de valores | 68 |
| 3.3. Los sistemas bancarios | 99 |
| 3.4. Los seguros y fondos de pensiones | 127 |
| 4. Conclusiones..... | 134 |
| CAPÍTULO III. CRISIS FINANCIERAS INTERNACIONALES Y CRISIS EN LA EUROZONA | 136 |
| 1. Elementos diferenciadores de la crisis financiera de 2007 respecto a otras crisis financieras internacionales | 136 |

| | |
|--|-----|
| 2. La crisis de 2007 y la Eurozona..... | 156 |
| 2.1. La crisis en la eurozona: la crisis de deuda soberana | 156 |
| 2.2. Deficiencias de la Unión Económica Monetaria. Hacia una mayor integración económica y financiera..... | 176 |
| 3. Conclusiones..... | 215 |

CAPÍTULO IV. IMPACTO DE LA CRISIS EN EL SISTEMA FINANCIERO DE LOS PAÍSES DEL ESTE Y CENTRO DE EUROPA DE LA UNIÓN EUROPEA (2007-2014)

| | |
|--|-----|
| 217 | |
| 1. La crisis en los mercados monetarios | 218 |
| 1.1. Mercados monetarios de los países intra- eurozona | 219 |
| 1.2. Mercados monetarios de los países extra- eurozona | 224 |
| 2. La crisis en los mercados de valores | 231 |
| 2.1. Mercados de valores de renta fija de los países intra-eurozona y extra-eurozona | 234 |
| 2.2. Mercados bursátiles de los países intra-eurozona y extra-eurozona..... | 246 |
| 3. La crisis en el sector bancario..... | 269 |
| 3.1. Sector bancario de los países intra-eurozona..... | 269 |
| 3.2. Sector bancario de los países extra-eurozona | 281 |
| 4. La crisis en el sector asegurador y los fondos de pensiones..... | 299 |
| 4.1. El sector asegurador y los fondos de pensiones de los países intra-eurozona..... | 301 |
| 4.2. El sector asegurador y los fondos de pensiones de los países extra-eurozona | 303 |
| 5. Conclusiones..... | 306 |

CAPÍTULO V. ANÁLISIS COMPARADO DEL IMPACTO DE LA CRISIS SEGÚN EL GRADO DE INTEGRACIÓN MONETARIA DE LOS PAÍSES DEL ESTE Y CENTRO DE EUROPA DE LA UNIÓN EUROPEA

| | |
|---|-----|
| 1. Impacto de la crisis en los sectores real y financiero de los países del Este y Centro de Europa intra y extra eurozona..... | 310 |
|---|-----|

| | |
|---|------------|
| 2. Impacto de la crisis en los sistemas bancarios de los países del Este y Centro de Europa de la Unión Europea intra y extra eurozona..... | 330 |
| 2.1. Análisis empírico sobre las divergencias en los tipos de interés de préstamos bancarios..... | 333 |
| 3. Impacto de la crisis en los mercados de valores de los países intra y extra eurozona | 344 |
| 4. Conclusiones..... | 353 |
| CAPÍTULO VI. CONCLUSIONES..... | 355 |
| BIBLIOGRAFÍA | 361 |
| ANEXO I. LEGISLATIVO | 378 |
| ANEXO II. ESTADÍSTICO | 386 |

ABREVIATURAS

ABE - Autoridad Bancaria Europea

AEMV - Autoridad Europea de Mercados y Valores

AESPJ - Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación - EIOPA en sus siglas en inglés (*European Insurance and Occupational Pensions Authority*)

AES - Autoridades Europeas de Supervisión

ANC- Autoridades Nacionales Competentes

AND - Autoridades Nacionales Designadas

BCE - Banco Central Europeo

BERD - Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo

BPI - Banco de Pagos Internacionales (BIS- Bank for International Settlements)

BE - Banco de Eslovenia (Banka Slovenije)

CAPM - Capital Asset Pricing Model (Modelo de valoración de precios de activos)

CNB - Czech National Bank (Banco Nacional de la República Checa)

CDS- Credit Default Swaps (permutas de cobertura por impago de crédito)

CNMV- Comisión Nacional del Mercado de Valores

DCV- Depositario Central de Valores

ECOFIN - Consejo de Ministros de Economía y Finanzas de la UE

EONIA – Euro OverNight Index Average

EPAC - Estudio prospectivo Anual sobre el Crecimiento

EURIBOR - Euro Interbank Offered Rate (tipo de oferta interbancario del euro)

FD – Facilidad de Depósito

FEEF- Facilidad Europea de Estabilidad Financiera

FESE- Federation European Securities Exchange (Federación de bolsas de valores europeas)

FMC – Facilidad Marginal de Crédito

FMI - Fondo Monetario Internacional

IAPC - Índice Armonizado de Precios de Consumo

IMA - Informe del Mecanismo de Alerta

IPC - Índice de Precios de Consumo

JERS- Junta Europea de Riesgo Sistémico

MCI- Mecanismo de Cambios y de Intervención (del SME)

MEDE - Mecanismo Europeo de Estabilidad

MEEF - Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera

MiFID- Markets in Financial Instruments Directive (Directiva sobre mercados de instrumentos financieros)

MNB - Magyar Nemzeti Bank (Banco Nacional de Hungría)

MUR - Mecanismo Único de Resolución

MUS - Mecanismo Único de Supervisión

NBP - *Narodowy Bank Polski* (Banco Nacional de Polonia)

NBS - *Národná Banka Slovenska* (Banco Nacional de Eslovaquia)

OECD - Organization for Economic Cooperation and Development

OICVM - Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios

OPF - Operaciones Principales de Financiación

PABG - Programas de Adquisiciones de Bonos Garantizados

PASF - Plan de Acción para Servicios Financieros

PDE - Procedimiento de Déficit Excesivo

PEC - Pacto de Estabilidad y Crecimiento

PMV - Programa para los Mercados de Valores

SESF - Sistema Europeo de Supervisión Financiera

SGD – Sistema de Garantía de Depósitos

SON - Sistemas Organizados de Negociación

TARGET - Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System (Sistema de pagos brutos transeuropeo automatizado con liquidación en tiempo real)

TECG - Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza

TFUE - Tratado de Funcionamiento de la UE

UBE - Unión Bancaria Europea

UE - Unión Europea

UEM - Unión Económica y Monetaria

UMC – Unión de los Mercados de Capitales

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 1. Índices de la Bolsa de Budapest

Cuadro 2. Principales Índices de la Bolsa de Varsovia

Cuadro 3. Calificaciones de las agencias de rating de la deuda soberana a largo plazo en países periféricos y centrales de la eurozona 2012-2015

Cuadro 4. Marco normativo del Pacto de Estabilidad y Crecimiento reforzado

Cuadro 5. Semestre Europeo

Cuadro 6. Los mercados de valores regulados en los países ECE.

Cuadro 7. Instrumentos negociados en los mercados de valores de Polonia

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1. Activos de fondos mutuos de los países ECE (% PIB). 2004-2007

Gráfico 2. Tipos de interés de referencia del BCE y los Bancos Centrales de los países ECE (%). 2004-2007

Gráfico 3. Tipos de interés a un mes de los mercados interbancarios de la Eurozona y los países ECE (%). 2004-2007

Gráfico 4. Valores de deuda por emisores en Eslovaquia (millones EUR). 2004-2007

Gráfico 5. Valores de deuda por emisores en Eslovenia (millones EUR). 2004-2007

Gráfico 6. Valores de deuda por emisores en Hungría (miles de millones HUF). 2004-2007

Gráfico 7. Valores de deuda por emisores en Polonia (%). 2004-2007

Gráfico 8. Valores de deuda por emisores en la República Checa (%). 2004-2007

Gráfico 9. Rendimientos de la deuda pública a largo plazo de los países ECE y Alemania (%). 2004-2007

Gráfico 10. Rentabilidad de las Bolsas de valores de los países ECE (%). 2004-2007

Gráfico 11. Volatilidad de las Bolsas de valores de los países ECE (%). 2004-2007

Gráfico 12. Capitalización de las Bolsas de valores de los países ECE (% PIB). Promedio 2004-2007

Gráfico 13. Stock market turnover ratio en los países ECE (%). 2004-2007

Gráfico 14. Índices SAX y SDXGroup Sectores privado y público. 2004-2007

Gráfico 15. Capitalización de mercado de los bonos en la Bolsa de Budapest (miles de millones EUR). 2004-2007

Gráfico 16. Evolución del BUX Index. 2004-2007

Gráfico 17. Rentabilidades anuales de los índices de la Bolsa de Varsovia (%). 2004-2007

Gráfico 18. Volumen negociado en la Bolsa de Varsovia (millones PLN). 2004-2007

Gráfico 19. Volumen contratado (millones EUR) en los mercados de derivados de la Bolsa de Varsovia. 2004-2007

Gráfico 20. Estructura y tamaño (capitalización de mercado de acciones y participaciones de FI) de la Bolsa de Praga (%). 2004-2007

Gráfico 21. Capitalización de mercado de acciones nacionales y extranjeras de la Bolsa de Praga (millones EUR). 2004-2007

Gráfico 22. Evolución del PX Index de la Bolsa de Praga. 2004-2007

Gráfico 23. Crédito bancario al sector privado de los países ECE (% PIB). 2004-2007

Gráfico 24. Depósitos bancarios de los países ECE (% PIB). 2004-2007

Gráfico 25. Número de empleados de las instituciones de crédito de los países ECE

Gráfico 26. Concentración del sector bancario de los países ECE. 2004 y 2007

Gráfico 27. Rentabilidad de los activos bancarios (ROA) en los países ECE (%). 2004-2007

Gráfico 28. Rentabilidad de los fondos propios (ROE) en los países ECE (%). 2004-2007

Gráfico 29. Estructura de los préstamos bancarios en Eslovaquia (% sobre el total de activos bancarios). 2004-2007

Gráfico 30. Tipos de interés de préstamos/depósitos bancarios a/de empresas en Eslovaquia (%). 2004-2007

Gráfico 31. Tipos de interés de préstamos/depósitos bancarios a/de hogares en Eslovaquia (%). 2004-2007

Gráfico 32. Estructura de los préstamos bancarios en Eslovenia (% de activos bancarios). 2004-2007

Gráfico 33. Estructura de los depósitos bancarios en Eslovenia (% de pasivos bancarios). 2004-2007

Gráfico 34. Estructura temporal de los depósitos bancarios en Eslovenia (%). 2004-2007

Gráfico 35. Tipos de interés de préstamos/depósitos bancarios a/de empresas en Eslovenia (%). 2005-2007

Gráfico 36. Tipos de interés de préstamos/depósitos bancarios a/de hogares en Eslovenia (%). 2005-2007

Gráfico 37. Estructura de préstamos del sector bancario de Hungría (%). 2004-2007

Gráfico 38. Estructura de los depósitos bancarios en Hungría (%). 2004-2007

Gráfico 39. Tipos de interés de préstamos/depósitos bancarios a/de empresas en Hungría (%). 2004-2007

Gráfico 40. Tipos de interés de préstamos/depósitos bancarios a/de hogares y ESAL en Hungría (%). 2004-2007

Gráfico 41. Estructura de préstamos del sector bancario de Polonia (%). 2004-2007

Gráfico 42. Tipos de interés de préstamos/depósitos bancarios a/de empresas en Polonia (%). 2004-2007

Gráfico 43. Tipos de interés de préstamos/depósitos bancarios a/de hogares en Polonia (%). 2004-2007

Gráfico 44. Estructura y evolución de los préstamos del sector bancario checo (millones CZK). 2004-2007

Gráfico 45. Estructura y evolución de los depósitos del sector bancario checo (millones CZK). 2004-2007

Gráfico 46. Tipos de interés de préstamos/depósitos bancarios a/de empresas en la República Checa (%). 2004-2007

Gráfico 47. Tipos de interés de préstamos/depósitos bancarios a/de hogares en la República Checa (%). 2004-2007

Gráfico 48. Tipos de interés de préstamos bancarios a empresas en los países ECE (%). 2004-2007

Gráfico 49. Activos de compañías de seguros de los países ECE (% PIB). 2004-2007

Gráfico 50. Estructura del sector asegurador de los países ECE por primas. 2007

Gráfico 51. Inversiones de las compañías de seguros de vida de los países ECE (millones EUR). 2007

Gráfico 52. Inversiones de las compañías de seguros de no vida de los países ECE (millones EUR). 2007

Gráfico 53. Peso de los bonos en las carteras de inversión de los seguros de vida y no vida (%). 2007

Gráfico 54. Activos de los fondos de pensiones de los países ECE (% PIB). 2004-2007

Gráfico 55. Importancia de los fondos de pensiones en relación al tamaño de la economía en la UE (activos, % PIB). 2007

Gráfico 56. Crédito bancario interno (% PIB) en economías avanzadas. 2000-2014

Gráfico 57. Déficit (-)/Superávit (+) balanza por cuenta corriente (% PIB) en economías avanzadas. 2000-2014

Gráfico 58. Déficit (-)/Superávit (+) balanza por cuenta corriente (% PIB) economías emergentes. 2000-2014

Gráfico 59. Crédito bancario interno países centrales de la Eurozona (% PIB). 2001-2014

Gráfico 60. Crédito bancario interno países periféricos y ECE de la Eurozona (% PIB). 2001-2014

Gráfico 61. Crecimiento anual del PIB real (%) en las economías avanzadas 2000-2014

Gráfico 62. Tasas de inflación en las economías avanzadas (%). 2000-2014

Gráfico 63. Tipos de cambio del euro respecto a otras monedas internacionales (%) (1) 2000-2014

Gráfico 64. Rendimientos de la deuda pública a largo plazo economías avanzadas (%) 2000-2014

Gráfico 65. Deuda pública economías avanzadas (% PIB) (1) 2000-2014

Gráfico 66. Rentabilidades anuales índices bursátiles mundiales (%). 2000-2014

Gráfico 67. Déficit (-)/Superávit (+) público (% PIB) Eurozona periférica. 2007-2014

Gráfico 68. Déficit (-)/Superávit (+) público (% PIB) Eurozona central. 2007-2014

Gráfico 69. Déficit público (% PIB) de Alemania y Francia antes de la crisis. 2000-2006

Gráfico 70. Crecimiento del PIB real (%) Eurozona periférica. 2007-2014

Gráfico 71. Crecimiento del PIB real (%) Eurozona central (%). 2007-2014

Gráfico 72. Saldo de la balanza por cuenta corriente (% PIB) Eurozona periférica. 2007-2014

Gráfico 73. Saldo de la balanza por cuenta corriente (% PIB) Eurozona central. 2007-2014

Gráfico 74. Índices bursátiles DJ Euro Stoxx. 2007-2014

Gráfico 75. Deuda pública (% PIB) Eurozona periférica. 2007-2014

Gráfico 76. Deuda pública (% PIB) Eurozona central. 2007-2014

Gráfico 77. Prima de riesgo en los países periféricos y ECE eurozona (%) 2007-2014

Gráfico 78. Prima de riesgo de los países centrales de la eurozona (%) 2007-2014

Gráfico 79. Rendimientos de la deuda pública a largo plazo en la eurozona antes de la crisis

Gráfico 80. Tipos de interés de las operaciones principales de financiación del BCE (%). 2008-2014

Gráfico 81. Indicador de liquidez global del mercado monetario de la eurozona. 2007-2014

Gráfico 82. Tipos de interés de referencia del BCE y del BNE (%). 2007-2008

Gráfico 83. Tipos de interés del BCE y el EONIA (%). 2007-2014

Gráfico 84. Tipos de interés del BCE y EURIBOR (%). 2007-2014

Gráfico 85. Tipos de interés de referencia de los Bancos Centrales de Hungría, Polonia y la República Checa (%). 2007-2014

Gráfico 86. Tipos de interés de referencia del BCE y del CNB (%). 2007-2014

Gráfico 87. Tipos interbancarios a un mes y tipos de referencia de los Bancos Centrales de Hungría, Polonia y la República Checa (%). 2007-2014

Gráfico 88. Tipos de interés interbancarios a un día en la Eurozona, Hungría, Polonia y la República Checa (%). 2007-2014

Gráfico 89. Tipos de interés (%) y volumen negociado (millones HUF) en el mercado interbancario a un día de Hungría. 2007-2014

Gráfico 90. Tipos de interés de los mercados interbancarios de Polonia (%). 2007-2014

Gráfico 91. Tipos de interés de los mercados interbancarios de la República Checa (%). 2007-2014

Gráfico 92. Valores de deuda por emisores en Eslovaquia (millones EUR). 2007-2014

Gráfico 93. Valores de deuda por sector emisor en Eslovenia (millones EUR). 2007-2014

Gráfico 94. Rendimientos de la deuda pública a largo plazo de Eslovaquia, Eslovenia y Alemania (%). 2007-2014

Gráfico 95. Valores de deuda por sector emisor residente en Hungría (miles mill. HUF). 2007-2014

Gráfico 96. Valores de deuda pública en Hungría (miles millones HUF). 2007-2014

Gráfico 97. Valores de deuda por sector emisor en Polonia (millones EUR) (1). 2007-2014

Gráfico 98. Valores de deuda pública en Polonia (% PIB). 2007-2014

Gráfico 99. Valores de deuda pública en Polonia por monedas (%). 2007-2014

Gráfico 100. Valores de deuda por sector emisor en la República Checa (millones CZK). 2007-2014

Gráfico 101. Rendimientos de la deuda pública a largo plazo de Hungría, Polonia, República Checa y Alemania (%). 2007-2014

Gráfico 102. Capitalización de mercado (acciones) de las Bolsas de CEESEG (miles de millones EUR). Diciembre 2014

Gráfico 103. Capitalización de mercado (acciones) de las Bolsas de los países ECE (miles de millones EUR). Diciembre 2014

Gráfico 104. SAX Index y SDXGroup- sector público. 2007-2014

Gráfico 105. Capitalización bursátil por tipos de activos y mercados desde la reforma de la Bolsa de Ljubljana (1) 2008-2014

Gráfico 106. Crecimiento del volumen negociado en la Bolsa de Valores (acciones y bonos) de Eslovenia (%). 2007-2014

Gráfico 107. Evolución del SBI TOP-Slovene Blue-chip Index. 2007-2014

Gráfico 108. Rentabilidad de las Bolsas de valores de Eslovaquia y Eslovenia (%). 2007-2014

Gráfico 109. Capitalización de mercado de los bonos en la Bolsa de Budapest (miles de millones EUR). 2007-2014

Gráfico 110. Evolución del BUX Index. 2007-2014

Gráfico 111. Peso sectorial (%) en el BUX Index. 2014

Gráfico 112. Capitalización de mercado (acciones) de la Bolsa de Varsovia (miles mill. EUR). 2007-2014

Gráfico 113. Volumen negociado (acciones y bonos) de la Bolsa de Varsovia (millones PLN). 2007-2014

Gráfico 114. Volumen de negocios (miles de millones EUR) en los mercados de derivados de la Bolsa de Varsovia (1). 2007-2014

Gráfico 115. Rentabilidades anuales de los principales índices de la Bolsa de Varsovia (%). 2007-2014

Gráfico 116. Rentabilidades anuales de los índices sWIG80 y mWIG40 de la Bolsa de Varsovia y crecimiento del PIB real de Polonia (%). 2007-2014

Gráfico 117. Capitalización de mercado de acciones nacionales y extranjeras en la Bolsa de Praga (millones EUR). 2007-2014

Gráfico 118. Evolución del PX-TR de la Bolsa de Praga y crecimiento del PIB real (%) de la República Checa. 2007-2014

Gráfico 119. Rentabilidades de los mercados bursátiles de la Eurozona, Hungría, Polonia y la República Checa (%). 2007-2014

Gráfico 120. Activos bancarios (% PIB) en los países ECE. 2008-2013

Gráfico 121. Concentración del sector bancario en Eslovaquia y Eslovenia (%). 2007-2014

Gráfico 122. Estructura de los préstamos bancarios en Eslovaquia (% activos bancarios). 2007-2014

Gráfico 123. Estructura de los depósitos bancarios en Eslovaquia (% pasivos bancarios). 2007-2014

Gráfico 124. Tipos de interés de préstamos/depósitos bancarios a/de empresas en Eslovaquia (%) (1). 2007-2014

Gráfico 125. Tipos de interés de préstamos/depósitos bancarios a/de hogares en Eslovaquia (%). 2007-2014

Gráfico 126. Estructura de los préstamos bancarios en Eslovenia (% activos bancarios). 2007-2014

Gráfico 127. Depósitos bancarios de los hogares en Eslovaquia (% pasivos bancarios). 2007-2014

Gráfico 128. Tipos de interés de préstamos/depósitos bancarios a/de empresas en Eslovenia (%). 2007-2014

Gráfico 129. Tipos de interés de préstamos y depósitos bancarios a/de hogares en Eslovenia (%). 2007-2014

Gráfico 130. Tipos de interés de referencia del BCE, tipos EURIBOR a un año y tipos de interés de los préstamos bancarios a las empresas en la Eurozona (%). 2007-2014

Gráfico 131. Tipos de interés de los préstamos bancarios a las empresas en Eslovaquia y Eslovenia (%). 2007-2014

Gráfico 132. Tasa de crecimiento de los préstamos bancarios en Eslovaquia (%). 2007-2014

Gráfico 133. Tasa de crecimiento de los préstamos bancarios en Eslovenia (%). 2007-2014

Gráfico 134. Tasa de morosidad de préstamos bancarios en Eslovaquia y Eslovenia (%) 2007-2014

Gráfico 135. Activos bancarios en Hungría, Polonia y la República Checa (% PIB). 2008-2013

Gráfico 136. Concentración del sector bancario en Hungría, Polonia y la República Checa (%). 2007-2014

Gráfico 137. Tipos de interés de préstamos/depósitos bancarios a/de empresas en Hungría (%). 2007-2014

Gráfico 138. Tipos de interés de préstamos/depósitos bancarios a/de hogares y ESAL en Hungría (%). 2007-2014

Gráfico 139. Estructura de préstamos del sector bancario de Hungría (miles millones HUF). 2007-2014

Gráfico 140. Estructura de préstamos del sector bancario de Hungría (%).

Gráfico 141. Tipos de interés de préstamos/depósitos bancarios a/de empresas en Polonia (%). 2007-2014

Gráfico 142. Tipos de interés de préstamos/depósitos bancarios a/de hogares en Polonia (%). 2007-2014

Gráfico 143. Tasa de crecimiento de los préstamos bancarios al sector privado no financiero en Polonia (%) 2007-2014

Gráfico 144. Cartera de inversión de las entidades bancarias en valores de deuda por emisor en Polonia (%) 2007-2014

Gráfico 145. Estructura de los préstamos bancarios al sector no financiero Polonia (%). 2007-2014

Gráfico 146. Ratio de apalancamiento de bancos comerciales y cooperativas de crédito en Polonia (%). 2007-2014

Gráfico 147. Préstamos bancarios por sectores en la República Checa (millones CZK). 2007-2014

Gráfico 148. Depósitos bancarios por sectores en la República Checa (millones CZK). 2007-2014

Gráfico 149. Tipos de interés de préstamos/depósitos bancarios a/de empresas en la República Checa (%). 2007-2014

Gráfico 150. Tipos de interés de préstamos/depósitos bancarios a/de hogares en la República Checa (%). 2007-2014

Gráfico 151. Tipos de interés de referencia de los Bancos Centrales de Hungría, Polonia y la República Checa y el BCE (%). 2007-2014

Gráfico 152. Tipos de interés de los préstamos bancarios a las empresas en Hungría, Polonia y la República Checa (%). 2007-2014

Gráfico 153. Préstamos morosos respecto al total de préstamos bancarios en Hungría, Polonia y la República Checa (%) 2007-2014

Gráfico 154. Tasa de crecimiento de los préstamos bancarios en Hungría (%). 2007-2014

Gráfico 155. Tasa de crecimiento de los préstamos bancarios en Polonia (%). 2007-2014

Gráfico 156. Tasa de crecimiento de los préstamos bancarios en la República Checa (%). 2007-2014

Gráfico 157. Préstamos bancarios en moneda extranjera en Hungría (millones EUR). 2007-2014

Gráfico 158. Préstamos bancarios en moneda extranjera en Polonia (millones EUR). 2007-2014

Gráfico 159. Préstamos bancarios en moneda extranjera en la República Checa (millones EUR). 2007-2014

Gráfico 160. Activos de los fondos de pensiones en Eslovaquia, Eslovenia y la Eurozona (% PIB). 2007-2013

Gráfico 161. Activos de los fondos de pensiones en la Eurozona, Hungría, Polonia y la República Checa (% PIB). 2007-2013

Gráfico 162. Crecimiento del PIB real en los países ECE (%). 2007-2016

Gráfico 163. Saldo balanza cuenta corriente países ECE (% PIB) 2007-2014

Gráfico 164. Tasa de desempleo países ECE (%) 2007-2014

Gráfico 165. Contribución de la demanda interna y las exportaciones netas al crecimiento económico de Eslovaquia. (%). 2013-2016

Gráfico 166. Contribución de la demanda interna y las exportaciones netas al crecimiento económico de Eslovenia (%). 2013-2016

Gráfico 167. Contribución de la demanda interna y las exportaciones netas al crecimiento económico de Hungría (%). 2013-2016

Gráfico 168. Contribución de la demanda interna y las exportaciones netas al crecimiento económico de Polonia (%). 2013-2016

Gráfico 169. Contribución de la demanda interna y las exportaciones netas al crecimiento económico de la República Checa. (%). 2013-2016

Gráfico 170. Tipo de cambio efectivo real países ECE (1) 2007-2014

Gráfico 171. Tasa de inflación en los países ECE (%) 2007-2014

Gráfico 172. Entradas de Inversión Extranjera Directa (flujos, % PIB) (1). 2004-2014

Gráfico 173. Crédito bancario transfronterizo hacia los países ECE (%). 2007-2013

Gráfico 174. Crédito bancario interno en los países ECE (% PIB). 2007-2014

Gráfico 175. Primas de riesgo de la deuda soberana de los países ECE (%). 2007-2014

Gráfico 176. Tipo de cambio del euro frente a las monedas de los países ECE–no euro 2007-2014

Gráfico 177. Activos bancarios (% PIB) en los países ECE. 2008-2013

Gráfico 178. Tipos de interés de los préstamos de las IFM a entidades no financieras de los países ECE (%) (1). 2007-2014

Gráfico 179. Relación entre la prima de riesgo de la deuda soberana (%) y la deuda pública (% PIB) de los países ECE. 2013

Gráfico 180. Relación entre los tipos de interés de los préstamos bancarios y los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de los países ECE (1). 2013

Gráfico 181. Relación entre los tipos de interés de los préstamos bancarios y los tipos de interés oficiales de los Bancos Centrales de los países ECE (1). 2013

Gráfico 182. Capitalización bursátil y PIB real de los países ECE (miles mill. EUR) 2014

Gráfico 183. Rentabilidades anuales de los índices bursátiles de los países ECE (%). 2007-2014

Gráfico 184. Rentabilidades de las Bolsas de valores de los países ECE (%). Promedios 2007-2014

Gráfico 185. Volatilidad de las Bolsas de valores de los países ECE (% cambio anual). 2004-2014

Gráfico 186. Tasa de crecimiento de los préstamos bancarios a las empresas en los países ECE (%). 2010-2014

Gráfico 187. Saldos vivos de valores de deuda emitida por las empresas de los países ECE (millones EUR). 2007-2014

ÍNDICE DE RECUADROS

Recuadro 1. Las primeras Directivas sobre el sector bancario y los seguros

Recuadro 2. Acciones previstas en el primer objetivo del PASF

Recuadro 3. El proceso legislativo Lamfalussy en cuatro niveles. Mercados de Valores.

Recuadro 4. Regulación de los mercados de valores mediante el proceso Lamfalussy

Recuadro 5. Directivas sobre créditos al consumo y protección del consumidor de servicios bancarios

Recuadro 6. Los pilares de una auténtica Unión Económica y Monetaria

Recuadro 7. Marco regulador de la supervisión prudencial

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1. Pasivos líquidos de las instituciones financieras de los países ECE (% PIB). 2004-2007

Tabla 2. Activos de las entidades de depósito de los países ECE (% PIB). 2004-2007

Tabla 3. Valores de deuda pública de los países ECE (saldos vivos, % PIB). 2004-2007

Tabla 4. Valores de deuda privada de los países ECE (saldos vivos, % PIB). 2004-2007

Tabla 5. Capitalización del mercado bursátil de los países ECE (% PIB). 2004-2007

Tabla 6. Activos de compañías de seguros de los países ECE (% PIB). 2004-2007

Tabla 7. Activos de los fondos de pensiones de los países ECE (% PIB). 2004-2007

Tabla 8. Matriz de correlaciones de los tipos de interés interbancarios a un mes de la eurozona y los países ECE. 2004-2007

Tabla 9. Tasas de inflación de los países ECE (%). 2004-2007

Tabla 10. Estructura de los valores de deuda por emisores en los países ECE. 2007

Tabla 11. Matriz de correlaciones de los rendimientos de la deuda pública a largo plazo en los países ECE. 2004-2007

Tabla 12. Correlaciones de las rentabilidades bursátiles de los países ECE. 2004-2007

Tabla 13. Volumen negociado en las Bolsas de valores de los países ECE (% PIB). 2004-2007

Tabla 14. Capitalización de mercado de acciones y participaciones de FI en la Bolsa de Bratislava (millones EUR). 2004-2007

Tabla 15. Capitalización de mercado de bonos en la Bolsa de Bratislava (millones EUR). 2004-2007

Tabla 16. Número de valores y volumen negociado en la Bolsa de Bratislava (millones EUR). 2004-2007

Tabla 17. Estructura y Tamaño del mercado bursátil esloveno. 2004-2007

Tabla 18. Volumen negociado en la Bolsa de valores (renta variable y renta fija) de Eslovenia. 2010-2014

Tabla 19. Capitalización de mercado de la Bolsa de Budapest (miles de millones EUR). 2004-2007

Tabla 20. Importe negociado en el mercado oficial de liquidación inmediata (cash markets) de la Bolsa de Budapest (millones EUR). 2004-2007

Tabla 21. Volumen de contratación en los mercados de derivados financieros de Hungría (millones EUR). 2004-2007

Tabla 22. Capitalización de mercado (acciones y bonos) de la Bolsa de Varsovia (miles de millones EUR). 2004-2007

Tabla 23. Capitalización de mercado de acciones nacionales y extranjeras en la Bolsa de Praga (millones EUR). 2004-2007

Tabla 24. Volumen negociado en la Bolsa de Praga (millones EUR). 2004-2007

Tabla 25. Número de instituciones de crédito de los países ECE. 2004-2007

Tabla 26. Participación extranjera sobre el total de activos del sector bancario de los países ECE (%). 2004-2007

Tabla 27. Indicadores de solvencia de los bancos de los países ECE (%). 2007

Tabla 28. Matriz de correlaciones de los tipos de interés de préstamos bancarios a las empresas en los países ECE (%). 2004-2007

Tabla 29. Spreads de los tipos de interés préstamos-depósitos bancarios de los países ECE (%). 2004-2007

Tabla 30. Primas brutas de seguros de vida en los países ECE (% PIB). 2004-2007

Tabla 31. Primas brutas de seguros de no vida en los países ECE (% PIB). 2004-2007

Tabla 32. Deuda y déficit públicos de Grecia durante la crisis de deuda soberana

Tabla 33. Deuda pública (% PIB) en la eurozona antes de la crisis. 2000-2007

Tabla 34. Tasas de inflación de Eslovaquia y Eslovenia y tipos de referencia del BCE (%). 2007-2014

Tabla 35. Matriz de correlaciones de los tipos de interés interbancarios a un mes de la Eurozona, Hungría, Polonia y la República Checa. 2007-2014

Tabla 36. Tasas de inflación de Hungría, Polonia, la República Checa y la Eurozona (%). 2007-2014

Tabla 37. Matriz de correlaciones de los rendimientos de la deuda pública a largo plazo Eslovaquia, Eslovenia y Alemania. 2007-2014

Tabla 38. Matriz de correlaciones de los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de Hungría, Polonia, la República Checa y Alemania. 2007-2014

Tabla 39. Capitalización de mercado de acciones y participaciones en fondos de inversión de la Bolsa de Bratislava (millones EUR). 2007-2014.

Tabla 40. Capitalización de mercado de bonos en la Bolsa de Bratislava (millones EUR). 2007-2014.

Tabla 41. Volumen de negociación en la Bolsa de Bratislava (millones EUR). 2007-2014 poner 2007

Tabla 42. Estructura y Tamaño del mercado bursátil esloveno. 2007-2014

Tabla 43. Correlaciones de las rentabilidades de las Bolsas de Eslovaquia, Eslovenia y la Eurozona. 2004-2007

Tabla 44. Capitalización de mercado bursátil de Budapest por tipos de valores (miles de millones EUR). 2007-2014

Tabla 45. Importe negociado en el mercado oficial de liquidación inmediata (cash markets) de la Bolsa de Budapest (millones EUR). 2007-2014

Tabla 46. Volumen negociado en los mercados de derivados financieros de Hungría (millones EUR). 2007-2014

Tabla 47. Capitalización de mercado (acciones y bonos) de la Bolsa de Varsovia (miles de millones EUR). 2007-2014

Tabla 48. Volumen negociado en acciones, participaciones de fondos de inversión y bonos en la Bolsa de Praga (millones EUR). 2007-2014

Tabla 49. Correlaciones de las rentabilidades de las Bolsas de Hungría, Polonia, la República Checa y la Eurozona. 2007-2014

Tabla 50. Activos de bancos extranjeros sobre el total de activos bancarios de Eslovaquia y Eslovenia (%). 2008-2013

Tabla 51. Matriz de correlaciones de los tipos de interés de préstamos bancarios a las empresas en Eslovaquia, Eslovenia y la Eurozona (%). 2007-2014

Tabla 52. Solvencia del sector bancario de Eslovaquia y Eslovenia. 2007-2014

Tabla 53. Activos de bancos extranjeros sobre el total de activos bancarios en Hungría, Polonia y la República Checa (%). 2008-2013

Tabla 54. Matriz de correlaciones de los tipos de interés de préstamos bancarios a las empresas en Hungría, Polonia y República Checa (%). 2007-2014

Tabla 55. Solvencia de las entidades bancarias de Hungría (%). 2007-2014

Tabla 56. Solvencia de las entidades bancarias de Polonia (%). 2007-2014

Tabla 57. Solvencia de las entidades bancarias de la República Checa (%). 2007-2014

Tabla 58. Activos de compañías de seguros y fondos de pensiones en los países ECE (millones EUR). 2007-2014

Tabla 59. Primas brutas de las compañías de seguros nacionales de los países ECE (millones EUR). 2007-2013

Tabla 60. Activos de compañías de seguros y fondos de pensiones en Hungría, Polonia y la República Checa (millones EUR). 2007-2013

Tabla 61. Primas brutas de las compañías de seguros nacionales en Hungría, Polonia y la República Checa (millones EUR). 2007-2013

Tabla 62. Previsiones de crecimiento económico en Eslovaquia (variación anual, %). 2013-2016

Tabla 63. Previsiones de crecimiento económico en Eslovenia. Variación anual (%). 2013-2016

Tabla 64. Previsiones de crecimiento económico en Hungría. Variación anual (%). 2013-2016

Tabla 65. Previsiones de crecimiento económico en Polonia. Variación anual (%). 2013-2016

Tabla 66. Previsiones de crecimiento económico en la República Checa. Variación anual (%). 2013-2016

Tabla 67. PIB per cápita en PPA (% de la UE). 2007-2014

Tabla 68. Deuda y déficit públicos de los países ECE (% PIB). 2010-2014

Tabla 69: Activos de bancos extranjeros sobre el total de activos bancarios de los países ECE (%). 2008-2014

Tabla 70. Matriz de correlaciones de los tipos de interés de préstamos bancarios a las empresas en los países ECE (%). 2007-2014

Tabla 71. Matriz de correlaciones de spreads de deuda soberana a largo plazo de los países ECE (%). 2007-2014

CAPÍTULO I. INTRODUCCIÓN

La crisis de deuda soberana en la zona del euro ha revelado la existencia de grandes deficiencias en el sistema de gobernanza de la Unión Europea (UE). Para superar dichas deficiencias y los problemas derivados de la crisis – fragmentación de los mercados financieros y círculo vicioso entre crisis bancaria y soberana, así como para evitar futuras crisis, se están llevando a cabo importantes reformas en la normativa europea del sector financiero, como la Unión Bancaria Europea (UBE) y la Unión de los Mercados de Capitales (UMC). Este nuevo marco regulatorio está modificando el modelo de negocio bancario en la UE, lo que está afectando, a su vez, a los bancos de los países del Este y Centro de Europa (ECE).

Por otra parte, la adhesión de los países ECE a la UE, el 1 de mayo de 2004 y el entorno financiero europeo e internacional de bajos tipos de interés, facilitaron la expansión del crédito bancario y, con ello, el desarrollo de los sectores económico y financiero de estos países. Sin embargo, dicho desarrollo se ha ralentizado a partir de la crisis financiera de 2007. En este contexto, algunos de estos países se han ido incorporando a la eurozona, Eslovenia el 1 de enero de 2007, unos meses antes de que estallara dicha crisis, y Eslovaquia en plena recesión económica mundial, el 1 de enero de 2009 y, dadas las peculiares características de su crecimiento económico y financiero, basado fundamentalmente en una elevada entrada de inversión extranjera directa y un gran endeudamiento exterior, sus sectores financieros han sido especialmente vulnerables a los efectos de la crisis de deuda soberana europea.

El propósito de esta tesis es analizar los efectos de la crisis en el Eurosistema sobre el desarrollo y la integración de los sistemas financieros de los países ECE en el período 2007-2014, desde un enfoque comparativo. Para ello, se agrupan los países en dos bloques, los integrados en la zona del euro – Eslovaquia y Eslovenia – y aquellos que aún conservaban su propia moneda en el período de análisis – Hungría, Polonia y la República Checa. No se incluye a Chipre ni a Malta porque estos países no proceden del bloque de economías de planificación central, característica que se cumple en el resto de Estados miembros de la UE cuya adhesión se produjo en 2004. Tampoco se analiza a

Estonia, Letonia y Lituania porque estos países se han ido incorporando a la eurozona después de iniciada la crisis europea, Estonia en 2011, Letonia en 2014 y Lituania en 2015.

Este enfoque se justifica por las grandes diferencias observadas en los efectos de la crisis sobre la economía de estos países y porque, según la hipótesis central de esta tesis, los bancos y los mercados financieros de aquellos que han adoptado el euro han estado más expuestos a los efectos de la crisis, debido a que están más integrados con el conjunto de la eurozona. Además, se consideran otros factores que han podido causar perturbaciones asimétricas en ambos grupos de países y que, por tanto, habrían aumentado sus riesgos, como los desequilibrios financieros y macroeconómicos acumulados antes y durante la crisis.

Las variables escogidas para medir el grado de desarrollo se refieren a un conjunto de indicadores sobre la estructura y el tamaño de los sistemas bancarios, seguros y fondos de pensiones, así como la profundidad, estabilidad y eficiencia de los mercados de valores. Para medir la integración, se calculan las correlaciones entre precios de los distintos mercados - tipos de interés de los mercados interbancarios y de préstamos, rentabilidades bursátiles y primas de riesgo de la deuda soberana. Los datos de dichos indicadores son extraídos de la oficina estadística de la Comisión Europea (Eurostat), el Banco Central Europeo, los Bancos Centrales y las Bolsas de los países objeto de estudio y diversas instituciones internacionales, como el Fondo Monetario Internacional, el Banco de Pagos Internacionales y el Banco Mundial.

La tesis se estructura en seis capítulos, este primero de introducción y otros cinco capítulos más. En el segundo capítulo se revisa la literatura sobre las teorías y modelos que analizan la integración financiera y el desarrollo de los mercados financieros y sistemas bancarios, tanto desde una perspectiva internacional como en el contexto de la Unión Económica y Monetaria (UEM). A continuación, se describe el marco normativo de la integración financiera en la UE, dentro del cual se analiza la integración y el desarrollo del sector bancario, los mercados de valores y otros segmentos financieros, como los seguros y fondos de pensiones, de los países ECE desde su adhesión a la UE y hasta el inicio de la crisis, es decir, de 2004 a 2007.

En el capítulo tercero se repasan los factores determinantes de la crisis financiera global, destacando los elementos diferenciadores de dicha crisis respecto a otras crisis financieras internacionales anteriores, y se analizan de forma especial las causas de la crisis de deuda soberana en la eurozona. A continuación, se revisan las iniciativas legislativas y de intervención del BCE, llevadas a cabo para gestionar la crisis y afrontar las deficiencias en el proceso de integración financiera europea, puestas de manifiesto por dicha crisis.

En el capítulo cuarto, se analiza el impacto de la crisis en los sectores financieros en cada grupo de países ECE, integrados y no integrados en la eurozona, durante el período 2008-2014 y tomando como punto de partida el estudio realizado en el capítulo segundo. También se incluye 2014 porque, aunque la crisis ha tenido sus efectos más adversos hasta la primera mitad de 2013, en esta tesis se pretende verificar si el sector financiero de estos países seguía siendo vulnerable al final de la misma y, dado que se suele trabajar con datos anuales, los de 2014 son los últimos disponibles.

En este capítulo, en primer lugar, se estudian los mercados monetarios de estos países y la respuesta de sus Bancos Centrales a la crisis mediante sus políticas monetarias, así como la integración de estos mercados en cada grupo de países, los integrados y no integrados en la eurozona. En segundo lugar, y también en cada grupo de países, se explora si en el período de crisis ha cambiado la estructura de la deuda por cada sector emisor, si el crecimiento que se venía produciendo en años atrás en las Bolsas de valores de estos países, en cuanto a profundidad, eficiencia y liquidez, se ha visto afectado y si el proceso de integración de los mercados de valores, de deuda pública y de renta variable, se ha ralentizado por dicha crisis. Por último, se describen los efectos de la crisis sobre el desarrollo, estructura e integración de los sectores bancarios, así como sobre la evolución de los seguros y los fondos de pensiones de los países ECE.

En el capítulo quinto, se analizan los efectos de la crisis sobre el sector bancario y los mercados de valores de los países ECE, bajo un enfoque comparativo entre ambos grupos de países, países integrados y países no integrados en la eurozona, dentro del nuevo marco regulatorio de las entidades de crédito, derivado de las grandes reformas emprendidas en la UE a la luz de la crisis. Este capítulo se centra en el sector bancario y los mercados de valores para comprobar si la crisis ha modificado la estructura del

sector financiero de estos países, desde uno basado en el sector bancario hacia otro más orientado a los mercados de valores.

Además, en este capítulo se lleva a cabo un estudio empírico, el cual parte del análisis del grado de integración de los sistemas bancarios de los países ECE con el conjunto de la eurozona, medido a través de los diferenciales de los tipos de interés de sus préstamos respecto a los de la media de la zona del euro, con el fin de comprobar cómo ha afectado la crisis a su proceso de integración. Asimismo, se estudia la relación entre los tipos de interés bancarios y los rendimientos de la deuda soberana para determinar, de acuerdo con la hipótesis de partida, si una de las manifestaciones de la crisis, el crecimiento de la prima de riesgo de deuda soberana - la cual, a su vez, se ha visto influida por el rápido aumento de la deuda pública, ha aumentado el riesgo de crédito de las entidades bancarias de los países ECE integrados en mayor medida que en los países ECE no integrados en la eurozona. También aquí se analiza la relación entre los tipos de interés bancarios y los tipos de interés oficiales de los Bancos Centrales para constatar si el mecanismo de transmisión de la política monetaria se ha visto obstaculizado por la crisis en estos países.

Finalmente, se estudia si la crisis ha marcado el comienzo de un cambio de tendencia en el modelo de desarrollo estructural de los sistemas financieros de estos países, el cual se ha basado tradicionalmente en el sector bancario, hacia otro más orientado a los mercados de valores, comprobando, además, si dicho cambio ha tenido diferente repercusión sobre los sectores financieros de los países ECE que han adoptado el euro frente a aquellos que no están integrados en la eurozona y si estos últimos van a retrasar su entrada en la misma, la cual estaba prevista antes de la crisis.

En el sexto y último capítulo, se describen las conclusiones principales y se perfilan tanto los alcances como las limitaciones de esta tesis, a la vez que se ofrecen posibles líneas de investigación futuras.

CAPÍTULO II. DESARROLLO E INTEGRACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO DE LOS PAÍSES DEL ESTE Y CENTRO DE EUROPA DE LA UNIÓN EUROPEA (2004- 2007)

El desarrollo del sector financiero de los países del Este y Centro de Europa (ECE) de la UE, iniciado a principios de la década de los noventa en el contexto de liberalización de sus economías, se apoyó fundamentalmente en el crecimiento de su sistema bancario. Este crecimiento de la banca fue impulsado inicialmente por las privatizaciones de las entidades de crédito, las cuales incentivaron la entrada de capital extranjero, y después, también por las reformas necesarias para adoptar el acervo comunitario¹, ante su adhesión a la UE. En este sentido, el Plan de Acción para Servicios Financieros (PASF) jugó un papel fundamental en el proceso de liberalización del sector financiero de los países ECE (Rodríguez y Fernández-Ardavín, 2004).

En este capítulo se revisa la literatura sobre la integración financiera, tanto internacional como en el contexto de la Unión Económica y Monetaria (UEM), y se describe el marco general normativo sobre la integración de los mercados financieros en la UE, partiendo del objetivo establecido en el Acta Única Europea (AUE) de crear un mercado interior. A continuación, se analiza el desarrollo del sector financiero de los países ECE desde su adhesión a la UE en 2004 hasta el inicio de la crisis de 2007. Para ello, en primer lugar, se estudia el desarrollo y la estructura del sector financiero de dichos países bajo un enfoque comparativo con el conjunto de la eurozona y entre los mismos. En segundo lugar, se analiza el proceso de desarrollo en cada segmento del sector financiero y el grado de integración de los mercados monetarios, de crédito y de valores entre los países ECE y de cada uno de ellos con la eurozona.

¹ Se entiende como “acervo comunitario”, la transposición de la legislación europea vigente a su propio ordenamiento jurídico y la aceptación de los objetivos de unión política, económica y monetaria.

1. Teorías y modelos de la integración financiera

1.1. Teorías y modelos de la integración financiera internacional

A partir de la crisis del sistema monetario internacional (SMI), a comienzos de la década de los setenta, se inició un período de gran movilidad en los flujos de capitales internacionales, lo que junto a los procesos de desregulación financiera, innovación financiera y tecnológica y globalización de la economía, llevó a una elevada integración financiera internacional a lo largo de las décadas ochenta y noventa.

Algunas teorías sobre la integración de los mercados financieros se han centrado en el análisis de los beneficios derivados de la misma. Los principales beneficios de la integración financiera se pueden agrupar en tres categorías: i) aumenta el volumen de negociación entre países y entre regiones, por lo que aumenta la competencia; ii) favorece la diversificación del riesgo en las carteras de inversión; iii) permite una asignación más eficiente de los recursos, contribuyendo positivamente al crecimiento económico.

En cuanto a la relación de causalidad entre desarrollo financiero y crecimiento económico, tradicionalmente han existido posturas teóricas contrapuestas. Mientras que algunos teóricos resaltan la importante contribución de los mercados financieros en la inversión y el crecimiento económico (McKinnon, 1973), otros sitúan al desarrollo financiero como una consecuencia del desarrollo económico (Robinson, 1953) o incluso descartan que el sector financiero tenga un papel esencial en el crecimiento económico (Lucas, 1988). Pese a ello, la evidencia empírica ha demostrado una relación positiva entre desarrollo financiero y crecimiento económico (King y Levine, 1993; Levine, 1997; Beck et al., 2000).

King y Levine (1993) estudian la relación entre un conjunto de indicadores o medidas agregadas del crecimiento económico y del funcionamiento del sistema financiero en ochenta países de 1960 a 1989. Para ello, utilizan cuatro indicadores del desarrollo financiero: profundidad, bancos, crédito al sector privado en relación al crédito interno total (sin incluir el crédito a bancos) y crédito al sector privado con respecto al PIB. La “profundidad”, que es igual a los pasivos líquidos del sistema financiero de

intermediación con respecto al PIB, mide el tamaño de los intermediarios financieros. El indicador “bancos” mide la relación entre el crédito asignado por el Banco Central de cada país y la suma del crédito de los bancos comerciales y los activos de dicho Banco Central. Los indicadores utilizados para medir el crecimiento económico son las tasas medias del crecimiento del PIB real per cápita, del *stock* de capital per cápita y de la productividad. Los resultados muestran una sólida relación positiva entre los cuatro indicadores del desarrollo financiero y los tres indicadores del crecimiento económico.

Para evaluar la naturaleza de la relación finanzas-crecimiento, Levine (1997) describe las investigaciones existentes sobre los vínculos del funcionamiento del sistema financiero con el crecimiento económico, la acumulación de capital y el cambio tecnológico, por un lado, y con la estructura financiera– combinación de intermediarios y mercados – por otro. Los resultados de dichas investigaciones confirman una fuerte relación entre desarrollo financiero y crecimiento económico, siendo el primero un buen predictor del segundo, pero no obtienen, sin embargo, evidencia significativa sobre la relación entre estructura y funcionamiento del sistema financiero.

Beck et al. (2000) plantean un modelo empírico, mediante la técnica econométrica de datos de panel, para estudiar la relación entre el desarrollo de los intermediarios financieros y las fuentes de crecimiento, analizando el impacto de los intermediarios financieros sobre las tasas de ahorro privado, la acumulación de capital físico, el crecimiento de la productividad y el crecimiento económico. Los resultados de dicho modelo muestran que los intermediarios financieros favorecen el desarrollo económico, fundamentalmente por su influencia sobre el crecimiento de la productividad.

Levine (2005) hace una revisión de la literatura, tanto teórica como empírica, sobre los vínculos entre el sistema financiero y el crecimiento económico a través de un enfoque funcional. Según el autor, la función fundamental de los sistemas financieros – mercados e intermediarios financieros – es facilitar la asignación de recursos en el tiempo y el espacio en un contexto de incertidumbre, reduciendo los costes de información y de transacción. Dicha función se puede desglosar, a su vez, en otras básicas: i) facilita el intercambio de bienes y servicios mediante la prestación de servicios de pago; ii) moviliza el ahorro de un gran número de inversores; iii) adquiere y procesa información de las empresas y sus proyectos de inversión, así como controla y

gestiona las inversiones empresariales; iv) facilita el comercio, la cobertura y la diversificación del riesgo; v) aumenta la liquidez. La interacción de estas funciones favorece la acumulación de capital y la innovación tecnológica, que son dos factores que promueven el crecimiento económico.

Sin embargo, Demirgüç-Kunt et al. (2011) señalan que a medida que crecen las economías, la producción real tiende a responder menos a los cambios en el desarrollo del sistema bancario y más a los cambios en el desarrollo de los mercados financieros.

Beck (2011) explora el papel del sector financiero en el desarrollo económico, analizando las causas y consecuencias de la fragilidad financiera, así como las políticas que hay detrás de la profundidad y la fragilidad financieras. Las instituciones y los mercados financieros que funcionan bien fomentan la inversión a largo plazo y el crecimiento. No obstante, los sistemas financieros están sujetos a ciclos de auge y de crisis, repercutiendo negativamente estos últimos en la economía real. Es importante, argumenta el autor, que haya un marco normativo y de supervisión que favorezca un sistema financiero sano y eficaz.

Gambacorta et al. (2014) analizan la relación entre estructura financiera y crecimiento económico, centrándose en el papel que juegan los bancos y los mercados financieros en la moderación de las fluctuaciones del ciclo económico. Los autores concluyen que la capacidad de los sistemas bancarios para amortiguar los ciclos de recesión se inhibe cuando dicha recesión va acompañada de una crisis financiera y que las recesiones en los países con sistemas financieros basados sobre todo en el sector bancario son tres veces más graves que en aquellos países que tienen una estructura financiera más orientada hacia el mercado.

Prasad et al. (2003) analizan las ventajas teóricas de la integración financiera internacional, señalando que la globalización financiera potencia el crecimiento económico a través de varios canales, directos e indirectos. Los canales directos son: el aumento del ahorro interno, la reducción del coste del capital mediante una mejor distribución del riesgo, la transferencia de tecnología y el estímulo del desarrollo del sector financiero. Los canales indirectos son los inducidos por la integración financiera: el fomento de la especialización y los incentivos para la implementación de políticas

económicas que aumenten la productividad y que atraigan al capital extranjero. Para los autores, una política macroeconómica apropiada y una buena gestión del gobierno y de las instituciones aumentan la capacidad de un país para atraer capitales con menor volatilidad. El efecto de la integración financiera sobre el crecimiento económico es positivo cuando dicha integración se combina con un adecuado marco institucional.

En conclusión, tanto la integración financiera como el desarrollo financiero favorecen el crecimiento económico. La relación entre integración financiera y desarrollo del sector financiero se analiza en el contexto de la UEM.

1.2. Teorías y modelos de la integración financiera en el contexto de la UEM

En el contexto de la UEM, se han desarrollado teorías y modelos que analizan las ganancias derivadas de la integración de los mercados financieros. A los beneficios anteriormente citados, se sumarían otros inherentes al proceso de la UEM, ya que la integración financiera, además de ser un factor determinante clave en la consecución del objetivo de la realización del mercado único europeo, promueve la estabilidad financiera, facilitando con ello la correcta transmisión de la política monetaria del BCE a la economía real. Asimismo, la integración financiera favorece el buen funcionamiento del área única de pagos en la UE, aumentando la eficiencia de los sistemas de compensación y liquidación de valores de la eurozona.

Según el BCE², un sistema financiero es estable cuando, ante perturbaciones, no se ven afectadas de forma significativa sus funciones más importantes, como la intermediación financiera y la asignación eficiente del ahorro a la inversión productiva. Para garantizar la estabilidad financiera se deben identificar las fuentes de riesgo y de vulnerabilidad, las ineficiencias en la asignación de los recursos financieros de los ahorradores hacia las inversiones y la valoración incorrecta o mala gestión de los riesgos financieros.

Heinemann y Jopp (2002) señalan los beneficios potenciales de una mayor integración de los mercados financieros en la UE, entre los que destacan: el ahorro de costes, derivado de economías de escala y de alcance; ventajas para los prestatarios al reducirse los tipos de interés; rendimientos más altos por la diversificación de las carteras a nivel europeo; una gama más amplia de productos financieros para los inversores; mayor crecimiento económico; mayor protagonismo del euro en los mercados internacionales y los beneficios que ello conllevaría; menores primas de liquidez y costes de transacción más bajos.

² En el análisis de la estabilidad financiera, el BCE considera tanto a las infraestructuras como a los intermediarios y mercados financieros – monetarios y de valores de renta variable y renta fija - y dentro de los intermediarios financieros, los bancarios y los no bancarios – seguros y fondos de pensiones, fundamentalmente. Las infraestructuras financieras son los sistemas de pagos y de compensación y liquidación de valores.

La introducción del euro ha actuado de catalizador de la integración y el desarrollo de los mercados financieros y del sector bancario en la eurozona y, con ello, ha contribuido al crecimiento económico de los Estados miembros. El desarrollo financiero en la UE es importante porque mejora el acceso del sector privado a los préstamos bancarios y a los mercados de valores, lo que se asocia a un aumento de la inversión y de la actividad económica. Por otra parte, la instauración del euro ha eliminado el riesgo cambiario, que era uno de los obstáculos más importantes para la integración financiera en la UE. Sin embargo, la instauración de la moneda única y la política monetaria del BCE han sido dos hechos relevantes necesarios, aunque no suficientes, para suprimir la segmentación de los mercados financieros, siendo también imprescindible el establecimiento de normas comunes en dichos mercados. La política de regulación financiera es muy importante para el futuro de la integración financiera europea (Japelli y Pagano, 2008).

Lane (2008) analiza los efectos de la UEM en la integración financiera y sus implicaciones macroeconómicas, destacando que de 1999 a 2007 aumentó la integración transfronteriza y que ésta estimuló el desarrollo de los mercados financieros. En concreto, los mercados de activos monetarios no asegurados alcanzaron un elevado grado de integración, convergiendo sus tipos de interés interbancarios en la zona del euro. Sin embargo, las diferencias en las legislaciones nacionales sobre los colaterales impidieron la total integración de los mercados de activos monetarios garantizados. La integración de los mercados de *swaps* y futuros ha sido más alta que en los mercados al contado. Los diferenciales de los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo fueron más bajos que en el período previo al euro, lo que está relacionado con diferencias en los riesgos de liquidez y de crédito, mientras que el mercado de deuda corporativa y la banca al por menor - depósitos y préstamos bancarios del/al sector privado no financiero, aunque se han desarrollado a partir de la moneda única, están más fragmentados que otros mercados como los monetarios y los de deuda pública. En el mercado de renta variable, el euro, además de estimular las carteras de valores en la UE, ha cambiado la estructura dinámica de sus rentabilidades y riesgos, aumentando el papel del factor global y reduciendo el específico de cada país.

El BCE analiza los mercados financieros desde la perspectiva de su integración, estudiando los vínculos financieros entre países y regiones de la UE, a través de un conjunto de indicadores basados en precios y en cantidades de los principales

segmentos de los mercados financieros - monetario, bonos corporativos y públicos, renta variable y sector bancario - y, más recientemente, mediante un indicador compuesto por los anteriores, el Indicador Sintético de Integración Financiera, o FINTEC por sus siglas en inglés (*Financial Integration Composite*)³. Asimismo, el BCE analiza indicadores de las infraestructuras de mercado.

Baele et al. (2004) presentan un marco metodológico para evaluar el grado de integración de los mercados financieros en la eurozona sobre la base de una definición precisa de integración financiera. Según los autores, un mercado financiero integrado es aquel en el que todos sus participantes potenciales con las mismas características relevantes están sujetos a las mismas reglas, tienen igual acceso a sus instrumentos o servicios y reciben el mismo trato. Esta definición contiene tres elementos importantes: (i) es independiente de las estructuras financieras dentro de las regiones; (ii) las fricciones en el proceso de intermediación pueden persistir una vez que la integración financiera sea completa; (iii) separa los dos componentes del mercado financiero, la oferta y la demanda de oportunidades de inversión. Dicha definición está vinculada con la ley del precio único.

Para que se cumpliera dicha ley en el ámbito de los mercados financieros, las rentabilidades de los activos negociados en distintos mercados, deberían tener el mismo valor expresado en la misma moneda, por lo que se tendría que dar la condición de la paridad de los tipos de interés, según la cual, las variaciones de los tipos de interés deberán compensarse con variaciones de los tipos de cambio. Un aumento del diferencial de tipos lleva a una depreciación de la moneda nacional.

La metodología diseñada por Baele et al. (2004) se basa en el estudio de un conjunto de indicadores que miden la integración financiera, clasificados en tres categorías: (i) indicadores basados en precios que capturan las diferencias en los precios de los activos de los mercados nacionales; (ii) indicadores basados en noticias que analizan el impacto de los factores comunes en la rentabilidad de los activos financieros; (iii) indicadores

³ El valor del indicador FINTEC está comprendido entre 0 (fragmentación total) y 1 (integración total).

basados en cantidades que cuantifican los efectos de las fricciones en la demanda y oferta de los valores.

Según Alonso y Cendejas (2012), un sistema financiero más integrado absorbe mejor los *shocks*, pero, a su vez, es un mecanismo de transmisión para las crisis financieras. Las últimas crisis financieras y económicas, internacional (2007-2009) y de deuda soberana en la eurozona (2010-2012), han servido de escenarios para la reformulación de teorías y el desarrollo de nuevos modelos, así como han reavivado el debate sobre los costes y beneficios de la integración monetaria y financiera.

En ese sentido, la teoría de las áreas monetarias óptimas, formulada inicialmente por Mundell (1961)⁴, permite analizar los costes y beneficios de una unión monetaria. Las ganancias o beneficios provienen de una mayor transparencia y estabilidad de precios, menores costes de transacción, eliminación del riesgo de cambio y mayor competencia, lo que reduce la incertidumbre para los inversores. Los costes se derivan de la pérdida de autonomía para los países pertenecientes a una unión monetaria de sus políticas monetaria y cambiaria ante *shocks* asimétricos.

Sin embargo, siguiendo a Krugman et al. (2012), no se puede considerar a la eurozona como un área monetaria óptima⁵, ya que, aunque el euro ha promovido la integración de los mercados financieros y el comercio intraeuropeo, existe en la misma una reducida movilidad del factor trabajo. Estando todos los países de la eurozona sujetos a la misma política monetaria del BCE, no padecen, sin embargo, los mismos problemas económicos. La combinación de una gran movilidad del capital con una escasa movilidad del trabajo, eleva el coste del ajuste a las perturbaciones del mercado de productos o *shocks* de demanda sin variaciones del tipo de cambio. Según la “teoría del segundo óptimo”, la liberalización del mercado de capitales puede mermar la eficiencia de las economías europeas si el mercado de trabajo no funciona bien. Si se produce un desplazamiento desfavorable de la demanda en un país de la eurozona, podría salir

⁴ Otros trabajos seminales sobre la teoría de las AMO son los de McKinnon (1963) y Kenen (1969).

⁵ Mongelli (2008) también analiza la teoría de las AMO en el contexto de la UEM.

capital de este país al exterior, empeorando la situación de recesión e incluso se podría producir cierta movilidad del trabajo cualificado.

De Grauwe (2012) resalta la gran importancia de la integración de los mercados financieros para el buen funcionamiento de la UEM, ya que puede ser un mecanismo de seguro, facilitando diversos canales de distribución del riesgo y facilitando el ajuste de las economías de los países de la eurozona ante *shocks* asimétricos. Si los mercados de valores estuvieran totalmente integrados, los residentes del país afectado por un *shock* negativo de demanda podrían obtener ingresos procedentes de sus participaciones en empresas de otro país europeo cuya economía esté en auge. En cambio, los residentes de este último país verán reducidos sus rendimientos al poseer activos financieros del primero. De manera que ambos países compartirían los riesgos. Sin embargo, si los mercados financieros no están plenamente integrados y tampoco hay una unión presupuestaria, como es el caso de la UEM, el único canal de redistribución de riesgos ante *shocks* asimétricos en la zona del euro sería entre generaciones de un mismo país a través del aumento de los déficits públicos nacionales.

2. La integración financiera en la Unión Europea

El espacio financiero europeo se enmarca en el objetivo del mercado único europeo. Las directrices generales adoptadas para el conjunto de los servicios financieros son la armonización de las normas esenciales, el control por el país de origen y el reconocimiento mutuo por las autoridades supervisoras nacionales (Calvo, 2014a).

La libertad de movimientos de capitales ya estaba contemplada como una de las libertades básicas en el Tratado de Roma y, aunque hubo un conjunto de iniciativas legislativas en el ámbito de sector financiero durante la década de los setenta sobre la libertad de establecimiento y libre prestación de servicios, tanto para el sector bancario como para el sector de seguros, las crisis del SMI y del petróleo pospusieron la puesta en práctica de la libre circulación de capitales, la cual era necesaria para la integración financiera.

El objetivo de la realización de un mercado interior, contemplado en el AUE y definido como “un espacio sin fronteras interiores, en el que la libre circulación de mercancías, personas, servicios y capitales estaría garantizada”, tenía como fin último la reactivación de la integración económica europea. El AUE, firmada el 17 de febrero de 1986 en Luxemburgo⁶, se basó en el Libro Blanco⁷ “Completar el mercado interior”, presentado por la Comisión Europea y aprobado por el Consejo Europeo de Milán en junio de 1985. En dicho Libro Blanco se definían las barreras físicas, técnicas y fiscales que se debían eliminar de forma progresiva en diversos sectores, entre ellos, el financiero, estableciéndose doscientas setenta y nueve propuestas legislativas que eran necesarias para la culminación del mercado interior el 31 de diciembre de 1992.

⁶ Aunque el AUE fue firmada el 17 de febrero de 1986 por nueve de los doce Estados miembros y 11 días después por los tres Estados miembros restantes (Dinamarca, Italia y Grecia), la misma no entró en vigor hasta el 1 de julio de 1987, debido a que debía ratificarse por los Parlamentos de los Estados miembros. Acta Única Europea [DO L 169 de 29.6.1987, p.1]. La firma del AUE supuso la primera modificación importante de los Tratados Constitutivos de las Comunidades Europeas (TCCE).

⁷ Comunicación de la Comisión: “Completing the Internal Market”. White Paper from the Commission to the European Council, Milan, 28-29 June 1985 [COM (85) 310 final, de 14.6.1985].

La libre prestación de servicios financieros se sustentó en la libertad de establecimiento, la libre prestación de servicios y el pasaporte único, que suponía el control por el país de origen.

Recuadro 1. *Las primeras Directivas sobre el sector bancario y los seguros*

*Sector bancario*⁸:

Directiva 73/183/CEE sobre supresión de las restricciones a la libertad de establecimiento y a la libre prestación de servicios en materia de actividades por cuenta propia de los bancos y otras entidades financieras.

Directiva 77/780/CEE sobre la coordinación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas referentes al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio (Primera Directiva de coordinación bancaria).

*Sector seguros*⁹:

Directiva 73/239/CEE sobre coordinación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas relativas al acceso a la actividad del seguro directo distinto del seguro de vida y a su ejercicio, y Directiva 79/267/CEE sobre coordinación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas relativas al acceso a la actividad del seguro directo de vida (primeras Directivas de coordinación del seguro distinto del seguro de vida y del seguro de vida).

Directiva 77/92/CEE relativa a las medidas destinadas a facilitar el ejercicio efectivo de la libertad de establecimiento y de la libre prestación de servicios para las actividades de agente y de corredor de seguros.

Directiva 78/473/CEE sobre coordinación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas en materia de coaseguro comunitario.

⁸ Véase Anexo I.

⁹ Véase Anexo I.

La integración financiera se inició en la UE a partir de la entrada en vigor de la Directiva 88/361/CEE¹⁰ de libre circulación de capitales, el 1 de julio de 1990, coincidiendo con el comienzo de la primera etapa de la UEM. Dicha Directiva, que obligaba a los Estados miembros a suprimir las restricciones a los movimientos de capitales, coordinar las políticas monetarias y adherirse al SME, permitía, sin embargo, un régimen transitorio para España, Grecia, Irlanda y Portugal (hasta el 31 de diciembre de 1992), con posibilidad de prórroga para Grecia y Portugal, así como una cláusula de salvaguardia en el caso de graves perturbaciones en la dirección de las políticas monetaria y cambiaría de un Estado miembro a consecuencia de presiones de los movimientos de capitales sobre los mercados de divisas.

La integración de los mercados financieros es fundamental para el correcto funcionamiento de la UEM y, al contrario, la moneda única ha actuado de catalizador de la integración financiera. El Informe Delors¹¹, solicitado por el Consejo Europeo de Hannover de 27 y 28 de junio de 1988, sirvió de base para la preparación del proceso de la UEM, que más tarde se aprobaría en el Tratado de Maastricht en diciembre de 1991¹².

La UEM se apoyó tanto en la libre circulación de capitales como en la liberalización de las operaciones y servicios bancarios, esta última establecida por la Segunda Directiva sobre coordinación bancaria¹³. En ese mismo año se aprobaron otras dos directivas bancarias¹⁴: Directiva relativa a los fondos propios y Directiva sobre el coeficiente de solvencia de las entidades de crédito.

¹⁰ Véase Anexo I.

¹¹ "Report on economic and monetary union in the European community", Committee for the Study of Economic and Monetary Union, Chairman "Jacques Delors", April 17, 1989. Disponible en: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication6161_en.pdf

¹² La iniciativa de crear la UEM se aprobó en Maastricht en diciembre de 1991 y el Tratado de la UE se firmó en febrero de 1992 en la misma ciudad holandesa.

¹³ Véase Anexo I.

¹⁴ Véase Anexo I.

Ya iniciada la primera fase de la UEM, se aprobaron dos Directivas bancarias¹⁵, una relativa a la supervisión y otra sobre el control de las operaciones de gran riesgo, además de una Directiva sobre blanqueo de capitales.

Por otra parte, las principales Directivas¹⁶ que inicialmente impulsaron la integración de los mercados de valores, aprobadas tras la firma del Tratado de la UE (TUE), fueron: la Directiva de servicios en el ámbito de los valores negociables, la cual entró en vigor el 1 de enero de 1996 e introducía el “pasaporte único”, que suponía la libre prestación de servicios de inversión, el derecho de establecimiento y la libertad de acceso a los mercados regulados para las empresas de inversión y bancos autorizados; Directiva sobre la adecuación del capital, en la que quedaban fijados los capitales mínimos iniciales y los fondos propios de cobertura de riesgos de ambos tipos de entidades, empresas de inversión y bancos autorizados; y la Directiva relativa a los sistemas de garantía de depósitos.

Asimismo, hay que destacar tres Directivas¹⁷ adoptadas en la década de los noventa en el ámbito financiero, dos relativas a los seguros, la segunda Directiva de coordinación de seguros de vida y la tercera Directiva de coordinación de seguros distintos del seguro de vida, y una tercera sobre la protección de los derechos de pensión complementaria de los trabajadores por cuenta ajena y los trabajadores por cuenta propia que se desplazan dentro de la Comunidad. Esta última Directiva fue la primera norma europea que regularía los fondos de pensiones.

El Consejo Europeo de Cardiff de junio de 1998 pidió a la Comisión que elaborara un marco de actuación¹⁸ para mejorar el mercado único de servicios financieros. En base a dicho marco, el Consejo Europeo de Viena, celebrado en diciembre de ese año, solicitó a la Comisión que preparara un plan de trabajo concreto y urgente, subrayando la

¹⁵ Véase Anexo I.

¹⁶ Véase Anexo I.

¹⁷ Véase Anexo I.

¹⁸ “Servicios financieros: establecimiento de un marco de actuación” [COM (1998) 625, de 28.10.1998].

importancia del sector de servicios financieros como motor del crecimiento y la creación de empleo, así como para superar los retos derivados de la introducción de la moneda única.

El PASF¹⁹, publicado por la Comisión en mayo de 1999 y refrendado por el Consejo Europeo de Colonia en junio del mismo año, pretendía avanzar en la integración de los servicios financieros de la Unión Europea (UE) para crear un mercado único financiero. El Consejo Europeo acordó que el PASF debía desarrollarse sobre la base de las deliberaciones de un grupo compuesto por representantes de los ministros de finanzas de los Estados miembros y del BCE, bajo la presidencia de la Comisión, el cual fue denominado “Grupo de Política de Servicios Financieros” (GPSF). El GPSF debía examinar las cuestiones estratégicas, estudiar y actualizar las prioridades intersectoriales, que serían debatidas después por el Consejo de ministros de economía y finanzas (Consejo ECOFIN), así como hacer un seguimiento de los avances en la aplicación del PASF.

Además de la necesidad de acelerar la aprobación de las iniciativas propuestas con anterioridad²⁰, el PASF contemplaba nuevas prioridades agrupadas en tres objetivos estratégicos, un calendario de medidas específicas para lograr el mercado financiero único y los mecanismos que podrían contribuir a su realización. Dichos mecanismos incluían: la actualización de prioridades intersectoriales, la selección de las mejores técnicas disponibles y una rápida aplicación de las soluciones acordadas.

Los objetivos estratégicos estaban referidos a la implantación en la UE de un mercado único de los servicios financieros al por mayor, unos mercados minoristas abiertos y seguros, así como el refuerzo de las normas de supervisión cautelar.

¹⁹ “Aplicación del marco para los mercados financieros: Plan de acción” [COM (1999) 232 final- no publicada en el Diario Oficial, de 11.5.1999]. Síntesis disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/HTML/?uri=URISERV:l24210&from=ES>

²⁰ Propuestas de Directiva sobre el saneamiento y liquidación de las entidades de crédito y de las empresas de seguros, sobre OPA y el Estatuto de la sociedad europea.

En cuanto al primer objetivo, la creación de un mercado único de los servicios financieros al por mayor, se esperaba que la introducción del euro modernizara los mercados de valores mobiliarios y de los instrumentos derivados. A este respecto, ya se habían producido algunos cambios en la mejora de los sistemas de pago y de liquidación de valores a través de alianzas entre las Bolsas de valores europeas. En el ámbito de los servicios al por menor, aunque ya existía un marco jurídico para proteger a las entidades financieras contra las quiebras y el riesgo sistémico, aún había muchos obstáculos jurídicos y administrativos que impedían la adquisición o prestación transfronteriza de dichos servicios, como la cuenta bancaria única y los créditos hipotecarios. Por último, la regulación debía adaptarse a las nuevas fuentes de riesgo financiero y las innovaciones en el ámbito de la supervisión con el fin de limitar el riesgo sistémico e institucional.

Recuadro 2. Acciones previstas en el primer objetivo del PASF

- Establecimiento de un marco jurídico común para los mercados de valores mobiliarios e instrumentos derivados, para lo que se debía actualizar la Directiva sobre servicios de inversión, adoptar la Directiva sobre la manipulación del mercado y elaborar una comunicación que contemplara las normas de protección de los inversores y pequeños accionistas.
- Supresión de los obstáculos a la oferta de valores mobiliarios a escala europea. Para ello, se debían actualizar las Directivas sobre información y de folletos sobre la oferta pública.
- Implantación de normas comunes de información financiera para las sociedades cotizadas en Bolsa, basadas en las normas internacionales de contabilidad (NIC), las cuales podrían ser la referencia para la elaboración de un conjunto único de criterios de información financiera para que la Comisión elaborara propuestas que modificaran las Directivas cuarta y séptima sobre el Derecho de Sociedades, relativas a las cuentas anuales y las cuentas consolidadas, respectivamente.
- Creación de un marco jurídico coherente para los fondos de pensiones complementarios que garantizara un elevado nivel de protección de los cotizantes, como la propuesta de Directiva por la Comisión sobre la vigilancia cautelar de los fondos de pensiones.
- Establecimiento de la seguridad jurídica necesaria para apoyar las operaciones transfronterizas con títulos valores, adoptando una Directiva sobre la utilización transfronteriza de las garantías.
- Instauración de un entorno seguro y transparente para las reestructuraciones transfronterizas del sector financiero. La adopción de las Directivas sobre ofertas públicas de adquisición (OPA) y sobre la sociedad europea debería garantizar la protección de los accionistas minoritarios. Mediante la aprobación del estatuto de la sociedad europea se podrán presentar de nuevo las propuestas de Directivas relativas a las fusiones transfronterizas de sociedades anónimas y a la transferencia del domicilio social de las sociedades.

Respecto al segundo objetivo, mercados minoristas abiertos y seguros las acciones previstas estaban referidas a: la mejora de la información, la transparencia y la seguridad en la prestación transfronteriza de servicios financieros al por menor, para lo que se debía elaborar propuestas de Directivas sobre la venta a distancia de servicios financieros y sobre intermediarios de seguros y un plan de acción para la prevención de la falsificación y el fraude en los sistemas de pago, así como una recomendación de información sobre los créditos hipotecarios; el establecimiento de mecanismos eficaces, tanto judiciales como extrajudiciales, para la solución de litigios y la instauración de la confianza en las actividades transfronterizas²¹; aplicar de forma equilibrada las normas de protección de los consumidores, para lo que la Comisión elaboraría una Comunicación²² interpretativa, relativa a la libertad de prestación de servicios e interés general en el sector de los seguros; facilitar el comercio electrónico podrá reforzar la integración del mercado único, para ello, la Comisión elaboró en 2001 una propuesta de Directiva sobre el comercio electrónico y en 2002 se aprobó la Directiva de venta a distancia de servicios financieros²³; reforzar la protección de los consumidores en sus relaciones con los intermediarios de seguros, adoptándose en diciembre de 2002 dos Directivas²⁴ en el ámbito de los seguros, la Directiva sobre mediación en los seguros, que sustituyó a la anterior de 1977, y Solvencia I; establecer un sistema eficaz de pagos transfronterizos al por menor.

²¹ Las propuestas de la Comisión se basarían en su Recomendación de 30 de marzo de 1998 sobre los principios aplicables a los organismos encargados del tratamiento de los asuntos de mutuo acuerdo. En febrero de 2001, la Comisión puso en marcha la red FIN-NET, cuyo objetivo era facilitar las resoluciones extrajudiciales de los litigios cuando el prestador de los servicios financieros esté establecido en otro Estado miembro.

²² Comunicación interpretativa relativa a la libertad de prestación de servicios e interés general en el sector de los seguros [DO C 43, de 16.2.2000].

²³ Véase Anexo I.

²⁴ Véase Anexo I.

Dentro del tercer objetivo, refuerzo de las normas de supervisión cautelar, se habían previsto medidas sobre la elaboración de: disposiciones para hacer converger la legislación cautelar hacia normas de mayor calidad en los sectores bancario, seguros y valores mobiliarios, considerando los trabajos del Comité de Basilea y del Foro de Comisiones Europeas de Valores, o FESCO por sus siglas en inglés (*Forum of European Securities Commissions*); nuevas normas en materia de supervisión cautelar de los conglomerados financieros; y mejoras del diálogo y la cooperación intersectoriales, para lo que se propuso crear un comité de valores mobiliarios de carácter consultivo.

En marzo de 2000, el Consejo Europeo de Lisboa acordó llevar a cabo una estrategia que reforzara el empleo, la reforma económica y la cohesión social, como parte de una economía basada en el conocimiento (Estrategia de Lisboa). En dicha estrategia, se reconocía el papel fundamental de unos mercados financieros eficaces y transparentes en el crecimiento y el empleo, determinándose que se debían adoptar medidas, como un calendario riguroso, para garantizar que el PASF se pusiera en práctica a más tardar en 2005, con el fin de acelerar la realización del mercado interior de los servicios financieros.

En ese mismo año se aprobó la Directiva²⁵ relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio, que sustituyó a las siete directivas bancarias anteriores y que pretendía ser un instrumento esencial para la consecución del mercado interior, favoreciendo la libertad de establecimiento y la libre prestación de servicios en el sector bancario.

En julio de 2000, el Consejo ECOFIN decidió que se debía crear un Comité de Sabios para reforzar el marco europeo de regulación y supervisión del mercado de valores mobiliarios. El Consejo Europeo de Estocolmo, en marzo de 2001, aprobó el Informe²⁶

²⁵ Véase Anexo I.

²⁶ “Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets”, Brussels, 15 February 2001.

final del Comité de Sabios presidido por Alexandre Lamfalussy, en el que se proponía una reforma en la adopción de la legislación basada en un proceso en cuatro niveles, así como el establecimiento de dos comités²⁷ que debían asistir a la Comisión: el Comité Europeo de Valores (CEV) en asesoramiento técnico y el Comité de Responsables Europeos de Reglamentación de Valores (CERV) en regulación y supervisión.

Recuadro 3. El proceso legislativo Lamfalussy en cuatro niveles. Mercados de Valores.

Nivel 1: Adopción de la legislación marco (directivas y reglamentos) que establece los principios fundamentales y fija los poderes de ejecución. Es propuesta por la Comisión y adoptada por el procedimiento de codecisión entre el Parlamento Europeo y el Consejo.

Nivel 2: La Comisión adopta las disposiciones de aplicación o de ejecución (directivas y reglamentos emitidos por la Comisión), tras el asesoramiento de los proyectos de normas técnicas de regulación y de ejecución emitidos por el CEV y el CERV. Además, la Comisión cuenta con la opinión del Parlamento Europeo.

Nivel 3: Refuerzo de la convergencia y la cooperación en materia de supervisión a través de guías y recomendaciones del Comité de supervisores (CERV).

Nivel 4: La Comisión vigila que la transposición de la legislación de la UE en la normativa nacional se haga de forma correcta y en los plazos establecidos.

En 2002, el Parlamento Europeo propuso que el proceso legislativo Lamfalussy se extendiera al sector bancario y a los seguros y fondos de pensiones. Posteriormente, se crearon los comités²⁸ consultivos o de nivel 2, Comité Bancario Europeo (CBE) y Comité Europeo de Seguros y Pensiones de Jubilación (CESPJ), así como los comités

Disponible en: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wisemen_en.pdf

²⁷ Véase Anexo I.

²⁸ Véase Anexo I.

de supervisión o de nivel 3, Comité de Supervisores Bancarios Europeos (CSBE) y el Comité Europeo de Supervisores de Seguros y de Pensiones de Jubilación (CESSPJ).

Se adoptaron nuevas directivas y se modificaron las ya existentes mediante este proceso legislativo en cuatro niveles. En el ámbito de los mercados de valores se aprobaron las Directivas²⁹ marco y de aplicación sobre: las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado; el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores; la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado; y Directiva 2004/39/CE, relativa a los mercados de instrumentos financieros, o por sus siglas en inglés MiFID (*Markets in Financial Instruments Directive*).

Recuadro 4. Regulación de los mercados de valores mediante el proceso Lamfalussy

-Directiva 2003/6/CE. Esta Directiva marco define los principios generales respecto al abuso del mercado y está desarrollada por tres Directivas de aplicación: Directiva 2003/124/CE, Directiva 2003/125/CE y Directiva 2004/72/CE.

-Directiva 2003/71/CE sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores. Esta Directiva ha sido modificada posteriormente, la última vez por la Directiva 2014/51/UE.

Directiva 2004/109/CE) sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado.

-Directiva 2004/39/CE relativa a los mercados de instrumentos financieros, que sustituyó a la - Directiva sobre servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables (Directiva 93/22/CEE), que contiene los principios generales para las operaciones con instrumentos financieros, está desarrollada por dos normas de aplicación: Directiva 2006/73/CE y el Reglamento nº 1287/2006.

²⁹ Véase Anexo I.

Además, en el ámbito de la previsión social se aprobó una Directiva³⁰ en 2003 sobre los requisitos mínimos para la actividad y la supervisión prudencial de los fondos de pensiones de empleo.

En diciembre de 2005, coincidiendo con la revisión de la Estrategia de Lisboa, la Comisión publicó el Libro Blanco³¹ “Política de los servicios financieros 2005-2010”, en el que tuvo en cuenta el Informe sobre la integración financiera del Comité de servicios financieros, las conclusiones del Consejo ECOFIN del 11 de octubre de 2005 y el Informe de la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo sobre el estado actual de la integración de los mercados financieros de la UE.

En dicho Libro Blanco se definieron los objetivos de la UE en el ámbito de los servicios financieros: i) consolidación dinámica para conseguir un mercado financiero europeo integrado, abierto, inclusivo, competitivo y eficiente en términos económicos; ii) supresión de las barreras económicamente significativas que persisten, para que la prestación de servicios financieros y la libre circulación de capitales en toda la UE puedan llevarse a cabo al menor coste posible; iii) aplicación, cumplimiento y evaluación continua del marco legislativo vigente a y aplicación rigurosa del programa “legislar mejor” a cualquier futura iniciativa; iv) mejora de la cooperación y la convergencia en materia de control en la UE, profundización de las relaciones con otros mercados financieros mundiales y refuerzo de la influencia europea en el mundo.

El objetivo final es la consolidación de los progresos alcanzados a través del PASF, finalizar las acciones en curso, reforzar la cooperación y la convergencia en materia de control, así como eliminar los obstáculos a la integración, todo ello en sintonía con la Estrategia de Lisboa³².

³⁰ Véase Anexo I.

³¹ Libro Blanco de la Comisión “Política de los servicios financieros 2005-2010” [COM (2005) 629 final – no publicado en el Diario Oficial, de 1.12.2005].

³² Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo “Acciones comunes para el crecimiento y el empleo: el programa comunitario sobre la Estrategia de Lisboa” [COM (2005) 330 final – no publicado en el Diario Oficial, de 20.7.2005].

Ya estaban en curso algunas iniciativas legislativas en distintos ámbitos financieros, banca minorista, seguros y operaciones transfronterizas de compensación y liquidación de valores, entre otras. En banca minorista, la UE ya estaba trabajando en varias propuestas para: la integración del mercado de crédito hipotecario; modificar la Directiva en 2005, cuyo fin era crear un auténtico mercado interior del crédito al consumo y mejorar la protección de los consumidores; y poner en marcha la Directiva relativa a los servicios de pago que facilitara el establecimiento de una zona única de pagos en euros, o SEPA por sus siglas en inglés (*Single Euro Payment Area*), para 2010.

En cuanto a los seguros, se debía revisar la normativa sobre solvencia y la supervisión a nivel europeo en el sector de los seguros, introduciendo cálculos basados en el riesgo para el establecimiento de los requisitos de solvencia de las entidades de seguro, mejorando la armonización en el cálculo de las provisiones técnicas y fomentando la convergencia de la supervisión.

Además, se tenía que reformar parcialmente las Directivas bancarias y de seguros, en cuanto a la definición de criterios cautelares comunes y en lo referente a los mercados de valores, se debía conseguir que las operaciones transfronterizas de compensación y liquidación de valores fueran más eficaces, seguras y económicas.

Asimismo, en dicha Política de servicios financieros se reflexionaba sobre la necesidad de suprimir los obstáculos injustificados a la consolidación transfronteriza, la evaluación de la Directiva sobre el dinero electrónico, la posibilidad de proponer sistemas de garantía de seguros, la evaluación jurídica sobre el Convenio de La Haya en base a la propuesta de la Comisión para su firma³³ y el escepticismo sobre la utilidad y viabilidad de los instrumentos opcionales.

Por último, se planteaba una serie de iniciativas futuras sobre fondos de inversión, servicios financieros al por menor y la intermediación en el mercado del crédito. Ya

³³ Propuesta de Decisión del Consejo relativa a la firma del Convenio de La Haya sobre la legislación aplicable a ciertos derechos sobre valores depositados en un intermediario [COM (2003) 783 final, de 15.12.2003].

estaban muy avanzados los trabajos realizados para garantizar una aplicación homogénea de la normativa sobre los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), o UCITS en sus siglas en inglés (*undertakings for collective investment in transferable securities*) en cuanto a la utilización de un pasaporte, los límites de inversión y una transposición más uniforme. Además, se debía suprimir los obstáculos para la apertura de una cuenta transfronteriza bancaria, ampliarse las opciones para los consumidores y reforzar la competencia entre las entidades prestadoras de servicios, así como estudiar más en profundidad el sector de los intermediarios de crédito.

A partir de dichas iniciativas se adoptaron dos Directivas sobre requisitos de capital³⁴. Directiva relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio; y Directiva sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito.

En 2007, la Comisión³⁵ propuso la revisión del proceso legislativo Lamfalussy con el propósito de que aumentara la transparencia en materia de transposición de la normativa europea en la legislación nacional y el reforzamiento de los Comités de nivel 3 para que los mismos contribuyeran a la aplicación coherente de las directivas europeas en los Estados miembros y garantizaran la convergencia y cooperación en las prácticas de supervisión de las autoridades nacionales. Tras dicha revisión, los Comités de nivel 3, CERV, CSBE y CESPJ, fueron creados como grupos consultivos independientes³⁶. Dichos Comités fueron sustituidos en 2011 por las Autoridades Europeas de Supervisión (AES), dentro del marco de supervisión europea propuesto por el Informe de Larosière.

³⁴ Véase Anexo I.

³⁵ Comunicación de la Comisión “Revisión del Proceso Lamfalussy. Mayor convergencia en la supervisión” [COM (2007) 727 final, de 20.11.2007].

³⁶ Véase Anexo I.

Además, se adoptó la Directiva sobre servicios de pagos en el mercado interior (Directiva 2007/64/CE)³⁷, cuyo objetivo era preparar el camino para la creación de un espacio único de pagos al por menor.

³⁷ Véase Anexo I.

3. Desarrollo e Integración del sistema financiero de los países del Este y Centro de Europa de la Unión Europea

La evolución de los mercados de valores – renta fija y renta variable – y segmentos – banca, seguros y fondos de pensiones – del sector financiero de los países ECE, en cuanto a su desarrollo y estructura, es analizada en este capítulo bajo un enfoque comparativo entre países y de los mismos con la eurozona a través de los datos del Banco Mundial sobre desarrollo financiero *Global Financial Development Database*³⁸, la cual sigue la metodología desarrollada por Beck et al. (2000, 2010) y más recientemente por Čihák et al. (2012).

Los indicadores que miden de forma aproximada, o medidas *proxy*, el tamaño de las instituciones - activos y pasivos líquidos - y mercados financieros – saldos vivos de valores de deuda y capitalización bursátil - en porcentaje del PIB de los países ECE, permiten su comparación regional y con respecto al conjunto de la eurozona, mientras que su evolución en el tiempo puede ofrecer información sobre el desarrollo de dichos mercados en cada país ECE.

En el período de análisis, de 2004 a 2007, los pasivos líquidos de las instituciones financieras en porcentaje del PIB, que es una medida *proxy* del tamaño o profundidad del sector financiero de intermediación, fueron mayores en la República Checa que en el resto de países ECE, aunque los mismos estaban por debajo de la media de la eurozona. No obstante, los valores de este indicador crecieron más en Hungría y Polonia en dicho período, aunque estos países partían de unos niveles muy bajos de 2004, mientras que la relación pasivos líquidos/PIB de Eslovaquia se redujo en dicho período.

³⁸ Los datos de la base de datos *Global Financial Development Database* se refieren en general a las instituciones y los mercados domésticos.

Tabla 1. *Pasivos líquidos de las instituciones financieras de los países ECE (% PIB). 2004-2007*

| | <i>Eslovaquia</i> | <i>Eslovenia</i> | <i>Hungría</i> | <i>Polonia</i> | <i>Rep. Checa</i> | <i>Eurozona</i> |
|------|-------------------|------------------|----------------|----------------|-------------------|-----------------|
| 2004 | 52,85 | 52,87 | 45,90 | 40,38 | 65,07 | 88,00 |
| 2007 | 50,42 | 54,15 | 53,23 | 45,22 | 66,88 | 96,35 |

Fuente: Banco Mundial (Global Financial Development Database)

Tradicionalmente, los sistemas financieros de los países ECE han estado más concentrados en la actividad de intermediación a través del sector bancario, aunque el tamaño de este último es relativamente pequeño en comparación con la media de la eurozona.

En 2004, los sectores bancarios domésticos de los países ECE eran bastante parecidos en cuanto a su tamaño, medido por el total de sus activos en porcentaje del PIB, excepto el de Polonia, que estaba por debajo de la media de los cinco países. De 2004 a 2007, la ratio activos bancarios/PIB de Eslovenia y Hungría creció considerablemente, agrandándose las diferencias de ambos con respecto a los de la República Checa, Eslovaquia y Polonia. Pese al aumento de dicha ratio en Eslovenia y Hungría, su diferencial con el conjunto de la eurozona apenas disminuyó, debido a que en el conjunto de la zona del euro también creció de forma considerable.

Tabla 2. *Activos de las entidades de depósito de los países ECE (% PIB). 2004-2007*

| | <i>Eslovaquia</i> | <i>Eslovenia</i> | <i>Hungría</i> | <i>Polonia</i> | <i>Rep. Checa</i> | <i>Eurozona</i> |
|------|-------------------|------------------|----------------|----------------|-------------------|-----------------|
| 2004 | 51,46 | 53,13 | 54,38 | 39,06 | 46,25 | 106,19 |
| 2007 | 53,41 | 75,70 | 71,62 | 45,27 | 53,66 | 124,35 |

Fuente: Banco Mundial (Global Financial Development Database)

El porcentaje de los saldos vivos de la deuda pública respecto al PIB era muy pequeño en Eslovenia, tanto en el momento de su adhesión a la UE como al inicio de la crisis. Sin embargo, Polonia mostraba unos porcentajes muy próximos a los de la media de la eurozona y Hungría presentaba un tamaño superior a los demás países ECE y al conjunto de la eurozona, debido al gran crecimiento de la deuda emitida por el Gobierno húngaro en dicho período.

Tabla 3. *Valores de deuda pública de los países ECE (saldos vivos, % PIB). 2004-2007*

| | <i>Eslovaquia</i> | <i>Eslovenia</i> | <i>Hungría</i> | <i>Polonia</i> | <i>Rep. Checa</i> | <i>Eurozona</i> |
|------|-------------------|------------------|----------------|----------------|-------------------|-----------------|
| 2004 | 27,39 | 16,99 | 44,89 | 34,57 | 22,55 | 37,88 |
| 2007 | 20,92 | 16,81 | 47,34 | 36,14 | 23,83 | 35,28 |

Fuente: Banco Mundial (Global Financial Development Database)

Cabe destacar el fuerte crecimiento de los saldos vivos de la deuda privada, como porcentaje del PIB, en la República Checa de 2004 a 2007, aunque dicho porcentaje estaba muy por debajo del conjunto de la eurozona. En contraste, la deuda emitida por el sector privado de Polonia era la más baja de los cinco países. El predominio de la financiación bancaria por parte de las empresas ha hecho que apenas se haya desarrollado el mercado de bonos corporativos en estos países. En línea con Iorgova y Ong (2008), los altos costes asociados a la emisión de bonos no incentivaron este tipo de financiación en las empresas.

Tabla 4. *Valores de deuda privada de los países ECE (saldos vivos, % PIB). 2004-2007*

| | <i>Eslovaquia</i> | <i>Eslovenia</i> | <i>Hungría</i> | <i>Polonia</i> | <i>Rep. Checa</i> | <i>Eurozona</i> |
|------|-------------------|------------------|----------------|----------------|-------------------|-----------------|
| 2004 | 2,08 | 3,87 | 4,86 | 0,51 | 6,17 | 32,57 |
| 2007 | 4,08 | 4,77 | 6,96 | 0,98 | 9,29 | 29,08 |

(1) No está disponible el dato de 2004 para Eslovaquia, en su lugar se ha tomado el de 2005.

Fuente: Banco Mundial (Global Financial Development Database)

En 2004, las Bolsas de valores de los países ECE tenían un tamaño, medido por la capitalización - precio de cotización de cada acción por el número de acciones en circulación – como porcentaje del PIB, similar, excepto la Bolsa de Bratislava, cuyo tamaño (6,6% del PIB) estaba muy por debajo de la media de los otros cuatro países (22,9% del PIB). Cabe resaltar el gran crecimiento del mercado bursátil en Eslovenia y Polonia de 2004 a 2007, habiendo aumentado la capitalización de las Bolsas de valores de Ljubljana y Varsovia respecto al PIB en más de 20 puntos porcentuales en dicho período. Las Bolsas de Praga y Budapest también crecieron, aunque en menor medida que las dos anteriores, mientras que la Bolsa de Bratislava apenas aumentó en términos relativos. En comparación con la media de la eurozona, el tamaño de la Bolsa eslovena, pasó de representar el 59% en 2004 al 67% en 2007, debido al incremento tanto en el número de sus acciones como en el precio de las mismas.

Según Iorgova y Ong (2008), los diferentes métodos aplicados en estos países en el proceso de privatización de las empresas públicas condujeron a un desigual ritmo de crecimiento de sus mercados bursátiles. En Eslovaquia y la República Checa las cotizaciones eran obligatorias tras las privatizaciones masivas a través de cupones y, aunque este proceso aceleró inicialmente el crecimiento de sus Bolsas, después se redujo por las salidas de cotización de muchas compañías, mientras que en Hungría y Polonia, el método de privatización se basó en su mayor parte en la venta directa y voluntaria, lo que determinó un desarrollo bursátil más gradual.

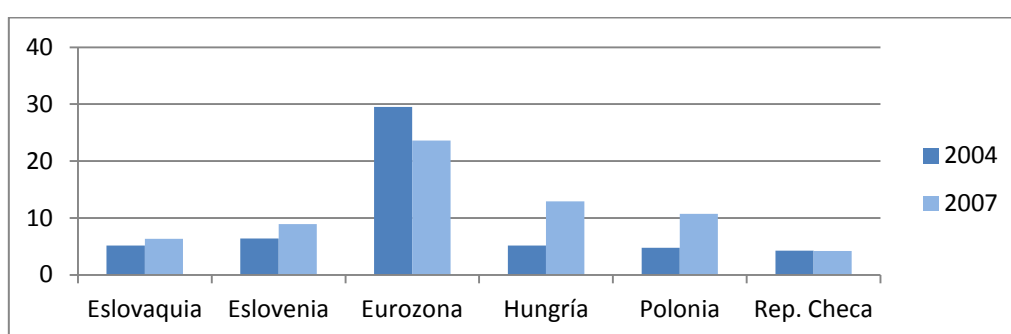
Tabla 5. *Capitalización del mercado bursátil de los países ECE (% PIB). 2004-2007 (1)*

| | <i>Eslovaquia</i> | <i>Eslovenia</i> | <i>Hungría</i> | <i>Polonia</i> | <i>Rep. Checa</i> | <i>Eurozona</i> |
|-------------|-------------------|------------------|----------------|----------------|-------------------|-----------------|
| <i>2004</i> | 6,66 | 25,29 | 23,19 | 21,79 | 21,28 | 43,13 |
| <i>2007</i> | 7,59 | 46,85 | 34,90 | 43,61 | 33,79 | 69,77 |

Fuente: Banco Mundial (Global Financial Development Database)

Los fondos de inversión, en particular los denominados fondos mutuos, han tenido un gran crecimiento en Hungría y Polonia, mientras que en la República Checa han permanecido estables de 2004 a 2007. En Eslovaquia y Eslovenia los activos de los fondos mutuos, como porcentaje del PIB, también crecieron en dicho período, pero con menor intensidad que en los dos primeros países. En Hungría dicho indicador representaba en 2007 casi el 55% de la media de la eurozona.

Gráfico 1. *Activos de fondos mutuos de los países ECE (% PIB). 2004-2007 (1)*



(1). No está disponible el dato de 2004 para Eslovenia, en su lugar se ha tomado el de 2006.
Fuente: Banco Mundial (Global Financial Development Database)

El tamaño del sector asegurador, medido por los activos de las compañías de seguros en porcentaje del PIB, creció desde su adhesión a la UE en todos los países ECE, sobre todo en Eslovenia, aunque éste sólo representaba el 41% de la media de la eurozona en 2007. Después de Eslovenia, los activos en porcentaje del PIB más elevados son los de Polonia y la República Checa.

El segmento financiero de los seguros en Eslovaquia muestra menor desarrollo que en el resto de países ECE, mientras que en Hungría el sector de los seguros tiene un tamaño intermedio, menor que en los tres primeros, pero mayor que en el país eslovaco.

Tabla 6. *Activos de compañías de seguros de los países ECE (% PIB). 2004-2007*

| | <i>Eslovaquia</i> | <i>Eslovenia</i> | <i>Hungría</i> | <i>Polonia</i> | <i>Rep. Checa</i> | <i>Eurozona</i> |
|------|-------------------|------------------|----------------|----------------|-------------------|-----------------|
| 2004 | 4,97 | 9,42 | 6,80 | 8,38 | 9,26 | 30,98 |
| 2007 | 5,22 | 13,15 | 8,88 | 10,79 | 9,42 | 32,06 |

Fuente: Banco Mundial (Global Financial Development Database)

De 2004 a 2007, la relación entre los activos de los fondos de pensiones y el PIB era bastante baja en Eslovenia. Este segmento financiero está más desarrollado en Hungría y Polonia, mientras que los activos de fondos de pensiones en porcentaje del PIB en la República Checa y Eslovaquia eran menores al de aquellos, pero próximos al conjunto de la eurozona. El apoyo institucional y una regulación más permisiva en las inversiones de los fondos de pensiones en Hungría y Polonia han permitido un mayor desarrollo de los mismos.

Tabla 7. *Activos de los fondos de pensiones de los países ECE (% PIB). 2004-2007*

| | <i>Eslovaquia</i> | <i>Eslovenia</i> | <i>Hungría</i> | <i>Polonia</i> | <i>Rep. Checa</i> | <i>Eurozona</i> |
|------|-------------------|------------------|----------------|----------------|-------------------|-----------------|
| 2004 | 0,61 | 0,56 | 6,34 | 6,82 | 3,43 | 4,42 |
| 2007 | 4,13 | 1,27 | 11,11 | 11,90 | 4,45 | 4,80 |

(1) Se ha tomado el valor de 2005 en Eslovaquia, al no estar disponible el de 2004.

Fuente: Banco Mundial (Global Financial Development Database)

A partir de este estudio preliminar sobre la evolución del sector financiero de los países ECE, se puede concluir que éste creció desde su adhesión a la UE, aunque al inicio de la crisis de 2007 aún le quedaba recorrido para seguir creciendo, ya que, según los datos mostrados, sus niveles estaban muy por debajo de la media de la eurozona, excepto en la deuda pública y en los fondos de pensiones.

En principio, el nivel de desarrollo del sector financiero eslovaco era muy bajo en comparación con el resto de países ECE, excepto en su sector bancario. El tamaño relativo del sector bancario de Polonia era el más pequeño de los cinco países y, en cambio, el mercado bursátil polaco se desarrolló en gran medida de 2004 a 2007. Según los datos de los activos bancarios en relación al PIB, la banca tuvo un mayor desarrollo en Eslovenia y Hungría en dicho período.

No obstante, si se considera el conjunto del sector financiero de intermediación, teniendo en cuenta los datos de los pasivos líquidos de las instituciones financieras respecto al PIB, la República Checa era el país ECE con mayor profundidad financiera. Eslovenia también ha tenido un gran desarrollo en su Bolsa de valores y el sector de los seguros, mientras que los fondos de pensiones crecieron más en Polonia y Hungría de 2004 a 2007. También en estos dos últimos países, y en Eslovenia en menor medida, crecieron los fondos de inversión en dicho período.

Cuadro 1. *Segmentos y mercados financieros con mayor grado de desarrollo en los países ECE. 2004-2007*

| | Banca | Seguros | Fondos pensiones | Fondos mutuos | Acciones (Bolsas) | Deuda privada | Deuda pública |
|------------|-------|---------|------------------|---------------|-------------------|---------------|---------------|
| Eslovaquia | x | | | | | | |
| Eslovenia | x | x | | x | x | | |
| Hungría | x | x | x | x | x | x | x |
| Polonia | x | x | x | x | x | | x |
| Rep. Checa | x | x | | | x | x | |

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Mundial (*Global Financial Development Database*)

Las diferencias observadas en el desarrollo del sector financiero doméstico de estos países justifican la importancia de un estudio más detallado. Además, hay que tener en cuenta, siguiendo a Čihák et al. (2012), que el análisis del desarrollo financiero de un país no sólo debe referirse al crecimiento del tamaño o profundidad de su sector financiero, sino también a la mejora en la eficiencia y calidad de sus funciones básicas,

asignando los recursos financieros a las mejores oportunidades de inversión, facilitando las transacciones y contribuyendo a la estabilidad financiera. De manera que, según los autores, un sistema financiero puede tener un gran tamaño y ser muy eficiente, pero al mismo tiempo ser muy inestable, o puede ser pequeño, pero estable, por lo que se deben estudiar los indicadores financieros dentro de cuatro dimensiones: profundidad, eficiencia, estabilidad y accesibilidad.

Asimismo, se debe considerar el mercado monetario por su relación con la política monetaria de los bancos centrales, la cual influye sobre los mercados financieros, así como la contribución de la propiedad extranjera en el desarrollo de los sectores financieros de los países ECE, ya que el capital extranjero ha jugado un papel muy importante en el crecimiento económico y financiero de estos países.

3.1. Los mercados monetarios

Los interbancarios son los mercados monetarios mayoristas donde las entidades bancarias se prestan unas a otras. Los Bancos Centrales de Eslovaquia y Eslovenia formaron parte del Eurosistema a partir de la adopción del euro por estos países y desde entonces están sujetos a la política monetaria del BCE, integrándose sus mercados interbancarios en los de la eurozona. En cambio, la política monetaria de los Bancos Centrales de Hungría, Polonia y la República Checa, que pertenecen al Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) desde su adhesión a la UE, es independiente y, además, estos países cuentan con sus propios mercados monetarios mayoristas.

A través del mecanismo de transmisión de la política monetaria, los cambios en los tipos de interés oficiales o de intervención de un banco central influyen sobre los tipos de interés del mercado interbancario y las expectativas de los precios de los activos financieros (valores de renta fija, valores de renta variable y divisas). Las variaciones en los tipos interbancarios repercuten en los tipos de interés aplicados por las entidades bancarias en sus préstamos al sector privado no financiero. Los tipos de interés reales de los préstamos bancarios afectarán a las decisiones de inversión de las empresas y de consumo de los hogares, que finalmente influirán sobre la demanda agregada y los precios.

Los instrumentos básicos de la política monetaria de los Bancos Centrales de los países ECE que aún no han adoptado el euro son los mismos que los del BCE: operaciones de mercado abierto, créditos y depósitos a/de las entidades de crédito y el coeficiente legal de caja o de reservas mínimas bancarias. El objetivo principal de la política monetaria del BCE es la estabilidad de precios, es decir, persigue una meta de inflación con un objetivo a medio plazo inferior, pero cercana, al 2%. La tasa de inflación de los países de la eurozona está medida a través del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC).

Antes de adoptar el euro en enero de 2007, el marco de la política monetaria del Banco de Eslovenia (BE) tenía como objetivo principal la estabilidad de precios desde 2001.

Además, desde la participación del tólar esloveno en el MTC II el 28 de junio de 2004³⁹, la política monetaria del BE estuvo orientada hacia la estabilidad del tipo de cambio de su moneda frente al euro y de sus tipos de interés oficiales para cumplir con los criterios de convergencia de Maastricht.

La política monetaria del Banco Nacional de Eslovaquia (BNE), antes de entrar en la eurozona el 1 de enero de 2009, puede dividirse en tres períodos. El primer período hasta 1999, en el que imperaba una política monetaria independiente, el segundo período de 2000 a 2004, con una meta de inflación enmarcada en su proceso de armonización con la política monetaria del BCE, y el tercero, de 2005 a 2008, bajo un régimen de tipos de cambio fijos pero ajustables durante la participación de la corona eslovaca en el MTC II desde el 28 de noviembre de 2005⁴⁰. En este tercer período, el objetivo del BNE fue situar la inflación por debajo del 2,5% en diciembre de 2006 y del 2% a finales de 2007 y 2008, con el fin último de cumplir con el criterio de inflación de Maastricht para adoptar el euro en 2009.

La política monetaria de los Bancos Centrales de Hungría, Polonia y la República Checa también tiene como meta la inflación, pero con objetivos porcentuales diferentes al del BCE, excepto el Banco Central de la República Checa (BCC), que tiene el mismo objetivo del 2% desde enero de 2010.

El objetivo de inflación del Banco Central de Hungría (BCH) es el 3% desde 2002 y el del Banco Central de Polonia (BCP) el 2,5% desde 2004, ambos con un límite de fluctuación de +/- 1 %. A partir de abril de 2000, el tipo de cambio del zloty polaco (PLN) fluctúa libremente en el mercado de divisas, aunque el BCP se reserva el derecho a intervenir si fuera necesario para cumplir la meta de inflación.

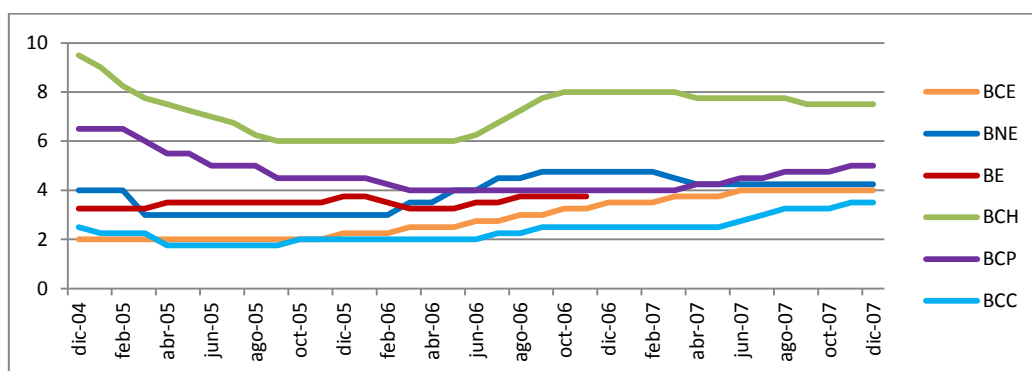
³⁹ El Consejo ECOFIN adoptó un Reglamento en el que se fijaba el tipo de conversión irrevocable entre el tólar esloveno y el euro en 239,640 tólares por euro, que era su cotización en ese día.

⁴⁰ El Consejo ECOFIN adoptó un Reglamento en el que se fijaba el tipo de conversión irrevocable entre la corona eslovaca y el euro en 30,126 coronas por euro, que era su cotización en ese día.

Los tipos de interés de referencia o de las operaciones principales de financiación (OPF)⁴¹ del BCE y de los Bancos Centrales de los países ECE, de 2004 a 2007, han seguido tendencias muy parecidas, pero con grandes diferenciales entre los mismos. Los tipos de interés del BCH han sido muy superiores a los del resto de Bancos Centrales y los del BCC han sido inferiores, aunque bastante próximos, a los del BCE. Los tipos de interés del BNE, y del BE hasta 2006 eran superiores a los del BCC y el BCE, pero inferiores a los Bancos Centrales húngaro y polaco.

A partir de diciembre de 2005, el BCE revisó al alza su tipo de referencia en varias ocasiones, debido a las presiones inflacionistas derivadas del crecimiento de los precios de las materias primas, sobre todo de los alimentos y la energía. El BE siguió la misma orientación de su política monetaria que el BCE desde finales de 2005. Unos meses después, siguieron dicha orientación el BNE, el BCC y el BCH. En cambio, el BCP tardó más en tomar la decisión de subir sus tipos de referencia.

Gráfico 2. Tipos de interés de referencia del BCE y los Bancos Centrales de los países ECE (%) (1). 2004-2007



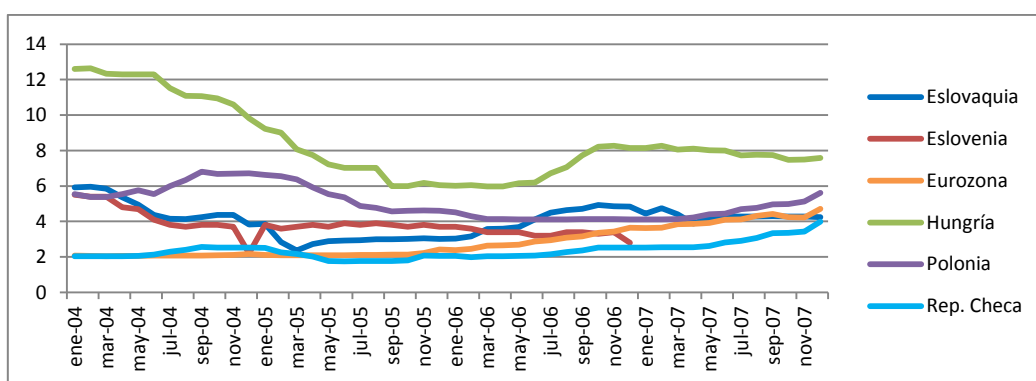
(1) Tipos de interés de las OPF vigentes al final de cada mes del BCE y de los Bancos Centrales de Eslovenia (BE), Eslovaquia (BNE), República Checa (BCC), Hungría (BCH) y Polonia (BCP). Datos del BE hasta 2006, al quedar este país sujeto a la política monetaria del BCE desde el 1 de enero de 2007.

Fuente: BCE y Bancos Centrales de Eslovaquia, Eslovenia, Hungría, Polonia y la República Checa.

⁴¹ Uno de los tipos oficiales de los bancos centrales es el tipo de referencia o de las OPF a las entidades de crédito.

Desde la adhesión de los países ECE a la UE, los tipos de interés a un mes⁴² en los mercados interbancarios han seguido la misma tendencia que los tipos de referencia de la política monetaria de sus respectivos Bancos Centrales, siendo los de Hungría y Polonia superiores a los del resto de los mercados, aunque en este último país los tipos se fueron acercando a los de la eurozona y la República Checa a partir de 2005.

Gráfico 3. *Tipos de interés a un mes de los mercados interbancarios de la Eurozona y los países ECE (%) (1). 2004-2007*



(1) Promedios mensuales de los tipos de interés interbancarios, salvo en Eslovenia que son del último día de cada mes hasta diciembre de 2006, al quedar este país sujeto a la política monetaria del BCE desde el 1 de enero de 2007.

Fuente: Comisión Europea (*Eurostat*) y Bancos Centrales de Eslovaquia, Eslovenia, Hungría, Polonia y la República Checa.

Las correlaciones entre los tipos interbancarios pueden ofrecer una medida de integración de estos mercados. En el período analizado, el mercado interbancario de la República Checa era el más integrado con el de la eurozona, como se observa en la matriz de correlaciones. Los mercados monetarios de Eslovaquia y Eslovenia están correlacionados lineal y positivamente con el de Hungría, pero dicha correlación no es

⁴² Los tipos de interés de los mercados interbancarios con otros vencimientos muestran un comportamiento similar al de los tipos a un mes. Los tipos a 1 mes son los que más correlacionados están con los tipos de las OPF de los bancos centrales, ya que éstas suelen ser a una o dos semanas.

estadísticamente significativa. Tampoco es significativa la correlación lineal entre los mercados de Polonia y Hungría.

En principio, el análisis de las correlaciones no sirve para evaluar el grado de integración de los mercados monetarios de los países ECE con la eurozona, debido a que, salvo Eslovenia desde 2007, no estaban sujetos a la política monetaria del BCE. No obstante, dado que las políticas monetarias de los Bancos Centrales de Eslovenia y Eslovaquia comenzaron a armonizarse en el período de análisis con la del BCE, sobre todo desde que sus monedas entraron en el MTC II, Eslovenia en 2004 y Eslovaquia en 2005, su nivel de integración sí podría medirse por dichas correlaciones. Asimismo, el análisis se podría extender a la República Checa, ya que su política monetaria ha estado muy próxima a la del BCE. Sin embargo, los mercados de Hungría y Polonia se quedarían fuera del análisis de integración mediante dicho indicador, aunque el mismo sí sería útil para comparar las correlaciones de los tipos de interés interbancarios dentro de la región.

Tabla 8. *Matriz de correlaciones de los tipos de interés interbancarios a un mes de la eurozona y los países ECE (1). 2004-2007*

| | <i>Eslovaquia</i> | <i>Eslovenia</i> | <i>Hungría</i> | <i>Polonia</i> | <i>Rep. Checa</i> | <i>Eurozona</i> |
|-------------------|-------------------|------------------|----------------|----------------|-------------------|-----------------|
| <i>Eslovaquia</i> | 1 | | | | | |
| <i>Eslovenia</i> | 0,46 | 1 | | | | |
| <i>Hungría</i> | 0,64 | 0,60 | 1 | | | |
| <i>Polonia</i> | -0,06 | 0,21 | 0,62 | 1 | | |
| <i>Rep. Checa</i> | 0,30 | -0,35 | 0,03 | 0,06 | 1 | |
| <i>Eurozona</i> | 0,25 | -0,52 | -0,32 | -0,50 | 0,81 | 1 |

(1) Coeficientes de correlación lineal de Pearson. Para Eslovenia hasta 2006, al quedar este país sujeto a la política monetaria del BCE desde el 1 de enero de 2007.

Fuente: Elaboración propia con datos de Comisión Europea (Eurostat), BCE y Bancos Centrales de Eslovaquia, Eslovenia, Hungría, Polonia y la República Checa.

Las tasas de inflación en los países ECE no siempre han seguido la misma dirección que la política monetaria, según la orientación determinada por sus respectivos Bancos Centrales. En Hungría, la tasa de inflación estuvo muy próxima a su objetivo del 3% durante 2005 y 2006, pero volvió a subir en 2007, mientras que en Polonia sí se ha acercado a su objetivo del 2,5%. La tasa de inflación de Eslovaquia en 2007 estuvo por debajo, aunque cercana, de su objetivo del 2%, En cambio, en Eslovenia se incrementó en 2007, a pesar de haber adoptado el euro en ese año, si bien, en los años previos se mantuvo cercana al objetivo del BCE. En la República Checa, tras haberse aproximado a su objetivo del 2% en 2006, la tasa de inflación subió al 3% en 2007.

Tabla 9. *Tasas de inflación de los países ECE (%) (1). 2004-2007*

| | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
|-------------------|------|------|------|------|
| <i>Eslovaquia</i> | 7,5 | 2,8 | 4,3 | 1,9 |
| <i>Eslovenia</i> | 3,7 | 2,5 | 2,5 | 3,8 |
| <i>Eurozona</i> | 2,1 | 2,2 | 2,2 | 2,1 |
| <i>Hungría</i> | 6,8 | 3,5 | 4 | 7,9 |
| <i>Polonia</i> | 3,6 | 2,2 | 1,3 | 2,6 |
| <i>Rep. checa</i> | 2,6 | 1,6 | 2,1 | 3 |

(1) Tasas de inflación medias anuales en diciembre de cada año.

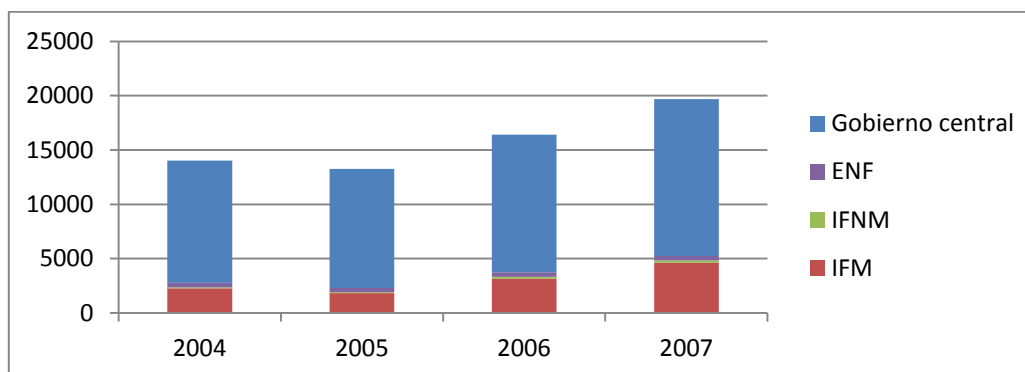
Fuente: Comisión Europea (Eurostat)

3.2. Los mercados de valores

3.2.1. Mercados de emisión de valores de renta fija

En Eslovaquia, los saldos vivos de las emisiones de valores de deuda crecieron desde el año 2006, debido fundamentalmente al aumento de la deuda del Gobierno central, las instituciones financieras monetarias (IFM)⁴³ y las instituciones financieras no monetarias (IFNM). El porcentaje de los saldos vivos de la deuda del Gobierno sobre el total de deuda de todos los sectores de la economía eslovaca cayó del 80% de 2004 al 73% de 2007, a pesar del aumento que se produjo de 2004 a 2007 (28%). Los saldos de las IFM crecieron en más del 100% y de las IFNM en un 174%. En cambio, el crecimiento de los saldos de los valores emitidos por las empresas no financieras (ENF) fue bastante moderado en el período analizado, incluso se redujeron en 2007 respecto al año anterior.

Gráfico 4. Valores de deuda por emisores en Eslovaquia (millones EUR) (1). 2004-2007



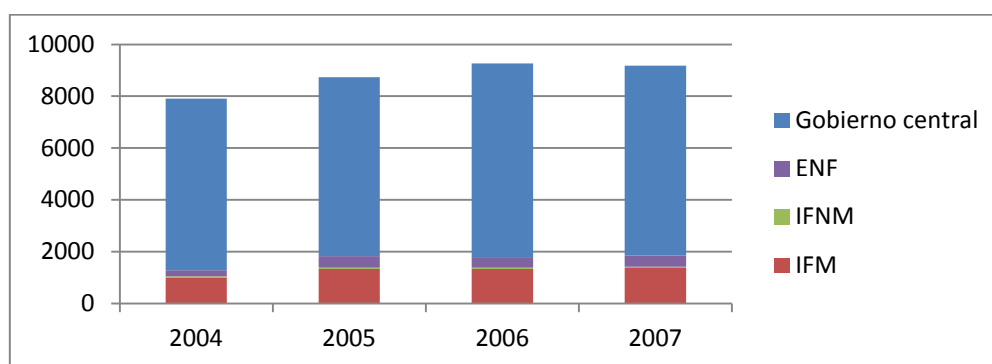
(1) Saldos vivos al final de cada año.

Fuente: BCE (Statistical Data Warehouse)

⁴³ Las IFM están compuestas por los bancos comerciales y otras entidades de crédito, los bancos centrales y los fondos del mercado monetario.

Los saldos vivos de las emisiones de valores de deuda en Eslovenia crecieron un 16% desde el año 2004. Este crecimiento ha sido impulsado principalmente por la deuda de las IFM (40%), las ENF (81%) y del Gobierno central (11%). Sin embargo, los saldos de los valores emitidos por las IFNM se redujeron en un 29%. A pesar del aumento de la deuda del Gobierno, el porcentaje de la misma sobre el total de deuda del conjunto de sectores eslovenos ha bajado del 84% en 2004 al 80% en 2007.

Gráfico 5. *Valores de deuda por emisores en Eslovenia (millones EUR). 2004-2007*



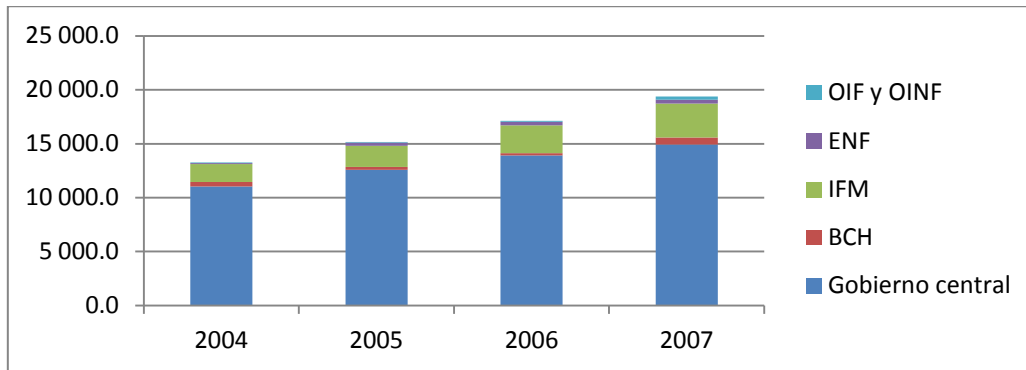
(1) Saldos vivos al final de cada año.

Fuente: BCE (Statistical Data Warehouse)

Según los datos del BCE, los saldos vivos de los valores de deuda son mucho más elevados en Eslovaquia que en Eslovenia. En 2007, el total de la deuda pendiente de amortizar eslovaca era más del doble que la eslovena. Asimismo, el gobierno central estaba más endeudado en Eslovaquia que en Eslovenia, mientras que la deuda de las ENF era mayor en este segundo país.

De 2004 a 2007, los bonos emitidos por el Gobierno central aumentaron en un 35%, aunque del 83% pasaron a representar el 77% del total de saldos vivos de los valores emitidos por todos los sectores de la economía, ya que también aumentó la emisión de bonos hipotecarios y otros bonos por las IFM y de los bonos corporativos. Estos últimos se incrementaron en un 366%, si bien partían de unos niveles muy bajos. La deuda pública denominada en moneda extranjera representaba el 20% en 2004 y el 25% en 2007 del total emitido por el Gobierno en cada año.

Gráfico 6. Valores de deuda por emisores en Hungría (miles de mill. HUF) (1). 2004-2007



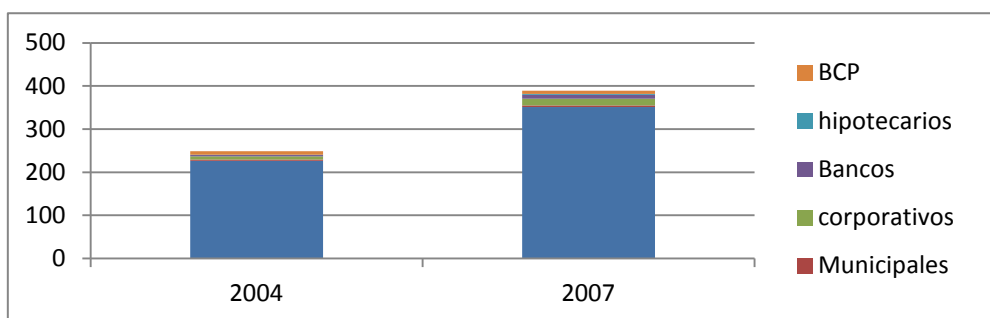
(1) Saldos vivos al final de cada año.

Fuente: Banco Central de Hungría (*Central Bank of Hungary, Statistics*)

En Polonia, el total de los saldos vivos de los valores de deuda a largo plazo ha crecido en un 57% de 2004 a 2007. Este crecimiento se ha producido en todos los sectores emisores, salvo en el Banco Central de Polonia (BCP), cuyos saldos vivos han permanecido constantes. Los valores de deuda que más han crecido en términos porcentuales han sido los bonos emitidos por los bancos (207%), los bonos hipotecarios (140%) y los bonos corporativos (116%), aunque éstos tres partían de unos niveles muy bajos.

La deuda emitida por el Tesoro público polaco, aunque creció en zlotys, pasó a representar menor porcentaje sobre el total de saldos vivos por el crecimiento de emisiones que hubo en otros sectores, si bien la misma siguió siendo muy elevada en 2007 (90% del total de los sectores). La deuda corporativa a corto plazo también aumentó en dicho período (60%), mientras que las letras del tesoro polaco cayeron en el 52%, según datos del BCP.

Gráfico 7. Valores de deuda por emisores en Polonia (miles millones PLN) (1). 2004-2007

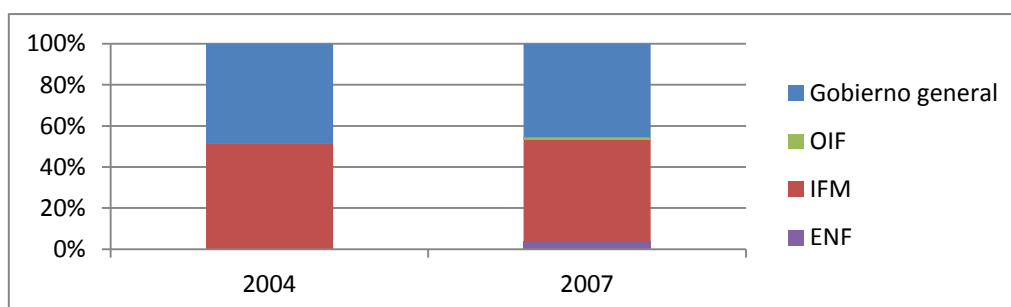


(1) Porcentajes calculados sobre los saldos vivos al final de cada año

Fuente: Banco Nacional de Polonia (Financial System Development in Poland)

En la República Checa, las ENF y las IFM empezaron a emitir deuda a partir de 2006 y toda ella a largo plazo. De 2006 a 2007, los saldos vivos de la deuda emitida por las ENF se redujeron en un 18%, mientras que los saldos de las IFM y de OIF han aumentado. También ha crecido la deuda del Gobierno emitida a largo plazo (59%) desde 2004 a 2007, aunque bajó su porcentaje sobre el total de deuda en este último año (del 70,2% al 66%). Sin embargo, la deuda pública a corto plazo se redujo. Toda la deuda emitida por el CNB en dicho período fue a corto plazo, la cual representaba el 85% del total de deuda a corto plazo emitida por todos los sectores. El Gobierno apenas emitió deuda a corto plazo (15% del total de deuda a corto plazo del conjunto de sectores de la economía).

Gráfico 8. Valores de deuda por emisores en la República Checa (%) (1). 2004-2007



(1) Porcentajes calculados sobre los saldos vivos al final de cada año.

Fuente: Banco Nacional de la República Checa (*Financial Market Statistics*)

Comparando los cinco países, los valores de deuda emitida por los Gobiernos han sido los que mayor peso han tenido en el total de sectores emisores en 2007, salvo en la República Checa, donde la deuda de las IFM, incluida la del CNB, ha sido la más importante. La deuda emitida por las ENF, aunque mostraba una tendencia creciente de 2004 a 2007, no era en este último año muy relevante en el conjunto del mercado de emisión de valores de renta fija de los países ECE.

Tabla 10. *Estructura de los valores de deuda por emisores en los países ECE (%). 2007*

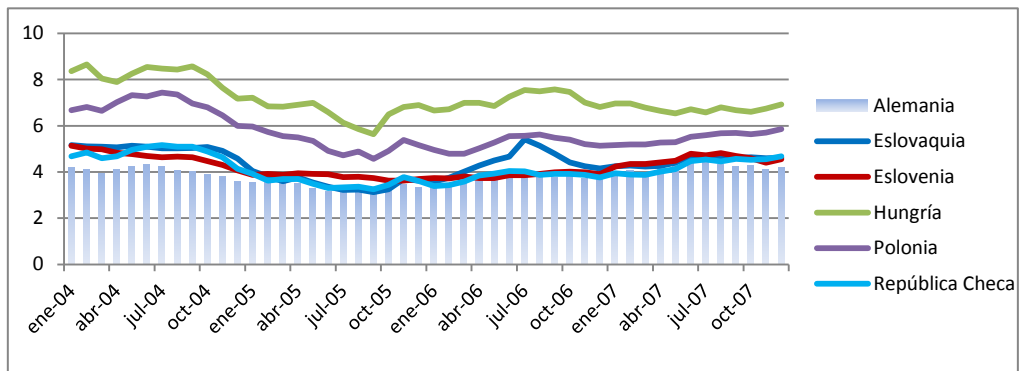
| | <i>Eslovaquia</i> | <i>Eslovenia</i> | <i>Hungría</i> | <i>Polonia</i> | <i>Rep. Checa</i> |
|-------------------------|-------------------|------------------|----------------|----------------|-------------------|
| <i>Gobierno central</i> | 73,4 | 79,8 | 77,0 | 90,1 | 45,5 |
| <i>IFM, incluido BC</i> | 23,5 | 15 | 19,7 | 4,7 | 49,6 |
| <i>ENF</i> | 2 | 4,7 | 1,8 | 4,1 | 3,7 |
| <i>OIFM y IFNM</i> | 1,1 | 0,5 | 1,5 | 1,1 | 1,2 |

Fuente: Elaboración propia con datos del BCE y Bancos Centrales de Hungría, Polonia y la República Checa

Durante los años previos a la crisis financiera internacional, los tipos de interés de la deuda soberana a largo plazo de Eslovaquia, Eslovenia y la República Checa estuvieron muy próximos a los de Alemania, país con la máxima calificación crediticia⁴⁴ otorgada por las agencias de *rating* en el período analizado.

⁴⁴ La máxima calificación crediticia otorgada por las agencias Standard & Poor's y Fitch se representa mediante "AAA", mientras que para la agencia Moody's el símbolo es "Aaa".

Gráfico9. Rendimientos de la deuda pública a largo plazo de los países ECE y Alemania (%) (1). 2004-2007



(1) tipos de interés anuales correspondientes al promedio de las observaciones en cada mes.

Fuente: BCE (*Statistics Data Warehouse*)

Los diferenciales o *spreads* de los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de Hungría y Polonia respecto a los de Alemania son más elevados que en los tres países anteriores. Como se observa en la matriz de correlaciones de los rendimientos de la deuda a largo plazo, Hungría y Polonia muestran menos convergencia con Alemania que Eslovaquia y Eslovenia. Los rendimientos de la República Checa están más alineados con Alemania, Eslovaquia y Eslovenia en cuanto a niveles, pero también con Hungría y Polonia con respecto a sus tendencias.

Tabla 11. Matriz de correlaciones de los rendimientos de la deuda pública a largo plazo en los países ECE (1). 2004-2007

| | <i>Eslovaquia</i> | <i>Eslovenia</i> | <i>Hungría</i> | <i>Polonia</i> | <i>Rep. Checa</i> | <i>Alemania</i> |
|-------------------|-------------------|------------------|----------------|----------------|-------------------|-----------------|
| <i>Eslovaquia</i> | 1 | | | | | |
| <i>Eslovenia</i> | 0,71 | 1 | | | | |
| <i>Hungría</i> | 0,77 | 0,56 | 1 | | | |
| <i>Polonia</i> | 0,76 | 0,72 | 0,89 | 1 | | |
| <i>Rep. Checa</i> | 0,86 | 0,85 | 0,76 | 0,89 | 1 | |
| <i>Alemania</i> | 0,80 | 0,79 | 0,44 | 0,53 | 0,79 | |

(1) Coeficientes de correlación lineal de Pearson.

Fuente: Elaboración propia con datos del BCE (*Statistics Data Warehouse*)

3.2.2. Las Bolsas de valores

Las Bolsas de valores son los mercados secundarios donde se negocian acciones y otros valores, aunque también en ellos se pueden adquirir las acciones que una empresa desea vender a través de una OPA.

La MiFID regula la prestación de servicios financieros - corretaje, asesoramiento, negociación, gestión de carteras y aseguramiento - por parte de los bancos y sociedades de inversión, así como la gestión de las bolsas tradicionales y de los centros de negociación alternativos o sistemas multilaterales de negociación (SMN). Los instrumentos regulados por la MiFID son: los valores negociables, los instrumentos del mercado monetario, las participaciones en instituciones de inversión colectiva, los contratos de opciones, futuros y permutas (*swaps*), los instrumentos derivados para la transferencia del riesgo de crédito, los contratos financieros por diferencias y los derechos de emisión.

Dichos instrumentos negociados en los mercados secundarios de valores siguen un proceso en dos etapas: contratación o negociación (*trading*) y post-negociación (*post-trading*). Esta última sigue a su vez tres fases: compensación, liquidación y registro. La contratación de valores se realiza a través de las bolsas de valores y los mercados regulados de bonos y derivados.

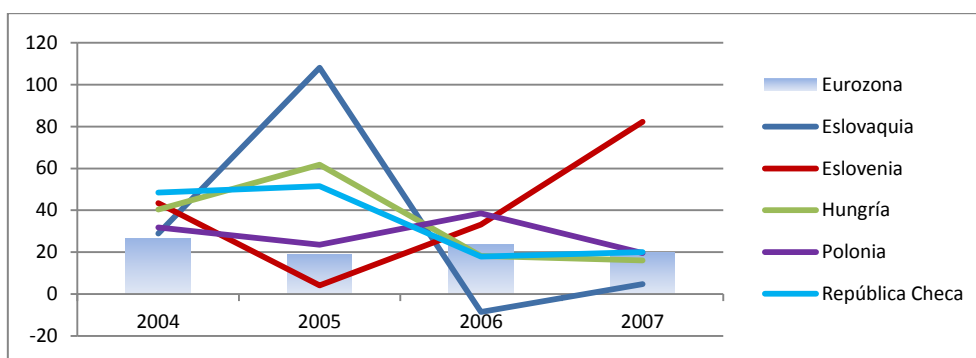
Algunos sistemas de compensación con contrapartida centralizada de valores europeos son: Xetra para la renta variable y Eurex para la renta fija. Otros ejemplos de integración financiera europea, inicialmente promovidos por el euro, son: Euroclear para la liquidación y el registro; y Euronext para la negociación de valores.

Desde la introducción del euro en 1999 se ha ido produciendo una mayor integración de las bolsas de valores europeas a través de alianzas y fusiones. Euronext nació en el año 2000 de la fusión de las Bolsas de Ámsterdam, Bruselas y París, a las que se añadieron en 2002 las Bolsas de Lisboa y Oporto. También en 2002, Euronext adquirió el mercado de derivados LIFFE (*London International Financial Futures and Options Exchange*). Euronext se fusionó con NYSE (*New York Stock Exchange*) en 2007, constituyéndose NYSE Euronext en el principal centro financiero mundial, aunque posteriormente se han escindido.

Las Bolsas de valores de los países ECE restablecieron su actividad a principios de la década de los noventa, como parte del proceso de desarrollo financiero puesto en marcha desde su transición económica y política. Desde entonces, la estructura de los mercados de valores de los países ECE se ha ido acercando a la del resto de los mercados de valores europeos, transponiendo a su ordenamiento jurídico nacional la normativa de la UE y adaptando su organización institucional y funcional a los requisitos y estándares de calidad y transparencia internacionales.

En 2005, la rentabilidad de las Bolsas de valores, medida por la variación porcentual interanual del *S&P Global Equity Indices* (gráfico), se contrajo en Eslovenia y en menor medida en Polonia, mientras que en el resto de Bolsas aumentó, destacando las ganancias de la Bolsa eslovaca. La caída de la rentabilidad de la Bolsa eslovena en ese año pudo deberse al aumento de los tipos de interés de los préstamos bancarios a las empresas, inducido por la política monetaria del Banco de Eslovenia, en línea con la del BCE, ante las presiones inflacionistas provocadas por el incremento de los precios energéticos. En 2006, la Bolsa checa redujo sus ganancias, mientras que la eslovaca tuvo pérdidas. En 2007, la Bolsa eslovena destacó sobre las demás, en cuanto a su rentabilidad, debido a las expectativas y efectos positivos de su entrada en la eurozona.

Gráfico 10. *Rentabilidad de las Bolsas de valores de los países ECE (1). 2004-2007*



(1) Variaciones porcentuales interanuales del índice S&P Global Equity Indices para cada país.

Fuente: Banco Mundial (World Development Indicators)

Las correlaciones entre las rentabilidades ofrecen información sobre el grado de integración de las Bolsas de valores de los países ECE con el conjunto de la eurozona y entre ellas mismas (tabla 12). Si bien, dichas correlaciones sólo ofrecen una medida aproximada o incompleta, debido a que las cotizaciones bursátiles también dependen del comportamiento de otras Bolsas mundiales.

De 2004 a 2007, la Bolsa más correlacionada positivamente con el conjunto de la eurozona fue la Bolsa de Varsovia. En dicho período, las Bolsas de Praga y Varsovia estaban estadísticamente muy correlacionadas, y la Bolsa de Budapest mostró una fuerte correlación con las Bolsas eslovaca y checa.

Tabla 12. *Correlaciones de las rentabilidades bursátiles de los países ECE (1).*
2004-2007

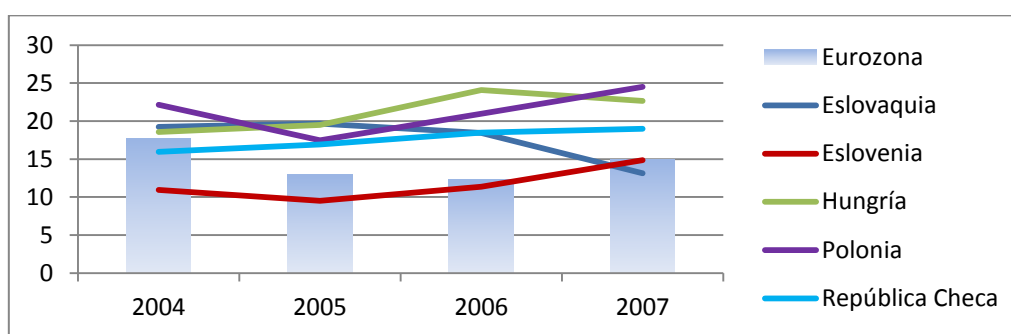
| | <i>Eslovaquia</i> | <i>Eslovenia</i> | <i>Hungría</i> | <i>Polonia</i> | <i>Rep. Checa</i> | <i>Eurozona</i> |
|-------------------|-------------------|------------------|----------------|----------------|-------------------|-----------------|
| <i>Eslovaquia</i> | 1 | | | | | |
| <i>Eslovenia</i> | -0,72 | 1 | | | | |
| <i>Hungría</i> | 0,96 | -0,78 | 1 | | | |
| <i>Polonia</i> | -0,41 | -0,31 | -0,21 | 1 | | |
| <i>Rep. Checa</i> | 0,82 | -0,61 | 0,93 | -0,16 | 1 | |
| <i>Eurozona</i> | -0,44 | 0,03 | -0,16 | 0,74 | 0,11 | 1 |

(1) Coeficientes de correlación lineal de Pearson.

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Mundial (Global Financial Development Database)

La volatilidad bursátil es una medida de la estabilidad de los mercados de valores. Todas las Bolsas mostraron una volatilidad superior a la media de la eurozona, excepto la de Eslovenia en los cuatro años analizados, la checa en 2004 y la eslovaca en 2007 (gráfico 11).

Gráfico 11. Volatilidad de las Bolsas de valores de los países ECE (1). 2004-2007



Fuente: Banco Mundial (World Development Indicators)

El volumen o importe negociado (*turnover*) de las acciones cotizadas es una medida *proxy* de la profundidad en cuanto a la liquidez del mercado bursátil. En 2004, la Bolsa con mayor liquidez de los cinco países ECE, medida ésta por el valor negociado en porcentaje del PIB, era la de la República Checa, seguida de la húngara. Sin embargo, al final del período analizado, la Bolsa de Budapest la más líquida. El valor negociado en la Bolsa de valores de Varsovia creció bastante en dicho período, convirtiéndose en la tercera de los cinco países ECE en cuanto a liquidez se refiere. No obstante, las tres Bolsas, de Budapest, Praga y Varsovia, estaban por debajo de la media de las bolsas de la eurozona.

Tabla 13. Volumen negociado en las Bolsas de valores de los países ECE (% PIB). 2004-2007

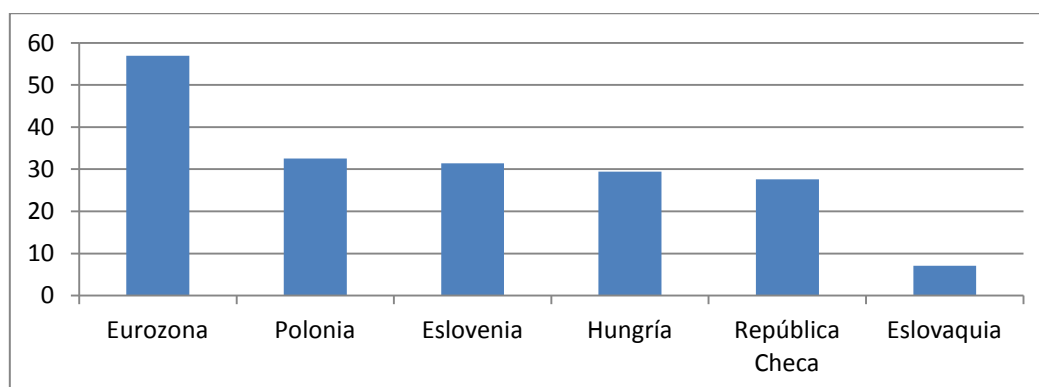
| | Eslovaquia | Eslovenia | Hungría | Polonia | Rep. Checa | Eurozona |
|------|------------|-----------|---------|---------|------------|----------|
| 2004 | 1,24 | 2,85 | 10,91 | 5,04 | 11,56 | 17,19 |
| 2007 | 0,07 | 3,92 | 30,19 | 17,02 | 20,86 | 41,84 |

Fuente: Banco Mundial (Global Financial Development Database)

Si se midiera la profundidad bursátil mediante la relación entre la capitalización y el PIB, referida al tamaño, la Bolsa de Ljubljana fue, la mayor de los países ECE en 2004

y 2007. Pero si se tuvieran en cuenta también los valores de dicha relación en todos los años del período, serían las de Varsovia y Ljubljana las Bolsas más capitalizadas en promedio de los cuatro años, por ese orden.

Gráfico 12. Capitalización de las Bolsas de valores de los países ECE (%PIB). Promedio 2004-2007

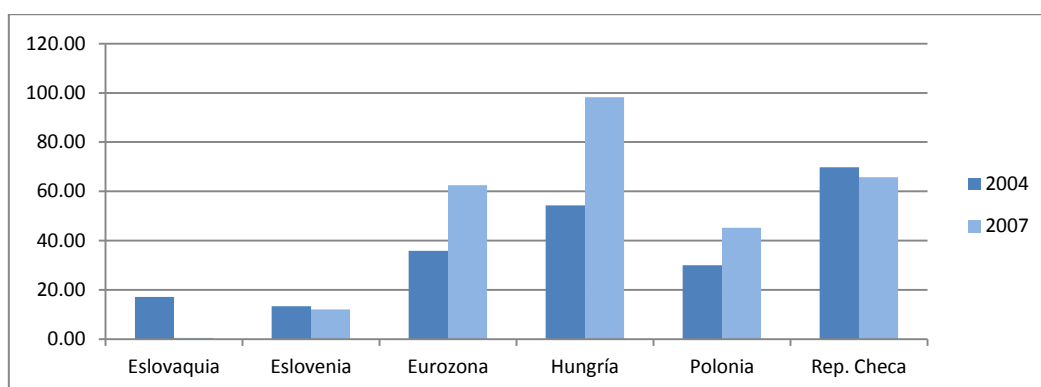


Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Mundial. *Global Financial Development Database*)

La eficiencia de los mercados bursátiles se puede evaluar a través de la relación entre el volumen negociado o *turnover* y la capitalización media bursátil en un período determinado (*stock market turnover ratio*), la cual mide la liquidez del mercado en relación a su tamaño.

En 2004, el mercado bursátil más eficiente de los cinco países ECE, según dicha relación, era el de la República Checa. No obstante, de 2004 a 2007 se incrementó la liquidez de las Bolsas de Budapest y Varsovia, convirtiéndose la primera en la Bolsa más eficiente de los países ECE, mientras que en las Bolsas de Praga, Ljubljana y Bratislava dicha eficiencia se redujo, si bien, el mercado bursátil checo seguía siendo bastante eficiente, después del húngaro, en 2007.

Gráfico 13. Stock market turnover ratio en los países ECE (%) 2004-2007



Fuente: Banco Mundial (Global Financial Development Database)

A partir de esta comparación de la evolución de las Bolsas de valores de los cinco países ECE desde su adhesión a la UE hasta el inicio de la crisis, es fundamental analizar cómo se ha desarrollado la Bolsa de valores de cada país en el período analizado.

La Bolsa de valores de Bratislava

La Bolsa de Bratislava fue fundada el 15 de marzo de 1991, aunque comenzó a operar en abril de 1993. Los mercados de valores de Eslovaquia se rigen por su normativa básica, constituida por tres leyes: Ley relativa a los valores y servicios de inversión, Ley sobre los estatutos de la Bolsa de valores y Ley sobre la supervisión del mercado financiero.

SAX Index es el índice oficial de la Bolsa de Bratislava desde que se lanzó el 14 de septiembre de 1993 con una base de 100 puntos. A partir de julio de 2001, el valor oficial diario se calcula con los precios de cierre de las acciones, mientras que hasta entonces se reflejaban los precios medios diarios. La fórmula de cálculo del índice es flexible, de manera que el número de empresas es variable. La participación de un mismo emisor en dicho índice no puede superar un determinado porcentaje, que en 2007 era del 30%.

En 2004, la Bolsa de valores de Bratislava introdujo un conjunto de índices de bonos, SDXGroup, cuyo propósito era atender a la mayor demanda de los inversores en la

diversificación de sus carteras de valores en función de las distintas estrategias de inversión.

Desde marzo de 2006, la Bolsa eslovaca se ha convertido en el único accionista de la DCV, la cual se encarga de la compensación y liquidación de valores en Eslovaquia. Además, en ese año cambió el organismo responsable de la supervisión de la Bolsa de valores, sustituyendo el propio Banco Nacional de Eslovaquia a la Autoridad de los Mercados Financieros.

Entre los mercados de valores eslovacos se distinguen los regulados y los SMN. Los mercados regulados son dos: oficial y libre. El mercado oficial se compone, a su vez, de dos mercados: principal (*main listed market*) y paralelo (*parallel listed market*), en los que se negocian tanto acciones como bonos. Las participaciones en fondos de inversión (FI) se intercambian en el mercado libre.

La admisión de los valores en el mercado principal está supeditada al cumplimiento de unos requisitos más estrictos que en el mercado paralelo. Por ejemplo, para que las acciones de una empresa pudieran ser admitidas a cotización en el mercado principal en 2007, su capitalización en el mercado de emisión debía superar los 500 millones de coronas eslovacas, mientras que para la admisión en el mercado paralelo se exigían 100 millones. Para el mercado libre no existían más requisitos que los requeridos por la propia legislación.

La capitalización del mercado de acciones en el mercado principal subió y en el mercado paralelo disminuyó en 2007 respecto a 2004. El tamaño de los mercados secundarios de acciones y participaciones de FI y de los bonos, ambos medidos por su capitalización en millones de euros, creció en el 31, 24% y el 43,26%, respectivamente. En 2007, el mercado oficial de bonos era casi cinco veces mayor que el mercado oficial de acciones.

Tabla 14. *Capitalización de mercado de acciones y participaciones de FI en la Bolsa de Bratislava (millones EUR) (1). 2004-2007*

| | <i>Acciones (mercado oficial)</i> | | | <i>Participaciones FI (Mercado libre)</i> | <i>Total Acciones y participaciones FI</i> | <i>% Cambio 2004-2007</i> |
|------|---------------------------------------|-----------------------------|---------------------------|---|--|-------------------------------|
| | <i>Mercado principal</i> | <i>Mercado paralelo</i> | <i>Total acciones</i> | | | |
| 2004 | 1.614,95 | 154,56 | 1.769,51 | 1.845,11 | 3.614,62 | 31,24 |
| 2007 | 2.524,30 | 136,39 | 2.660,69 | 2.083,35 | 4.744,04 | |

(1) Datos referidos a 31 de diciembre.

Fuente: Bolsa de Bratislava (*Monthly Statistics*)

Tabla 15. *Capitalización de mercado de bonos en la Bolsa de Bratislava (millones EUR) (1). 2004-2007*

| | <i>Mercado oficial</i> | | | <i>Mercado libre</i> | <i>Total Bonos</i> | <i>% Cambio 2004-2007</i> |
|------|------------------------------|-----------------------------|----------------------------------|--------------------------|------------------------|-------------------------------|
| | <i>Mercado principal</i> | <i>Mercado paralelo</i> | <i>Total Mercado oficial</i> | | | |
| 2004 | 8.378,93 | 387,88 | 8.766,81 | 572,39 | 9.339,20 | 43,26 |
| 2007 | 10.831,92 | 1.985,20 | 12.817,12 | 562,09 | 13.379,21 | |

(1) Datos referidos a 31 de diciembre.

Fuente: Bolsa de Bratislava (*Monthly Statistics*)

Los bonos públicos y los inversores extranjeros han jugado un papel muy importante en los mercados de valores eslovacos. En 2004, los inversores extranjeros y los bonos cotizados representaban el 49,6% y el 94,9% del volumen de negociación total de la Bolsa de Bratislava, respectivamente.

Tanto el número como el volumen negociado de acciones y participaciones en fondos de inversión en la Bolsa eslovaca se redujeron bruscamente de 2004 a 2007, mientras que el de bonos aumentó, aunque este incremento no compensó la reducción en aquellas, cayendo el importe total negociado en ambos tipos de valores en dicho período. No obstante, al analizar anualmente el mercado bursátil eslovaco se observa que el importe negociado en el mercado de acciones y participaciones de FI se incrementó en cerca del 132% en 2005, mientras que en 2006 se redujo muy poco y en 2007 cayó en un 64%, según datos de la Bolsa de Bratislava.

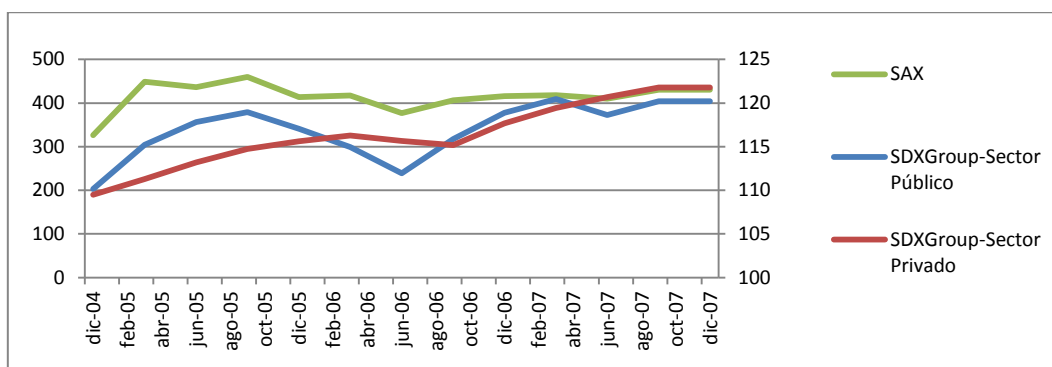
Tabla 16. *Número de valores y volumen negociado en la Bolsa de Bratislava (millones EUR). 2004-2007*

| | <i>Acciones y participaciones FI</i> | | <i>Bonos</i> | | <i>Total Acciones, participaciones FI y bonos</i> | | <i>% Cambio 2004-2007</i> |
|-------------|--------------------------------------|----------------|--------------|----------------|---|----------------|---------------------------|
| | <i>Nº</i> | <i>volumen</i> | <i>Nº</i> | <i>volumen</i> | <i>Nº</i> | <i>volumen</i> | |
| <i>2004</i> | 389 | 529,25 | 65 | 10.296,59 | 454 | 10.825,84 | -- |
| <i>2007</i> | 225 | 21,39 | 122 | 10.361,52 | 347 | 10.382,91 | - 4,09 |

Fuente: Bolsa de Bratislava (*Annual Report and Monthly Statistics*)

El índice de renta variable SAX muestra un crecimiento en 2004 y a partir de 2005 una tendencia relativamente estable. En cambio, los índices SDXGroup-Sector público, de valores de deuda pública, y SDXGroup-Sector privado, de valores de deuda privada, siguieron una tendencia creciente y bastante próxima a lo largo del período analizado.

Gráfico 14. Índices SAX y SDXGroup Sectores privado y público (1). 2004-2007



(1) Datos de cierre del último día hábil de cada trimestre. En el eje izquierdo el índice SAX y en el eje derecho los dos índices SDXGroup.

Fuente: Bolsa de Bratislava (*Annual Report and Monthly Statistics*)

La Bolsa de valores de Ljubljana

La Bolsa de Valores eslovena o *Ljubljanska Borza* reinició su actividad en el año 1990. La adopción de dos Leyes en 1989, la Ley del Mercado de Valores y la Ley del Mercado de Capital, sentó las bases jurídicas para el establecimiento de la nueva Bolsa de valores eslovena. Otras leyes importantes para los mercados de valores de Eslovenia que se aprobaron más adelante fueron: la Ley de los Fondos de Inversión (1994), la Ley sobre Fusiones y Adquisiciones (1997), la Ley de Sociedades (2006) y la Ley sobre Conglomerados Financieros (2006), que regula la supervisión para los grupos financieros.

En 1994 se creó la entidad encargada del sistema de compensación y liquidación de valores KDD, o CSCC por sus siglas en inglés (*Central Securities Clearing Corporation*). BTS fue el sistema de negociación o contratación de la Bolsa eslovena desde 1999. En 2002 se lanzó el nuevo sistema de información electrónico SEOnet, que sustituyó al anterior Borzanet.

Hasta 2007 existían dos segmentos de mercados bursátiles, mercado oficial y mercado semioficial (o mercado libre). En el mercado oficial cotizaban dos tipos de acciones: acciones del mercado principal (*prime market*) y otras acciones. El mercado principal comenzó a operar en 2005 con el objetivo de atraer a los inversores internacionales y en

él se negocian los valores de las más grandes y líquidas empresas cotizadas en la Bolsa eslovena, las cuales cumplen las normas internacionales de información, transparencia y calidad. También en 2005 se introdujo un nuevo segmento de negociación creador de mercado (TUVL) o *market maker trading segment*, para la cotización de los valores emitidos por el Tesoro público esloveno, con el objetivo de aportar liquidez a la negociación de estos valores. Este segmento finalizó a finales de 2007. Además de acciones, en ambos mercados, oficial y semioficial, se negociaban bonos y participaciones de FI. Los FI negociados en el mercado oficial eran los *open-end funds* y en el mercado libre o semioficial los *closed-end funds*.

El tamaño de la Bolsa de valores de Eslovenia, medido por la capitalización total de los dos instrumentos más negociados en la misma, acciones y bonos, aumentó en más del 170% de 2004 a 2007. El valor de mercado de las acciones se multiplicó por cuatro en dicho período.

Tabla 17. *Estructura y Tamaño del mercado bursátil esloveno (1). 2004-2007*

| | | Nº emisores | Nº valores | Capitalización de mercado (millones EUR) |
|-----------------------------------|-----------------------------------|----------------|---------------|---|
| 2004 | <i>Mercado Oficial</i> | 41 | 105 | 7.166,00 |
| | <i>Acciones</i> | 29 | 29 | 4.132,33 |
| | <i>Bonos</i> | 12 | 76 | 3.033,67 |
| | <i>Open-end Funds</i> | 0 | 0 | 0 |
| | <i>Mercado Libre</i> | 137 | 149 | 2.509,90 |
| | <i>Acciones</i> | 111 | 113 | 1.527,74 |
| | <i>Bonos</i> | 15 | 25 | 664,46 |
| | <i>Close-end Funds</i> | 11 | 11 | 317,70 |
| | <i>Total acciones, bonos y FI</i> | 178 | 254 | 9.675,90 |
| 2007 | <i>Mercado Oficial</i> | 38 | 97 | 21.957,88 |
| | <i>Acciones Prime Market</i> | 8 | 8 | 12.312,43 |
| | <i>Otras acciones</i> | 17 | 17 | 4.569,26 |
| | <i>Bonos</i> | 11 | 69 | 4.914,66 |
| | <i>Open-end Funds</i> | 2 | 3 | 161,53 |
| | <i>Mercado semioficial</i> | 81 | 91 | 4.899,95 |
| | <i>Acciones</i> | 62 | 64 | 2.858,43 |
| | <i>Bonos</i> | 12 | 20 | 1.019,94 |
| | <i>Close-end Funds</i> | 7 | 7 | 1.021,57 |
| <i>Total acciones, bonos y FI</i> | 119 | 188 | 26.857,83 | |

(1) Los datos están referidos al 31 de diciembre.

Fuente: Bolsa de Ljubljana (*Statistical Reports*)

De 2004 a 2007, el volumen negociado total en la Bolsa eslovena se incrementó en un 34%. Por segmentos, dicho volumen aumentó en un 80% en el mercado oficial, mientras que en el mercado libre o semioficial se redujo. El aumento en el mercado oficial se debió al crecimiento en un 164% del importe negociado de las acciones.

Tabla 18. Volumen negociado en la Bolsa de valores (renta variable y renta fija) de Eslovenia. 2010-2014

| | | Valor negociado (millones EUR) |
|------|-----------------------------------|-----------------------------------|
| 2004 | <i>Mercado Oficial</i> | 1.074,82 |
| | <i>Acciones</i> | 694,85 |
| | <i>Bonos</i> | 379,98 |
| | <i>Open-end Funds</i> | 0 |
| | <i>Mercado Libre</i> | 585,86 |
| | <i>Acciones</i> | 239,07 |
| | <i>Bonos</i> | 95,75 |
| | <i>Close-end Funds</i> | 231,84 |
| | <i>Total acciones, bonos y FI</i> | 1.660,68 |
| 2007 | <i>Mercado Oficial</i> | 1.931,09 |
| | <i>Acciones Prime Market</i> | 1.382,25 |
| | <i>Otras acciones</i> | 451,75 |
| | <i>Bonos</i> | 42,75 |
| | <i>Open-end Funds</i> | 54,34 |
| | <i>Mercado semioficial</i> | 295,80 |
| | <i>Acciones</i> | 117,98 |
| | <i>Bonos</i> | 65,04 |
| | <i>Close-end Funds</i> | 112,77 |
| | | <i>Total acciones, bonos y FI</i> |

Fuente: Bolsa de Ljubljana (*Statistical Reports*)

Desde la entrada de Eslovenia en la eurozona, en enero de 2007, los valores cotizados en la Bolsa eslovena comenzaron a cotizar en euros. En ese momento cotizaban los índices: SBI 20-Slovene Stock Exchange Index y SBI TOP-Slovene Blue-chip Index para las acciones, PIX-Investment Funds Index para los fondos de inversión y BIO-Stock Exchange Bond Index para los bonos. Asimismo, en 2007 entró en vigor la Ley

de Mercados e Instrumentos Financieros, la cual incorporaba la legislación de la UE (Directiva MiFID).

La Bolsa de valores de Budapest

La Bolsa de valores de Budapest restableció su actividad el 21 de junio de 1990 con un sistema de negociación tradicional de viva voz o de corros con soporte parcial electrónico. A partir de 1999 todas las transacciones se llevaban a cabo a través de un nuevo sistema electrónico. En 2004 se fusionaron las Bolsas de valores y la Bolsa de productos básicos (*commodities*) de Hungría.

En ese año, la capitalización de los bonos representaba el 51 %, siendo la mayor parte de ellos bonos públicos, y de las acciones el 37% del total de la capitalización del mercado bursátil húngaro. A partir de ese año y hasta el comienzo de la crisis de 2007, la capitalización de las acciones aumentó en mayor proporción que la de los bonos.

Tabla 19. *Capitalización de mercado de la Bolsa de Budapest (miles de millones EUR)⁴⁵ (1). 2004-2007*

| | <i>Acciones</i> | <i>Participaciones FI</i> | <i>Certificados</i> | <i>Bonos</i> | <i>Letras del tesoro</i> | <i>Total</i> |
|------|-----------------|-------------------------------|---------------------|--------------|------------------------------|--------------|
| 2004 | 20,86 | 0,18 | 0,79 | 28,61 | 5,47 | 55,90 |
| 2007 | 32,52 | 1,50 | 0,61 | 39,83 | 6,11 | 80,58 |

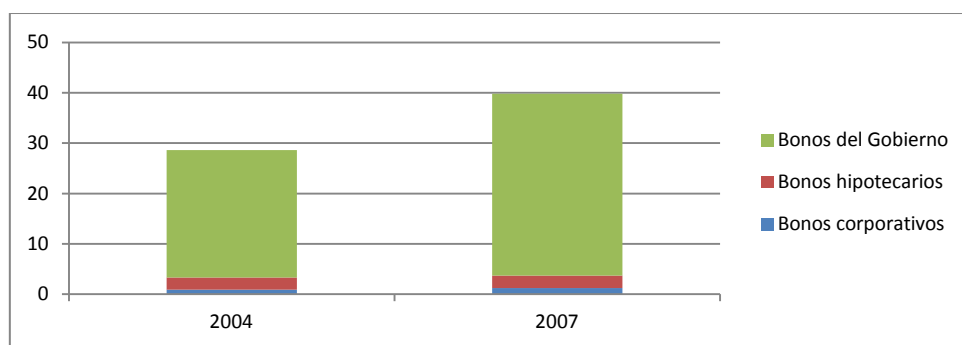
(1) Los datos están referidos al último día hábil de diciembre.

Fuente: Bolsa de Budapest (*Annual Statistics*)

⁴⁵ Las estadísticas de la Bolsa de Budapest están disponibles tanto en su moneda, el forint húngaro, como en euros en todo el período analizado.

El valor de mercado de los bonos del Gobierno aumentó de 2004 a 2007. En este último año, la capitalización de dichos bonos representaba más del 90% del valor de mercado total de los bonos. Los bonos corporativos e hipotecarios, aunque representaban una parte muy pequeña del total (alrededor del 1% los corporativos y cerca del 2,5% los hipotecarios), mostraron una tendencia creciente desde 2004.

Gráfico 15. Capitalización de mercado de los bonos en la Bolsa de Budapest (miles de millones EUR). 2004-2007



(1) Los datos están referidos al último día hábil de diciembre.

Fuente: Bolsa de Budapest (Budapest Stock Exchange, Annual Statistics)

Tabla 20. Importe negociado en el mercado oficial de liquidación inmediata (cash markets) de la Bolsa de Budapest (millones EUR). 2004-2007

| | <i>Acciones</i> | <i>Participaciones FI</i> | <i>Certificados y otros</i> | <i>Bonos</i> | <i>Letras del tesoro</i> | <i>Total</i> |
|-------------|-----------------|---------------------------|-----------------------------|--------------|--------------------------|--------------|
| <i>2004</i> | 10.439,2 | 2,9 | 3,2 | 1.188,4 | 156,8 | 11.790,4 |
| <i>2007</i> | 34.573,6 | 74,8 | 0,5 | 843,4 | 58,1 | 35.550,4 |

Fuente: Bolsa de Budapest (Budapest Stock Exchange, Annual Statistics)

Desde 2005, la Bolsa de Budapest aplica un sistema de medición de la liquidez para diferentes tamaños de pedidos de los inversores, de manera que éstos pueden tomar decisiones de inversión conociendo los costes de liquidez según cada pedido. Estos

costes dependen de la prima de liquidez y de los movimientos adversos de los precios de ejecución en las órdenes de compra o venta de valores. En el período analizado, el importe negociado de las acciones aumentó en más del 200%, mientras que el de los bonos - corporativos, hipotecarios y del Gobierno - y las letras del tesoro se redujo.

Los índices más representativos de la Bolsa húngara son: BUX Index, que es el índice oficial de la Bolsa de Budapest, BUMIX Index para las acciones de pequeña a mediana capitalización y CETOP20 Index, que recoge la cotización de las acciones *blue chip* de Europa Central. Además, el índice RAX, que actúa de referencia para los fondos de inversión, desarrollado por la Asociación de Fondos de Inversión y Compañías de Gestión de Activos de Hungría, es publicado oficialmente por la Bolsa de Budapest desde febrero de 1999.

Cuadro 1. Índices de la Bolsa de Budapest

BUX Index (*Budapest Stock Exchange Index*). Se creó el 2 de enero de 1991 con una base de 1000 puntos. El BUX es el índice oficial de las acciones *blue-chip* que cotizan en la Bolsa de Budapest, por lo que su evolución mide las tendencias de cambio en la rentabilidad del mercado bursátil húngaro. Para su cálculo, se toman las ponderaciones de capitalización de libre flotación de las acciones, cuyo número es variable hasta un máximo de veinticinco. Además, BUX Index es un índice negociable en los contratos de futuros y opciones sobre índices.

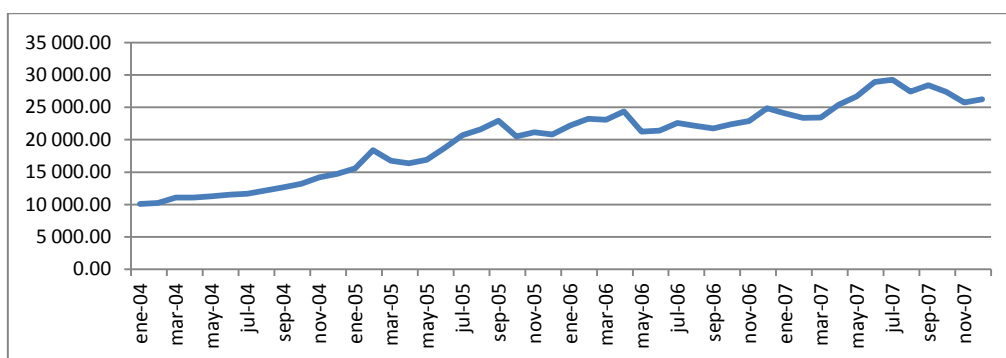
BUMIX Index (*Budapest Stock Exchange Mid and Small Cap Share Index*). Fue introducido el 5 de enero de 2004 con una base de 1000 puntos. Este índice mide la rentabilidad de las acciones con capitalización pequeña o mediana de empresas que cotizan en la Bolsa de Budapest. Su cálculo es similar al del BUX Index. BUMIX Index es un índice negociable en los contratos de futuros sobre índices.

CETOP20 Index (*Central European Blue Chip Index*). Es un índice regional, creado el 1 de enero de 2001 con una base de 1000 puntos, que mide la rentabilidad media de las acciones de las veinte empresas con mayor capitalización y liquidez de Europa Central. CETOP20 Index sirve como referencia para la gestión de carteras en dicha región. En este índice, se pueden incluir hasta siete valores que coticen en una misma Bolsa, de las siguientes: Budapest, Varsovia, Praga, Bratislava, Ljubljana y Zagreb.

Fuente: Bolsa de Budapest

El Bux Index ha seguido una tendencia creciente a lo largo del período analizado, por el efecto positivo de la adhesión de Hungría a la UE, aunque con subidas y bajadas a corto plazo, más dependientes éstas de los factores que influyen en el mercado bursátil, como los beneficios de las empresas, los costes de financiación de las mismas y variables macroeconómicas, como las expectativas de inflación y de crecimiento económico del propio país.

Gráfico 16. *Evolución del BUX Index (1). 2004-2007*



(1) Valores de cierre del último día hábil de cada mes.

Fuente: Bolsa de Budapest (Budapest Stock Exchange, Statistics)

De 2004 a 2007, el mayor crecimiento del volumen de contratación en los mercados de derivados se dio en los futuros sobre divisas, el cual se multiplicó por cuatro. En total, el importe contratado en el mercado de derivados se incrementó en casi un 200% en dicho período.

Tabla 21. *Volumen de contratación en los mercados de derivados financieros de Hungría (millones EUR). 2004-2007*

| | <i>Futuros sobre acciones</i> | <i>Futuros sobre índices</i> | <i>Futuros sobre divisas</i> | <i>Futuros sobre tipos de interés</i> | <i>Total</i> |
|------|-------------------------------|------------------------------|------------------------------|---------------------------------------|--------------|
| 2004 | 3.947,25 | 1.785,79 | 3.239,66 | 3,44 | 8.976,15 |
| 2007 | 9.299,46 | 4.183,15 | 12.984,68 | 4,52 | 26.471,80 |

Fuente: Bolsa de Budapest (Budapest Stock Exchange, Statistics)

El mercado de derivados, además de la función de mercado organizado, cumple la función de cámara de compensación, actuando como contrapartida y garantizando la realización de las transacciones, lo que reduce el riesgo de liquidez. En los mercados de derivados financieros se negocian fundamentalmente futuros y opciones sobre acciones, índices, tipos de interés y divisas.

Asimismo, los productos derivados negociados en mercados regulados permiten gestionar otros riesgos asociados a los activos financieros. Con la técnica de cobertura con futuros se reduce el riesgo de precio o de mercado. Las opciones también ayudan a reducir los riesgos asociados al activo subyacente, pues permiten comprarlo a un precio de ejercicio predeterminado y, además, reduce el coste de la inversión y las pérdidas por el efecto de apalancamiento.

La Bolsa de valores de Varsovia

La Bolsa de valores de Varsovia reinició su actividad en 1991. Dos factores contribuyeron al desarrollo de los mercados de valores en Polonia, la reforma del sistema de pensiones polaco en 1999, el cual estimuló la inversión institucional, y la adhesión de este país a la UE en 2004, según se expone en la reseña histórica de la propia Bolsa polaca. La normativa básica reguladora de los valores se basa en tres leyes: Ley sobre Oferta Pública, Ley de Negociación de Instrumentos Financieros y Ley sobre Supervisión del Mercado de Capitales.

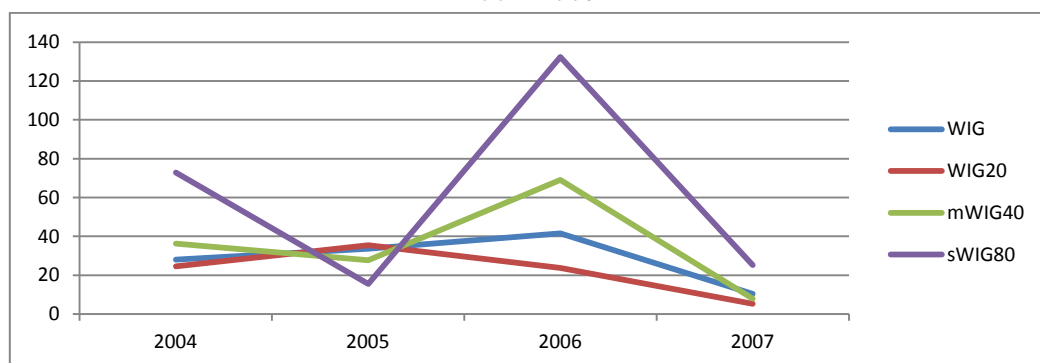
El sistema electrónico WARSET se implantó en la Bolsa polaca en 2000. Desde entonces se ha producido un gran desarrollo de las infraestructuras financieras, lo que ha ayudado al crecimiento del mercado bursátil polaco. En 2007, la estructura de los mercados de valores en Polonia estaba configurada en torno a dos mercados: mercado principal (main market) y mercado alternativo o paralelo NewConnet. En el mercado principal, el cual entró en funcionamiento desde que se reabrió la Bolsa en abril de 1991, además de acciones, se pueden negociar bonos y otras clases de valores, como los warrants, ETFs y derivados, entre otros. En el mercado NewConnet se negocian las acciones de empresas de reciente creación o en fase de crecimiento, en especial del sector de las nuevas tecnologías. Este mercado alternativo fue creado en agosto de 2007.

A través de la plataforma MTS-CeTO, fruto de la alianza de dos mercados electrónicos de bonos polaco (CeTO) e italiano (MTS) en 2004, que más adelante pasaría a llamarse BondSpot, los inversores pueden adquirir la deuda emitida por el Tesoro público de Polonia (letras y bonos). Después, dicha deuda se puede negociar en el mercado regulado secundario (la Bolsa de valores).

Los principales índices de la Bolsa de Varsovia son: WIG Index, WIG20 Index para las acciones blue-chip, sWIG80 y mWIG40 Index, estos dos últimos para las acciones de las PYME. En 2004, el número de empresas cuyas acciones cotizaban en la Bolsa polaca eran 225 nacionales y 5 extranjeras. En 2007, fueron 328 las primeras y 23 las segundas, según datos de la Bolsa de Varsovia.

Las rentabilidades de los cuatro índices principales de la Bolsa de Varsovia, los cuales son representativos del valor del mercado bursátil en general (WIG Index), de las acciones *blue chip* (WIG20), de las acciones de las empresas medianas (mWIG40) y pequeñas (sWIG80), no tuvieron un comportamiento similar a lo largo del período analizado. Los índices bursátiles general y de las *Blue chip* aumentaron moderadamente, mientras que los índices representativos de las PYMES cayeron en 2005. En 2006 aumentaron todos los índices, salvo el WIG20, y en 2007 todos los índices arrojaron pérdidas, lo que reflejaba el inicio de la crisis.

Gráfico 17. Rentabilidades anuales de los índices de la Bolsa de Varsovia (%) (1).
2004-2007



Fuente: Bolsa de Varsovia (*Annual Report and Monthly Statistics*)

Cuadro 2. Principales Índices de la Bolsa de Varsovia

WIG Index. Se creó en abril de 1991 con una base igual a 1000 puntos. En este índice se recogen las acciones cotizadas en la Bolsa de Varsovia con los requisitos mínimos establecidos legalmente.

WIG20 Index. Se introdujo en la Bolsa de Varsovia en abril de 1994 para las acciones de las veinte empresas más grandes y con mayor liquidez del mercado principal. Desde 1997, se publica para el mercado continuo y en 2002 se estableció una nueva regla para seleccionar las acciones, basada en la capitalización *free-float*⁴⁶. En este índice no pueden estar representadas más de cinco empresas de un mismo sector.

mWIG40 Index. Índice sucesor del anterior MIDWIG Index, calculado desde diciembre de 1997 con una base de 1000 puntos para las acciones de las cuarenta empresas de tamaño mediano que cotizan en el mercado principal.

sWIG80 Index. Índice sucesor del anterior WIRR Index, calculado desde diciembre de 1994 con una base de 1000 puntos para las acciones de las ochenta empresas más pequeñas cotizadas en el mercado principal.

Fuente: Bolsa de Varsovia

Cabe destacar el gran crecimiento de la capitalización del mercado de acciones en la Bolsa de Varsovia de 2004 a 2007 (318,5%), lo que fue impulsado por el alza en las cotizaciones de las acciones de empresas extranjeras negociadas en la misma. El desarrollo de la Bolsa polaca en dicho período parece confirmar la hipótesis de que la adhesión de Polonia a la UE ha actuado de catalizador del desarrollo de su mercado de capitales.

⁴⁶ El cálculo de la capitalización de las acciones siguiendo la metodología *free-float* se realiza en base al número de acciones disponibles en el mercado y no en función del número total de acciones en circulación. Las acciones de los grupos de control o de inversores estratégicos no forman parte de dicho cálculo.

Tabla 22. Capitalización de mercado (acciones y bonos) de la Bolsa de Varsovia (miles de millones EUR) (1). 2004-2007

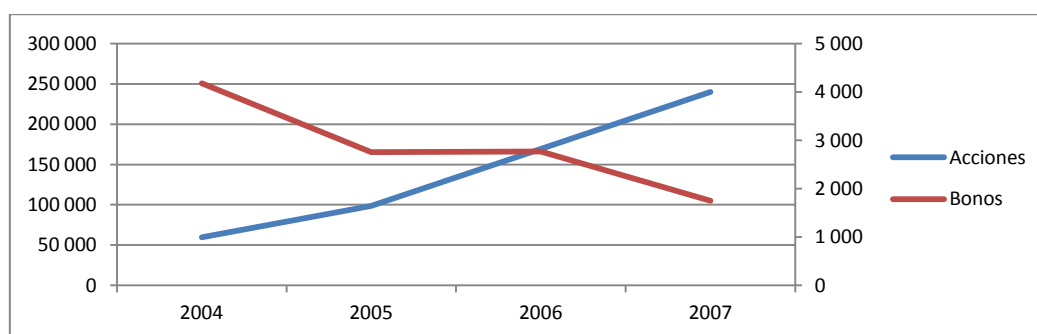
| | | 2004 | 2007 |
|--|---------------------------|-------|--------|
| Acciones (Mercados principal y paralelo) | | | |
| | Empresas nacionales | 52.53 | 141.24 |
| | Empresas extranjeras | 18.96 | 158.00 |
| | Total | 71.49 | 299.24 |
| | % Cambio/periodo anterior | -- | 318.55 |
| Bonos | Nacionales | 55.52 | 96.73 |
| | Extranjeros | 0.20 | 0.20 |
| | Total | 55.72 | 96.93 |
| | % Cambio/periodo anterior | -- | 3.12 |

(1) Los datos de capitalización se refieren al último día hábil de diciembre de cada año. Para la conversión a euros se ha aplicado el tipo de cambio PLN/EUR al final de cada año. El tipo de cambio PLN/EUR utilizado en cada año es: 1 euro igual a 4,08 zlotys en 2004 y 3,61 zlotys en 2007, según datos de la Bolsa de Varsovia.

Fuente: Elaboración propia con datos de la Bolsa de Varsovia (*Warsaw Stock Exchange, Statistics*)

De 2004 a 2007, el volumen negociado neto en el mercado bursátil de acciones y bonos polaco se incrementó en un 183%. Distinguiendo entre ambos tipos de valores, el crecimiento acumulado de los valores de dicho indicador a lo largo del período ha sido de un 301% en las acciones, reduciéndose en los bonos en un 58%.

Gráfico 18. Volumen negociado en la Bolsa de Varsovia (millones PLN) (1). 2004-2007



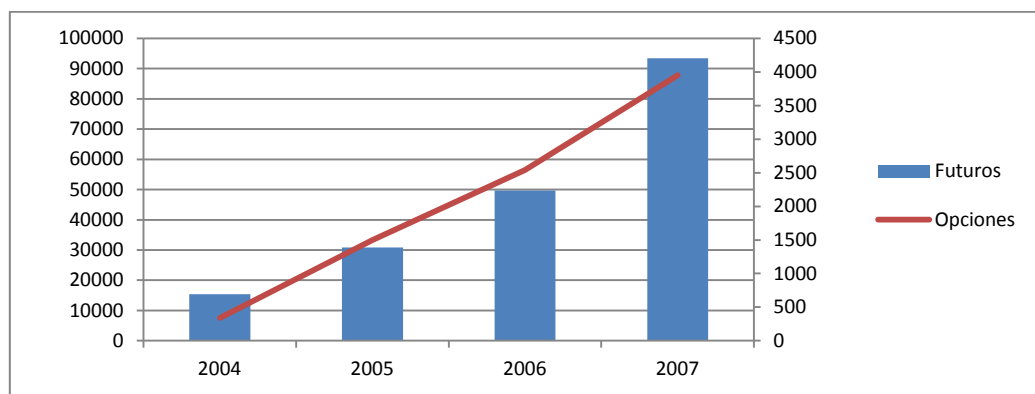
(1) El valor negociado de las acciones se representa en el eje izquierdo y de los bonos en el eje derecho.

Fuente: Bolsa de Varsovia (*Warsaw Stock Exchange, Statistics*)

Los mercados de derivados financieros más desarrollados tecnológicamente de los cinco países ECE son los de Polonia. En dicho mercado se negocian tanto futuros como opciones. Los derivados con mayor volumen de contratación son los futuros, los cuales pueden negociarse sobre acciones, divisas (USD/PLN, EUR/PLN, GBP/PLN y CHF/PLN), índices (WING20 y mWIG40), tipos de interés (tipos del mercado interbancario WIBOR a uno, tres y seis meses) y bonos (bonos del tesoro a corto, medio y largo plazo). El índice WING20 es un instrumento financiero subyacente no sólo para los contratos de futuros sobre índices, sino también para las opciones y los fondos cotizados (ETF).

El volumen de contratación en los mercados de derivados aumentó de 2004 al 2007, debido al fuerte crecimiento en el mercado de futuros. Las opciones, aunque representaban una proporción muy pequeña del total negociado en estos mercados, fueron ganando peso a lo largo del período analizado.

Gráfico 19. *Volumen contratado (millones EUR) en los mercados de derivados de la Bolsa de Varsovia. 2004-2007 (1)*



(1) Para la conversión a euros se ha aplicado el tipo de cambio PLN/EUR al final de cada año. Los futuros se representan en el eje izquierdo y las opciones en el eje derecho. El tipo de cambio PLN/EUR utilizado en cada año es: 1 euro igual a 4,08 zlotys en 2004, 3,86 zlotys en 2005, 3,83 zlotys en 2006 y 3,61 zlotys en 2007, según datos de la Bolsa de Varsovia.

Fuente: Elaboración propia con datos de la Bolsa de Varsovia (*Warsaw Stock Exchange, Statistics*)

La Bolsa de valores de Praga

La Bolsa de Praga recomenzó su actividad en 1993 y es miembro, además del holding CEESEG y de la Federación de Bolsas Europeas, o FESE por sus siglas en inglés (*Federation of European Securities Exchanges*), de la Comisión Nacional del Mercado de valores de Estados Unidos, *US Securities and Exchange Commission* (US SEC), como participante *offshore*. FESE es un foro de información y cooperación entre sus miembros y pretende la coordinación de las reglas de los mercados de valores en la UE, pero respetando el principio de regulación del país de origen.

Las leyes reguladoras de los mercados de valores en la República Checa son: la Ley de del mercado de capitales, Ley de bonos y Ley de contabilidad.

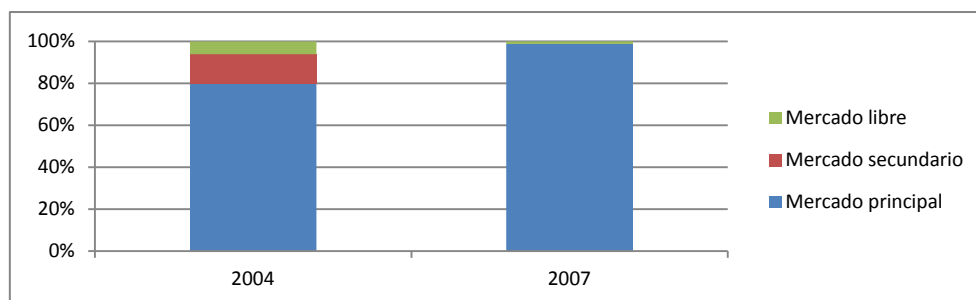
El sistema de negociación electrónico de la Bolsa checa se basaba en un proceso automatizado para las compras y ventas de valores, ATS en sus siglas en inglés (*Automated Trading System*).

En 2004, la Bolsa checa se estructuraba en tres tipos de mercado: mercado libre (*free market*), mercado principal (*main market*) y mercado secundario (*secondary market*). Los requerimientos, regulados en la Ley del mercado de capitales, para que los valores sean admitidos a cotización en los mercados principal y secundario son más estrictos, en cuanto a presentación de informes financieros, entre otros, que en el mercado libre.

A finales de 2004, del total de las acciones y participaciones de FI negociadas en la Bolsa de Praga, el 11% lo hacía en el mercado principal, el 53% en el mercado secundario y el 36% en el mercado libre. En cuanto a los bonos, el 31% cotizaba en el mercado principal, el 25% en el mercado secundario y el 44% en el mercado libre.

El 1 de julio de 2007, el mercado secundario se integró en el principal, de manera que los mercados de valores checos a partir de dicha fecha eran dos mercados, principal y libre. Al final de ese año, el 66% de las acciones y participaciones de FI cotizaban en el mercado principal, cuya capitalización sobre el total de la Bolsa checa representaba el 98,8%.

Gráfico 20. Estructura y tamaño (capitalización de mercado de acciones y participaciones de FI) de la Bolsa de Praga (%). 2004-2007



(1) Los cálculos se han basado en datos referidos a 31 de diciembre.

Fuente: Elaboración propia con datos de la Bolsa de Praga (*Prague Stock Exchange Statistics*)

La capitalización de mercado de las acciones cotizadas en la Bolsa de Praga aumentó en más del 115% de 2004 a 2007. Este incremento se dio tanto en las acciones nacionales como en las acciones extranjeras, cuya capitalización aumentó en un 121% y 105%, respectivamente.

Tabla 23. Capitalización de mercado de acciones nacionales y extranjeras en la Bolsa de Praga (millones EUR). 2004-2007

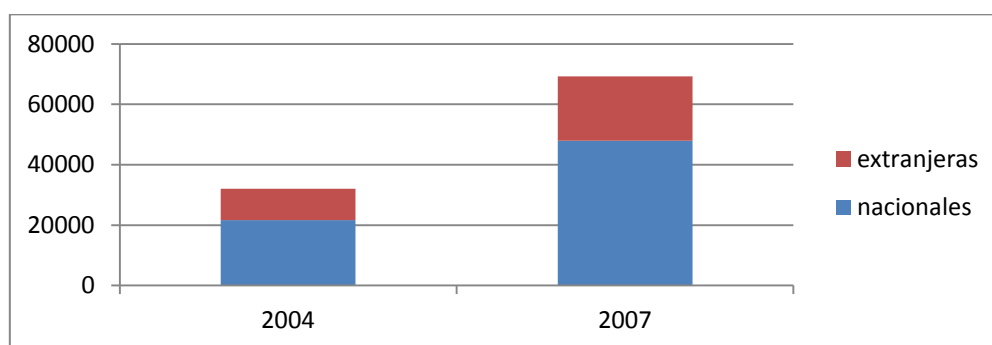
| | Acciones nacionales | Acciones extranjeras | Total Acciones | % Cambio 2004-2007 |
|------|---------------------|----------------------|----------------|--------------------|
| 2004 | 21.720,0 | 10.377,8 | 32.097,8 | -- |
| 2007 | 47.987,4 | 21.300,8 | 69.288,2 | 115,86 |

(1) Los datos están referidos a 31 de diciembre.

Fuente: Bolsa de Praga (*Prague Stock Exchange Statistics*)

El valor de mercado de las acciones extranjeras que cotizaban en la Bolsa de valores checa, aunque aumentó de 2004 a 2007, su porcentaje sobre el total de la capitalización pasó del 32% en 2004 al 31% en 2007. Ello se debió a que el valor de mercado de las acciones nacionales tuvo un crecimiento mayor que el de las extranjeras.

Gráfico 21. *Capitalización de mercado de acciones nacionales y extranjeras de la Bolsa de Praga (millones EUR) (1). 2004-2007*



(1) Los datos están referidos a 31 de diciembre.

Fuente: Bolsa de Praga (*Prague Stock Exchange Statistics*)

El volumen negociado de las acciones y bonos en la Bolsa checa aumentó cerca del 50% de 2004 a 2007. Sin embargo, hay que analizar los valores de dicho indicador por tipos de valores. El importe negociado de las acciones y participaciones de los fondos de inversión creció en más del 100%, mientras que el de los bonos se redujo en dicho período. En 2007, las acciones y participaciones de fondos de inversión representaban más del 66% del total negociado en los tres tipos de valores– acciones, participaciones de FI y bonos – en la Bolsa de valores de Praga.

Tabla 24. *Volumen negociado en la Bolsa de Praga (millones EUR). 2004-2007*

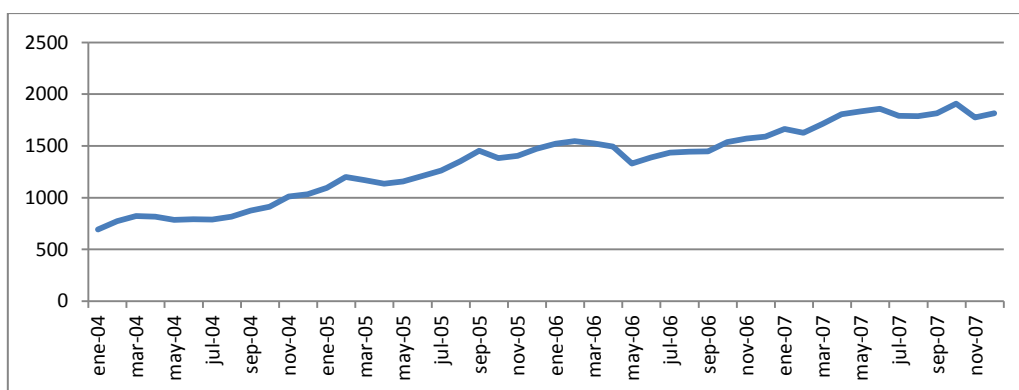
| | <i>Acciones y participaciones FI</i> | <i>Bonos</i> | <i>Total</i> | <i>% Cambio 2004-2007</i> |
|-------------|--------------------------------------|--------------|--------------|---------------------------|
| <i>2004</i> | 15.038,3 | 21.621,9 | 36.660,2 | -- |
| <i>2007</i> | 36.528,2 | 18.387,8 | 54.916 | 49,8% |

Fuente: Bolsa de Praga (*Prague Stock Exchange Statistics*)

Los principales índices de la Bolsa de Praga son: PX Index, Index PX-TR y PX-GLOB Index. En 2006, PX Index sustituyó a PX-50 Index. Este último índice y PX-GLOB Index se crearon en 1994 con una base de 1000 puntos. El primero recoge los precios de las acciones de las compañías con mayor capitalización o *blue chip*, mientras que el segundo contempla los precios de un número mayor de acciones negociadas en la Bolsa de Praga. Index PX-TR es un índice de rendimientos de las acciones *Blue Chip* creado en 2006.

Los valores del PX Index muestran una tendencia claramente creciente desde la adhesión de la República Checa a la UE.

Gráfico 22. Evolución del PX Index de la Bolsa de Praga (1). 2004-2007



(1) Valores del índice de cierre en el último día hábil de cada mes.

Fuente: Bolsa de Praga (Prague Stock Exchange, Statistics)

3.3. Los sistemas bancarios

3.3.1. Desarrollo del sector bancario

La adhesión de los países ECE a la UE estimuló las operaciones transfronterizas, tanto comerciales como financieras, entre los bancos de la UE-15 y de los países ECE. Los bancos extranjeros han desempeñado un papel muy importante en el proceso de desarrollo financiero de los países ECE, no solamente por su aportación de capital a los mismos, sino también por su contribución en conocimiento y tecnología, lo que, además, ha ayudado a aumentar la eficiencia de sus sistemas bancarios.

Ryan y Horsewood (2011) estudian los factores determinantes de la integración financiera en el sector bancario de los nuevos Estados miembros⁴⁷ de la UE a través de un modelo con información asimétrica. Los autores concluyen que la integración financiera es complementaria a la integración económica, ya que la apertura comercial de los países ECE al resto de los países de la UE ha llevado a un aumento de la integración financiera en el sector bancario, medida a través de la reducción de los diferenciales de los tipos de interés de préstamos y depósitos.

Además de la entrada de capital extranjero en el sector bancario de los países ECE, las reformas institucionales y la adopción del acervo comunitario, crearon unas bases más sólidas para el desarrollo de sus sistemas financieros. En el período aquí analizado, además de la MiFID para las inversiones en valores mobiliarios realizadas por las entidades bancarias, las Directivas⁴⁸ más relevantes, y que los países ECE, como el resto de los Estados miembros, debieron transponer a su ordenamiento jurídico, fueron las relativas al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio y a la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito.

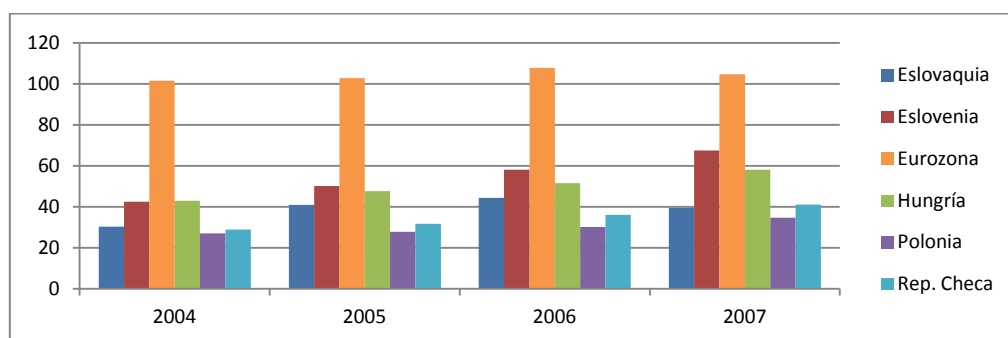
47 Además de los cinco países analizados en esta tesis, los autores estudian otros países, los otros cinco que entraron en la UE en 2004 (Chipre, Estonia, Letonia, Lituania y Malta) y a Bulgaria y Rumanía, cuya adhesión se produjo en 2007. Asimismo, analizan a Croacia, aunque no entró en la UE hasta 2013.

48 Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE. Véase anexo I.

De 2004 a 2007, las condiciones macroeconómicas favorables apoyaron el desarrollo del sector bancario y, en otra dirección, éste aportó financiación al sector no financiero, lo que permitió el crecimiento de la inversión productiva y el consumo en estos países.

Aparte de los activos de las entidades de crédito, una medida *proxy* de la profundidad del sector bancario que puede ofrecer información sobre su desarrollo en los países ECE en el período previo a la crisis es el crédito bancario interno al sector privado no financiero. En 2004, Eslovenia y Hungría tenían los niveles más altos de crédito bancario interno al sector privado, como porcentaje del PIB, de los cinco países ECE. De 2004 a 2007, esta ratio aumentó en 25 puntos porcentuales en Eslovenia y 15 puntos porcentuales en Hungría. En 2007, los valores de este indicador del tamaño de los sistemas bancario esloveno y húngaro representaban el 64% y 55% de la media de la eurozona, respectivamente.

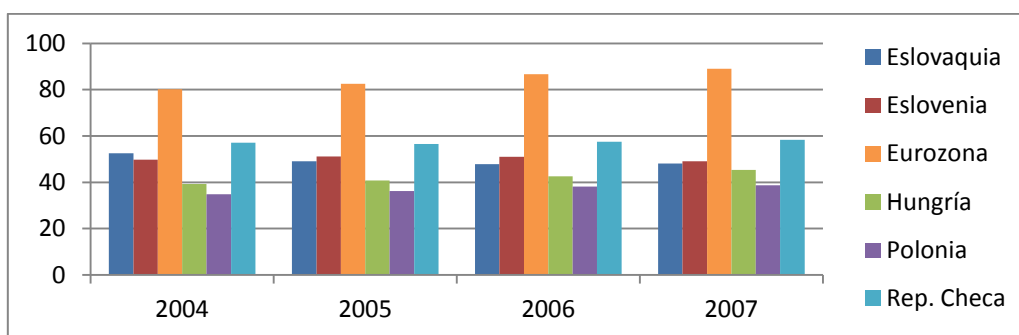
Gráfico 23. Crédito bancario al sector privado de los países ECE (% PIB). 2004-2007



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Mundial (*Global Financial Development Database*)

Por el lado del pasivo, los depósitos bancarios, como porcentaje del PIB, es otro indicador de desarrollo de este sector en cuanto a su financiación. El sector bancario checo es el que obtuvo, en promedio para los años 2004-2007, un volumen mayor de depósitos en relación al PIB de los cinco países ECE. En 2007, el valor de este indicador en la República Checa representaba el 65% de la media de la eurozona.

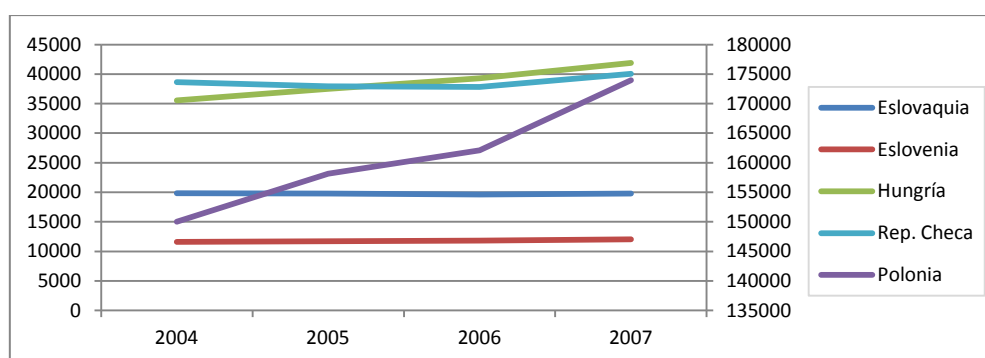
Gráfico 24. Depósitos bancarios de los países ECE (% PIB). 2004-2007



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Mundial (*Global Financial Development Database*)

Dado que los sectores financiero y real están relacionados positivamente, lo lógico es que los sectores bancarios de las economías más grandes, Polonia, Hungría y la República Checa, sean los de mayor tamaño en términos absolutos, como queda constatado por el número de sus instituciones de crédito y de empleados. No obstante, el número de instituciones de crédito ha aumentado en Eslovenia y Eslovaquia de 2004 a 2007, según datos del BCE⁴⁹. Cabe resaltar el gran incremento del número de empleados bancarios en Polonia en dicho período.

Gráfico 25. Número de empleados de las instituciones de crédito de los países ECE (1).



(1) Datos de diciembre. Polonia se representa en el eje derecho y los demás países en el eje izquierdo.

Fuente: BCE (*Structural Financial Indicators*)

⁴⁹ La fuente de los datos sobre el número de instituciones de crédito reflejados en la tabla es el BCE, salvo los datos de Polonia que son del Banco Central de Polonia.

Tabla 25. *Número de instituciones de crédito de los países ECE (1). 2004-2007*

| | <i>Eslovaquia</i> | <i>Eslovenia</i> | <i>Hungría</i> | <i>Polonia</i> | <i>Rep. Checa</i> |
|-------------|-------------------|------------------|----------------|----------------|-------------------|
| <i>2004</i> | 21 | 24 | 217 | 653 | 70 |
| <i>2007</i> | 26 | 27 | 206 | 645 | 56 |

(1) Datos a finales de cada año.

Fuente: BCE (Structural financial Indicators) y Banco Central de Polonia (Financial System Development Report)

La participación extranjera en los bancos de los países ECE ha sido muy elevada en el período anterior a la crisis, aunque hay que diferenciar entre países. Eslovaquia y la República Checa son los países con mayor participación extranjera en el capital de su sector bancario, mientras que en Eslovenia, dicha participación ha sido mucho más baja que en los dos anteriores. En este último caso, el aún elevado porcentaje de propiedad estatal en los bancos eslovenos no atrajo al capital extranjero como en los otros países ECE.

Tabla 26. *Participación extranjera sobre el total de activos del sector bancario de los países ECE (%). 2004-2007*

| | <i>Eslovaquia</i> | <i>Eslovenia</i> | <i>Hungría</i> | <i>Polonia</i> | <i>Rep. Checa</i> | <i>Eurozona</i> |
|-------------|-------------------|------------------|----------------|----------------|-------------------|-----------------|
| <i>2004</i> | 95 | 21 | 65 | 72 | 84 | 22,5 |
| <i>2007</i> | 89 | 24 | 64 | 76 | 85 | 20,5 |

Fuente: Banco Mundial (Global Financial Development Database)

La participación extranjera en el capital del sector bancario eslovaco, que ya era muy elevada en el año de su adhesión a la UE (89,6%), creció aún más desde entonces (91,8% en 2007), procediendo la mayor parte de dicho capital de Austria, Luxemburgo y la República Checa, según datos del Banco Nacional de Eslovaquia. Si se considera la

participación extranjera en los activos bancarios, ésta es un poco más baja que en relación al capital (89%) en 2007, según datos del Banco Mundial.

De 2004 a 2007, las entidades bancarias de Eslovaquia pasaron de veintiuna a veintiséis, de las cuales dos eran nacionales y el resto, diecinueve en 2004 y veinticuatro en 2007, o bien eran sucursales de bancos extranjeros o bien eran bancos eslovacos con mayoría de participación extranjera en su capital. El número de sucursales de bancos extranjeros aumentó desde tres en 2004 hasta nueve en 2007 y los bancos con participación mayoritaria extranjera disminuyeron desde dieciséis en 2004 hasta quince en 2007. En cuanto a la participación extranjera en los activos bancarios, éstos crecieron del % en 2004 al % en 2007.

En 2007, el 99,4% del total de activos de las entidades de crédito en Eslovenia correspondía a bancos comerciales y el resto a bancos de ahorro. En ese año había tres bancos de ahorro y veintiún bancos comerciales, de los cuales, ocho eran filiales de bancos extranjeros, además, de tres sucursales de instituciones de crédito extranjeras (de Austria y Francia).

Si bien la participación extranjera con más del 50% del capital de los bancos eslovenos no era muy elevada en 2004 (16,5%), la misma fue creciendo hasta situarse en el 26,7% en 2007, mientras que la del Gobierno central, que representaba el 19,1% en 2004, se ha ido reduciendo a lo largo del período analizado (15,1% en 2007). En total, los no residentes con participación, tanto mayoritaria como minoritaria, representaban el 37,7% del capital del sector bancario esloveno en 2007, según datos del Banco de Eslovenia. La participación extranjera en los activos bancarios (24%), que era menor que en relación al capital, según datos del Banco Mundial de 2007.

Tanto en 2004 como en 2007, los activos de bancos extranjeros respecto al total de activos bancarios en Hungría fueron superiores a los de Eslovenia, pero menores que los del resto de países ECE. El número de instituciones de crédito húngaras se redujo en el período analizado.

En 2004, el sector bancario polaco se componía de 653 instituciones de crédito, de las cuales 54 eran bancos comerciales, 3 sucursales de entidades extranjeras y 596 bancos cooperativos. De 2004 a 2007, se redujo el número de bancos, 4 comerciales y 15

cooperativos, mientras que las sucursales de entidades extranjeras aumentaron en 11, aumentando también la participación extranjera sobre el total de activos del sector. A finales de 2007, el valor de mercado de los catorce bancos comerciales, cuyas acciones cotizaban en la Bolsa de Varsovia y cuyos activos representaban el 65% del total del sector bancario, suponía casi el 40% del mercado bursátil total. En 2007, el aumento de los activos bancarios se debió en una gran parte al crecimiento del crédito concedido por los diez bancos más grandes de Polonia, según datos del Banco Central polaco.

El número de bancos checos decreció de 70 en 2004 a 56 en 2007, según datos del BCE. En 2007, el 85% de los activos del sector bancario de la República Checa eran extranjeros.

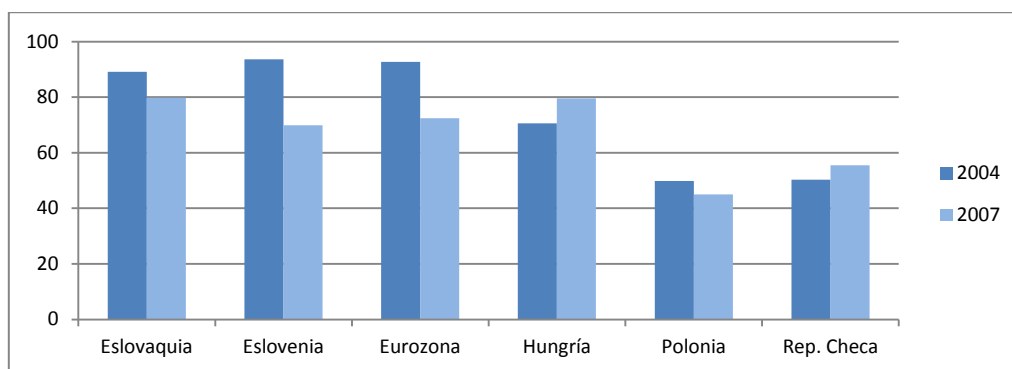
Además de los activos bancarios y la participación extranjera, otras características relevantes en el análisis del sector bancario de los países ECE son: la concentración, la rentabilidad y la solvencia de los mismos.

El grado de concentración de este sector se suele medir a través del índice Herfindahl o del porcentaje de los activos de las cinco o tres mayores entidades bancarias sobre el total de activos bancarios. Según este último indicador, el grado de concentración bancaria creció en Hungría y la República Checa y se redujo en el resto de países ECE, así como en el conjunto de la eurozona de 2004 a 2007. En este último año, los sectores bancarios más concentrados fueron los de Eslovaquia, Eslovenia y Hungría.

Sin embargo, mediante el índice Herfindahl⁵⁰, el cual tiene en cuenta a todos los bancos, los sectores bancarios más concentrados en 2007 eran los de Eslovaquia, Eslovenia y la República Checa, según datos del BCE.

⁵⁰ Este índice se calcula sumando los cuadrados de las cuotas de mercado de todos los bancos de un país. Su valor puede variar de 0 a 10.000. Se considera que por debajo de 1.000 el sector no está concentrado, entre 1.000 y 1.800 tiene una concentración moderada y a partir de 1.800 estaría muy concentrado.

Gráfico 26. *Concentración del sector bancario de los países ECE (1). 2004 y 2007*

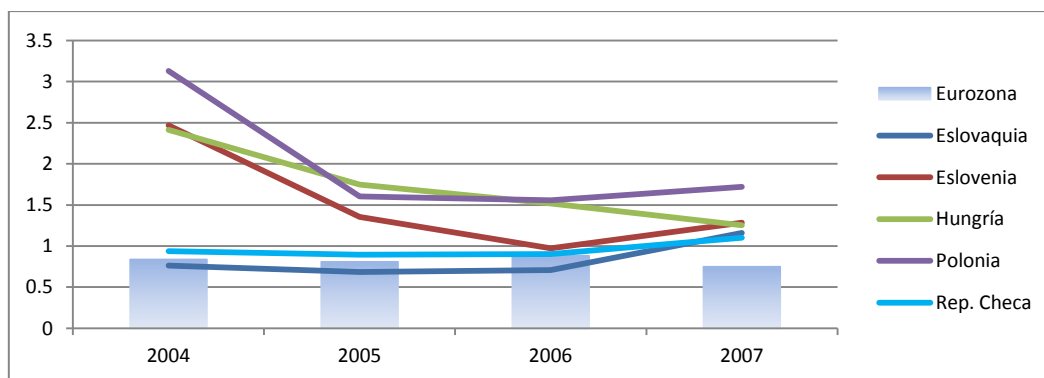


(1) Porcentaje de activos de los tres bancos comerciales más grandes en cada país.

Fuente: Banco Mundial (Global Financial Development Database)

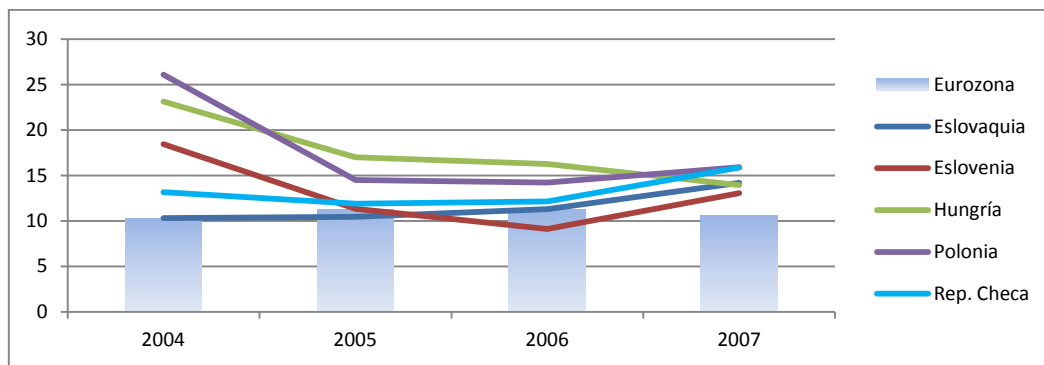
En cuanto a la rentabilidad, tanto de los activos, o ROA por sus siglas en inglés (*return on assets*), como de los fondos propios, o ROE por sus siglas en inglés (*return on equity*), de las entidades bancarias de Eslovaquia, la misma estuvo por debajo de los demás países ECE de 2004 a 2006, aunque creció en 2007, situándose este año por encima de la media de la eurozona. En el período analizado, el sistema bancario con mayor rentabilidad económica fue el de Polonia.

Gráfico 27. *Rentabilidad de los activos bancarios (ROA) en los países ECE (%). 2004-2007*



Fuente: Banco Mundial (Global Financial Development Database)

Gráfico 28. Rentabilidad de los fondos propios (ROE) en los países ECE (%). 2004- 2007



Fuente: Banco Mundial (Global Financial Development Database)

La rentabilidad de los fondos propios o rentabilidad financiera de los sistemas bancarios de los otros cuatro países ECE se redujo durante 2005 y 2006, en particular en Eslovenia, la cual se situó por debajo del resto de los países ECE y de la media de la eurozona, aunque en 2007 creció en todos los países, salvo en Hungría. En ese año, el sistema bancario más rentable financieramente era la República Checa, debido a que los beneficios netos de impuestos aumentaron en mayor proporción que los fondos propios. Los cambios introducidos en algunos de bancos checos para aplicar las nuevas reglas prudenciales de Basilea II, permitieron evaluar con mayor precisión los riesgos, lo que redujo el coste de capital.

Por último, en cuanto a la solvencia de los bancos en el período objeto de análisis, un indicador que mide la misma es la relación entre el capital regulatorio bancario y los activos ponderados por riesgo (CRB/APR), en el marco de Basilea II⁵¹. En 2007, el valor más alto de dicho indicador dentro de los países ECE era el de Eslovaquia. Cabe resaltar el bajo porcentaje del capital de los bancos checos en relación a sus activos, mientras que la tasa de morosidad, definida como el porcentaje de préstamos bancarios no cobrados en su vencimiento sobre el total de préstamos, de los bancos polacos era la más alta de los cinco países. El sistema bancario eslovaco dotó provisiones en ese año casi en el 100% de sus clientes morosos.

⁵¹ Aunque ya se empezó a aplicar Basilea II, hasta 2009 estuvo vigente Basilea I. Disponible en: https://www.bis.org/list/bcbs/lang_es/tid_21/index.htm

Tabla 27. *Indicadores de solvencia de los bancos de los países ECE (%). 2007*

| | <i>Eslovaquia</i> | <i>Eslovenia</i> | <i>Hungría</i> | <i>Polonia</i> | <i>Rep. Checa</i> |
|--------------------------|-------------------|------------------|----------------|----------------|-------------------|
| <i>CRB/APR</i> | 12,8 | 11,2 | 10,4 | 12,0 | 11,5 |
| <i>Capital/Activos</i> | 8,0 | 8,4 | 8,2 | 8,0 | 5,7 |
| <i>Tasa de morosidad</i> | 2,5 | 1,8 | 2,3 | 5,2 | 2,8 |
| <i>Provisiones</i> | 93,3 | 86,4 | 64,8 | 67,3 | 70,2 |

Fuente: FMI (Financial Soundness Indicators)

Según los datos mostrados, el sector bancario más solvente de los cinco países ECE analizados al final del período, era el de Eslovaquia, mientras que la rentabilidad fue superior en los sectores bancarios de Polonia y la República Checa, económica en el primero y financiera en el segundo. Los sectores bancarios más concentrados en 2007 eran los de Eslovaquia y Eslovenia, mientras que los de mayor participación extranjera en sus activos eran el eslovaco y el checo.

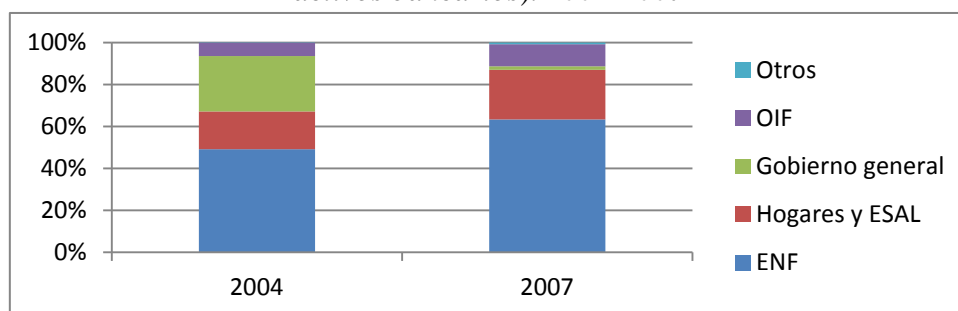
3.3.2. Estructura y tipos de interés de préstamos y depósitos bancarios

A partir del análisis de los balances de situación de las entidades bancarias se puede extraer información cualitativamente relevante sobre la estructura de préstamos y otras inversiones, así como, por el lado de los pasivos, de los depósitos.

Sector bancario de Eslovaquia

En Eslovaquia, los préstamos al sector privado no financiero de 2004 representaban el 36% del total de activos bancarios. En ese año se produjo un gran crecimiento de los préstamos a los hogares, principalmente para la compra de vivienda, y de los préstamos en moneda extranjera a las entidades no financieras (ENF), en detrimento de los denominados en moneda nacional. El aumento de los préstamos a los hogares, los cuales partían de unos niveles de deuda muy bajos, se debió a la reducción de los tipos de interés y al incremento de los salarios reales, según datos del Banco Nacional de Eslovaquia. De 2004 a 2007, los préstamos a las ENF y a los hogares crecieron en un 102 y 107 %, respectivamente, mientras que los concedidos al Gobierno decrecieron en un 90%. En 2007, el valor de los préstamos a las ENF y los hogares representaba el 23% y el 16% del total de los activos bancarios de Eslovaquia. El porcentaje de los préstamos a ENF denominados en moneda extranjera era el 34%. Los préstamos a no residentes, que tan solo representaban un 2% sobre los activos totales, estaban en su mayor parte denominados en moneda extranjera (75%).

Gráfico 29. Estructura de los préstamos bancarios en Eslovaquia (% sobre el total de activos bancarios). 2004-2007



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Nacional de Eslovaquia (*National Bank of Slovakia. Statistics*)

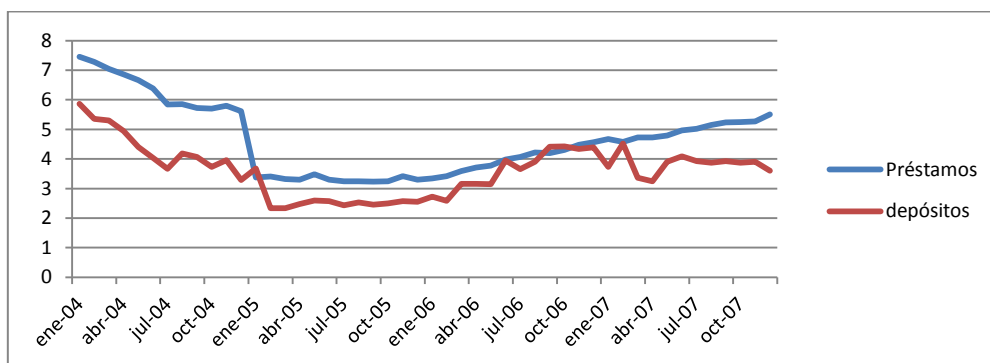
La inversión bancaria en valores aumentó durante 2004, debido a la compra de deuda emitida por el Gobierno eslovaco, la cual pasó a representar el 76% del total de la cartera de valores de los bancos. Fuera de balance, crecieron las garantías y colaterales de los préstamos garantizados y de la reversión de los valores que servían como garantía en las operaciones de financiación REPO del Banco Nacional de Eslovaquia (BNE). En 2007, el 64% del valor total de las inversiones bancarias se correspondía con valores de deuda emitida por el Gobierno, de la cual, el 6% estaba denominada en moneda extranjera. Estas inversiones representaban el 12% del total de activos bancarios.

En 2004, el 87% de los depósitos bancarios eslovacos procedía de clientes residentes y una gran parte de los mismos tenían su origen en el ahorro de los hogares. No obstante, estos depósitos fueron reduciéndose, a la vez que los de las ENF aumentaron, a lo largo del año. En 2007, los depósitos de hogares y ENF representaban el 28% y 19% del total de los pasivos bancarios, respectivamente.

En cuanto a la estructura temporal, los depósitos a largo plazo se redujeron, debido a que los mismos son más sensibles a la caída de los tipos de interés. El ahorro a largo plazo se redirigió hacia los fondos mutuos. Tras la disminución de los tipos de interés de los depósitos en el primer año, los mismos se estabilizaron en 2005 y volvieron a subir en 2006, según datos del BNE y el BCE.

Los tipos de interés de préstamos y depósitos muestran la misma tendencia, decreciente en 2004 y creciente desde 2005, con mayor volatilidad los primeros referidos al consumo de los hogares y los segundos procedentes de las empresas. A principios de 2005 y en la segunda mitad del 2006, los tipos de interés de los préstamos a las ENF eran prácticamente iguales a los tipos de depósitos recibidos por las entidades bancarias eslovacas de aquellas y a partir de 2007 se amplía la brecha entre ellos.

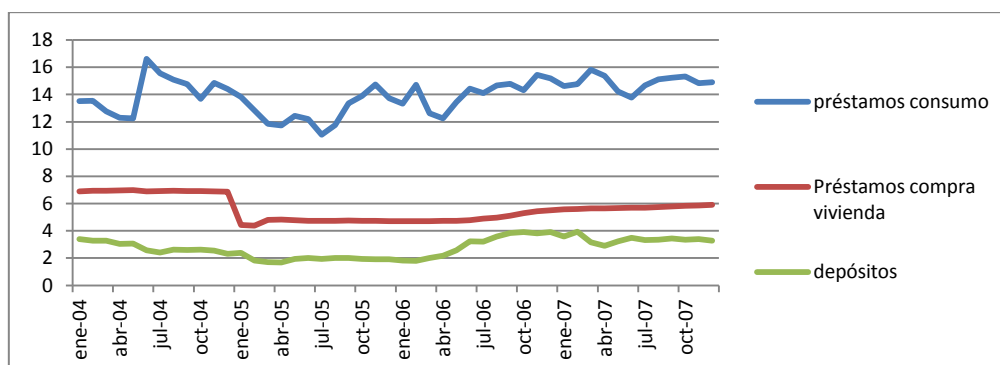
Gráfico 30. Tipos de interés de préstamos/depósitos bancarios a/de empresas en Eslovaquia (%) (1). 2004-2007



(1) Tipos de interés anuales de depósitos y préstamos hasta un año. Promedios mensuales.

Fuente: BCE (Statistical Data Warehouse)

Gráfico 31. Tipos de interés de préstamos/depósitos bancarios a/de hogares en Eslovaquia (%) (1) 2004-2007



(1) Tipos de interés anuales de préstamos al consumo (todos los plazos), compra de vivienda (más de 5 años) y depósitos (hasta 1 año). Promedios mensuales.

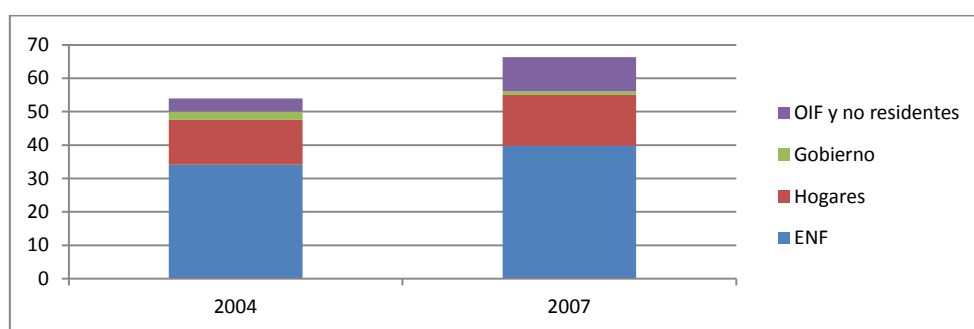
Fuente: BCE (Statistical Data Warehouse)

La segunda fuente de financiación de los bancos eslovacos es el mercado interbancario, sobre todo en moneda extranjera, la cual representaba el 17,4% a finales de 2004. En 2007, el 17% del total del pasivo eran préstamos concedidos por bancos extranjeros.

Sector bancario de Eslovenia

En Eslovenia, los préstamos concedidos por los bancos, comerciales y de ahorro, al sector no financiero representaban el 66,5% del total de los activos bancarios en 2007. En cuanto a su estructura y evolución, los préstamos a las empresas o ENF se incrementaron del 36,5% en 2004 al 39,8% en 2007 y los préstamos a los hogares subieron del 14,9% de 2004 al 15,2% en 2007, ambos sobre el total de los activos bancarios.

Gráfico 32. Estructura de los préstamos bancarios en Eslovenia (% de activos bancarios). 2004-2007



Fuente: Banco de Eslovenia (*Bank of Slovenia, Annual Report*)

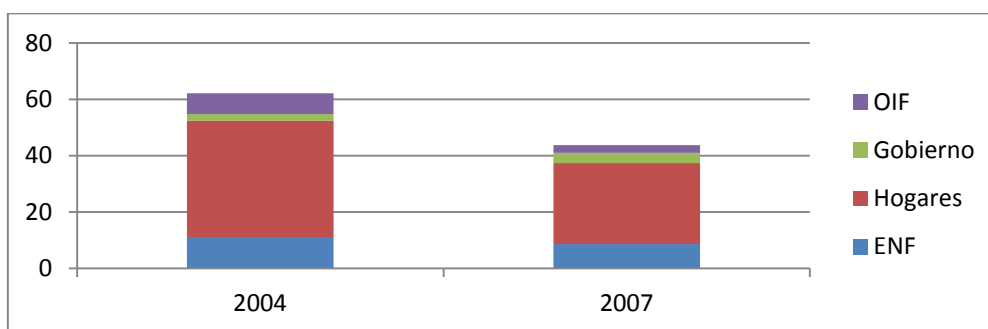
Por vencimientos, aumentaron los préstamos bancarios al sector no financiero a largo plazo y decrecieron los de corto plazo en el período analizado.

Los préstamos al sector no financiero denominados en moneda extranjera representaban el 3,9% del total de los activos bancarios y los depósitos en moneda extranjera el 1,3% del total de pasivos bancarios. En consecuencia, la exposición de los bancos eslovenos al riesgo de cambio era muy reducida en 2007. En ese año, los depósitos recibidos del sector no financiero representaban el 44% del total del pasivo. Los depósitos realizados por los hogares y las ENF en los bancos eslovenos se redujeron, pasando del 41,2% en 2004 al 28,7% en 2007 los primeros y del 11,2% en 2004 al 8,7% en 2007 los segundos.

En dicho período, los depósitos bancarios a largo plazo disminuyeron, pero crecieron los depósitos a corto plazo y a la vista. En 2007, los porcentajes sobre el total de

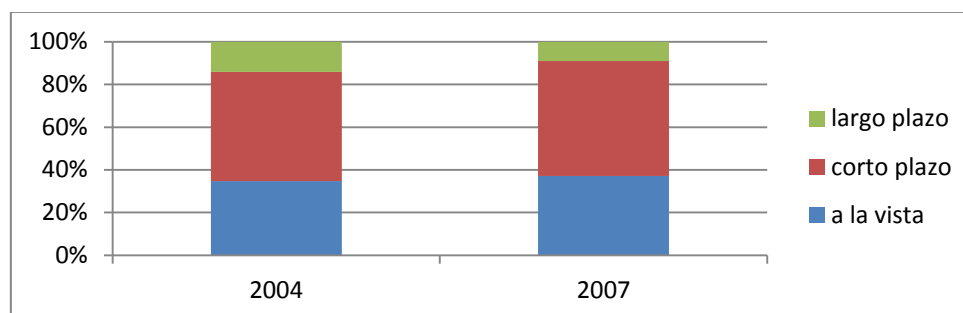
depósitos de los depósitos a la vista, a corto plazo y a largo plazo, eran del 37,2%, 53,7% y 9,1%, respectivamente.

Gráfico 33. Estructura de los depósitos bancarios en Eslovenia (% de pasivos bancarios). 2004-2007



Fuente: Banco de Eslovenia (*Bank of Slovenia, Annual Report*)

Gráfico 34. Estructura temporal de los depósitos bancarios en Eslovenia (%). 2004-2007



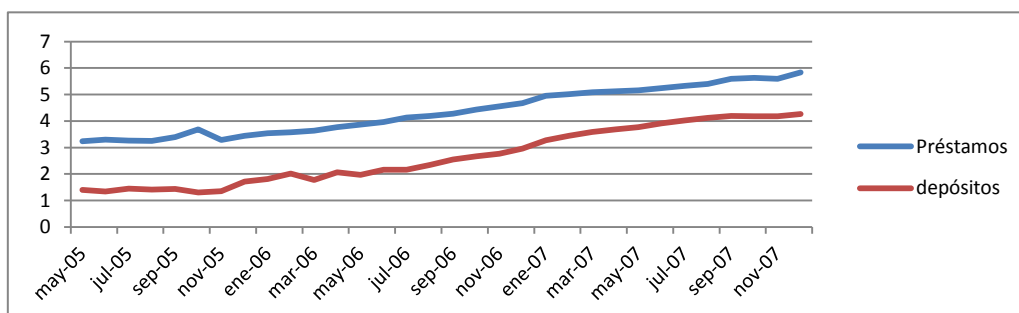
Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de Eslovenia (*Bank of Slovenia, Annual Report*)

En 2007, la inversión de los bancos eslovenos en valores de deuda emitida por el Gobierno era poco significativa, por lo que la exposición de los bancos eslovenos al riesgo de la deuda soberana era muy baja en ese año.

Los tipos de interés de los depósitos recibidos por los bancos eslovenos de las ENF, que estuvieron por debajo de los tipos de interés de los depósitos de los hogares en el segundo semestre de 2005, se situaron, sin embargo, por encima de éstos en 2007.

Comprando ambos tipos de interés, de los depósitos recibidos de las ENF y de los préstamos otorgados a dichas entidades, se observa que ambos crecieron de 2006 a 2007 y que se fue estrechando el diferencial entre ellos durante el último año.

Gráfico 35. *Tipos de interés de préstamos/depósitos bancarios a/de empresas en Eslovenia (%) (1). 2005-2007*

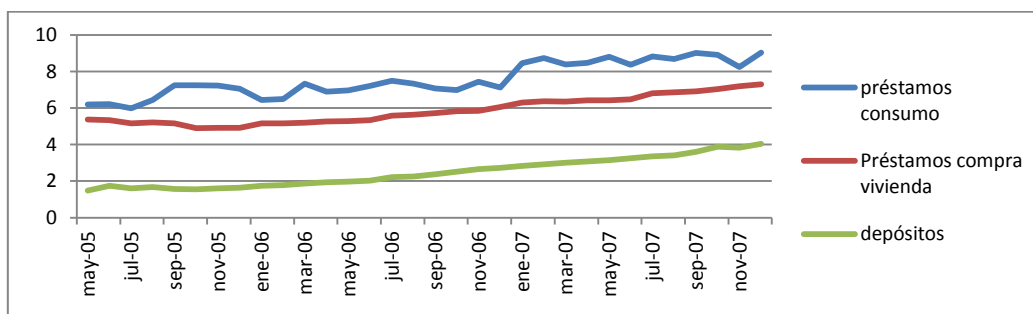


(1) Tipos de interés anuales de préstamos al consumo (todos los plazos), compra de vivienda (más de 5 años) y depósitos (hasta 1 año). Promedios mensuales. No hay datos disponibles de 2004.

Fuente: BCE (Statistical Data Warehouse)

En cuanto a los tipos de los préstamos concedidos por los bancos a los hogares para la compra de vivienda y consumo y los depósitos recibidos de los hogares, todos ellos muestran la misma tendencia creciente que en los de las ENF, aunque cabe resaltar la gran volatilidad de los precios de los préstamos para consumo.

Gráfico 36. *Tipos de interés de préstamos/depósitos bancarios a/de hogares en Eslovenia (%) (1). 2005-2007*



(1) Tipos de interés anuales de préstamos al consumo (todos los plazos), compra de vivienda (más de 5 años) y depósitos (hasta 1 año). Promedios mensuales. No hay datos disponibles de 2004.

Fuente: BCE (Statistical Data Warehouse)

El análisis de la estructura temporal de préstamos y depósitos ofrece información sobre el riesgo de liquidez del sistema bancario, ya que cuanto mayor sea la diferencia entre los mismos, mayor riesgo de no poder hacer frente a los pagos de deudas a corto plazo. En Eslovenia, la mayor parte de los depósitos en 2007 (91%) tenía un vencimiento a la vista o a corto plazo, mientras que el 65,5% de los préstamos concedidos era a largo plazo.

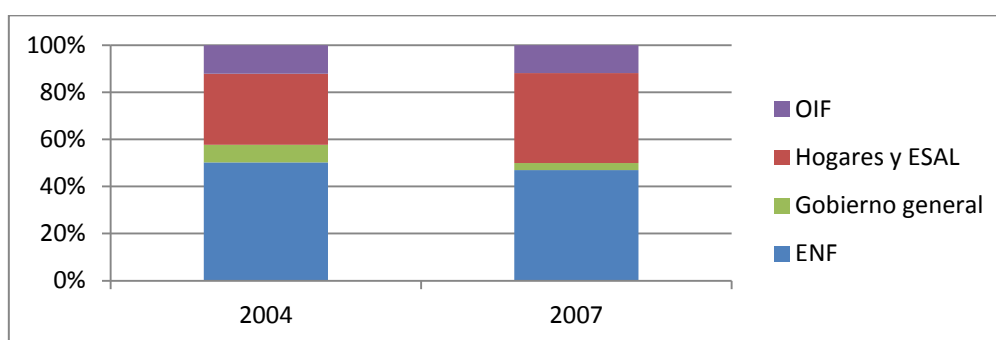
Sector bancario de Hungría

De 2004 a 2007, los préstamos de las instituciones de crédito húngaras a las ENF se incrementaron en un 45,5%. Por plazos, los préstamos denominados en moneda extranjera concedidos a las ENF hasta un año, entre uno y cinco años y a más de cinco años crecieron en un 35%, 63% y 106%, respectivamente. El 70% de los préstamos a más de cinco años estaban denominados en moneda extranjera.

El total de los préstamos al Gobierno general se redujo en dicho período, debido a la gran disminución de los concedidos al Gobierno central, mientras que los préstamos al Gobierno local aumentaron, aunque en menor porcentaje que los anteriores. En 2007, el 41% de los préstamos concedidos a los hogares era para consumo y el 53% para la compra de vivienda.

De 2004 a 2007, el total de los préstamos a los hogares aumentó en un 97%, mientras que los préstamos para consumo crecieron en un 236%. Por plazos, el incremento fue mayor en los préstamos para consumo hasta un año (176%) y, sobre todo, a más de cinco años (743%), la mayor parte denominados en moneda extranjera (90%).

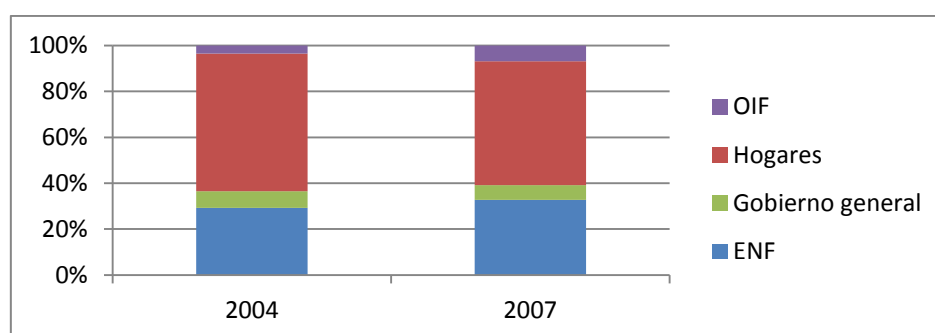
Gráfico 37. Estructura de préstamos del sector bancario de Hungría (%). 2004-2007



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Central de Hungría (*Central Bank of Hungary, Statistics*)

De 2004 a 2007, los depósitos totales recibidos por las instituciones de crédito húngaras crecieron en un 37%. Los depósitos realizados por las ENF, que representaban en 2004 el 29%, pasaron a representar un 54% en 2007 sobre el total de depósitos, mientras que los depósitos de los hogares, aunque crecieron, su peso en el total de depósitos cayó del 60% en 2004 al 54% en 2007. En 2007, el 15% del total de los depósitos de las ENF y el 19% del total de los depósitos hasta un año de los hogares estaban denominados en moneda extranjera.

Gráfico 38. Estructura de los depósitos bancarios en Hungría (%). 2004-2007

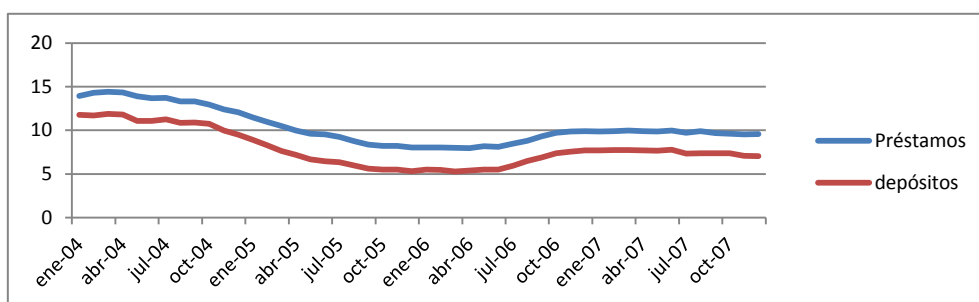


Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Central de Hungría (*Central Bank of Hungary, Statistics*)

Los tipos de interés de los depósitos en Hungría de hogares y entidades sin ánimo de lucro al servicio de los hogares (ESAL) y de las ENF estuvieron muy próximos a partir

de 2005. Antes, los tipos de los depósitos de los primeros estuvieron por debajo de los tipos de ENF. Los tipos de interés de los préstamos y depósitos a/de las ENF, han seguido la misma tendencia a lo largo del período analizado, manteniéndose el margen entre ellos.

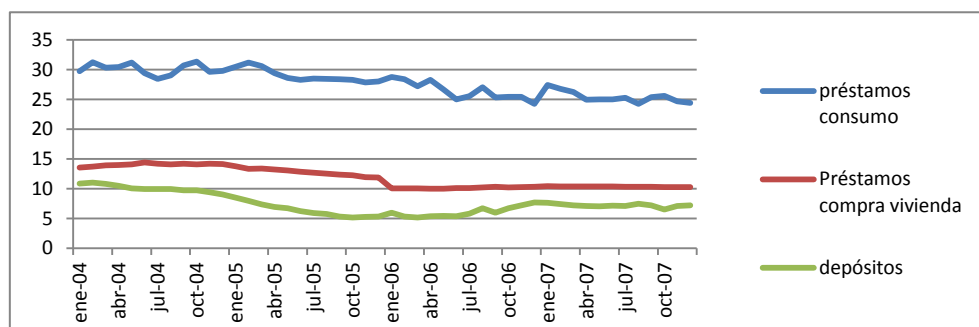
Gráfico 39. *Tipos de interés de préstamos/depósitos bancarios a/de empresas en Hungría (%) (1) 2004-2007*



(1) Tipos de interés anuales de préstamos y depósitos hasta un año. Promedios mensuales.

Fuente: BCE (Statistical Data Warehouse)

Gráfico 40. *Tipos de interés de préstamos/depósitos bancarios a/de hogares y ESAL en Hungría (%) (1) 2004-2007*



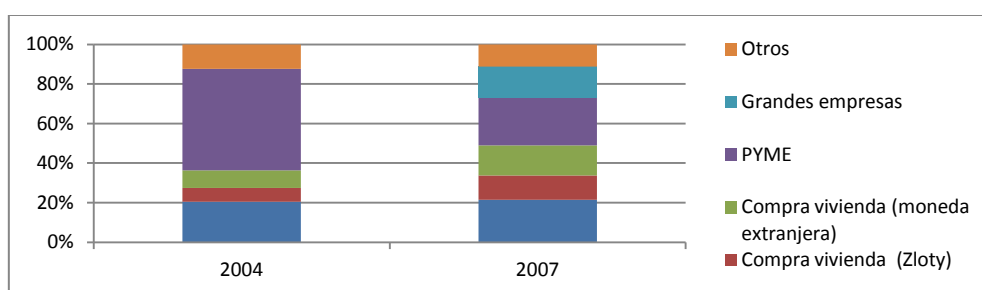
(1) Tipos de interés anuales de préstamos al consumo (todos los plazos), compra de vivienda (más de 5 años) y depósitos (hasta 1 año). Promedios mensuales.

Fuente: BCE (Statistical Data Warehouse)

Sector bancario de Polonia

La estructura de los préstamos en Polonia ha cambiado mucho desde su adhesión a la UE. Los préstamos a las PYME se redujeron y los de las grandes empresas que no existían en 2004, emergieron en 2007. La suma de las cantidades de ambos tipos de préstamos a las ENF, era menor en 2007 que la de las PYME en 2004. Sin embargo, los préstamos a los hogares han crecido en ese período, sobre todo los destinados a la compra de vivienda.

Gráfico 41. Estructura de préstamos del sector bancario de Polonia (%). 2004-2007



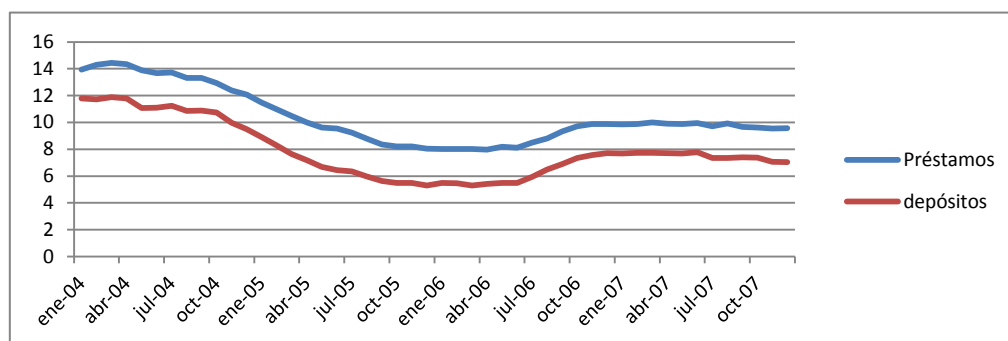
Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Nacional de Polonia (*National Bank of Poland, Statistics*)

En el último año, la tasa de crecimiento de los préstamos denominados en moneda nacional, zloty polaco (PLN), fue mayor que en moneda extranjera, debido a que crecieron menos los préstamos hipotecarios a los hogares, los cuales representaban más del 60% del total de préstamos en moneda extranjera, en su mayoría en francos suizos (CHF).

De 2004 a 2007, los depósitos recibidos por las instituciones de crédito polacas del sector no financiero han crecido en todos los años. En el último año, los depósitos de los hogares se incrementaron en un 9,9% y de las ENF en un 15%. Por plazos, los depósitos de los hogares crecieron a la vista o cuentas corrientes (26%), mientras que disminuyeron los depósitos a plazo (-4%). Los depósitos de las ENF aumentaron tanto a la vista (20%) como a plazo (9%). Por monedas, se produjo un crecimiento de los depósitos en moneda nacional en ambos, hogares y ENF, mientras que los denominados en moneda extranjera sólo aumentaron los de las ENF. Los tipos de interés de los

préstamos y depósitos bancarios de ENF en Polonia han seguido la misma tendencia que en Hungría, bajando desde 2004 y subiendo desde la segunda mitad de 2006, pero con niveles más bajos en el primer país.

Gráfico 42. *Tipos de interés de préstamos/depósitos bancarios a/de empresas en Polonia (%) (1) 2004-2007*

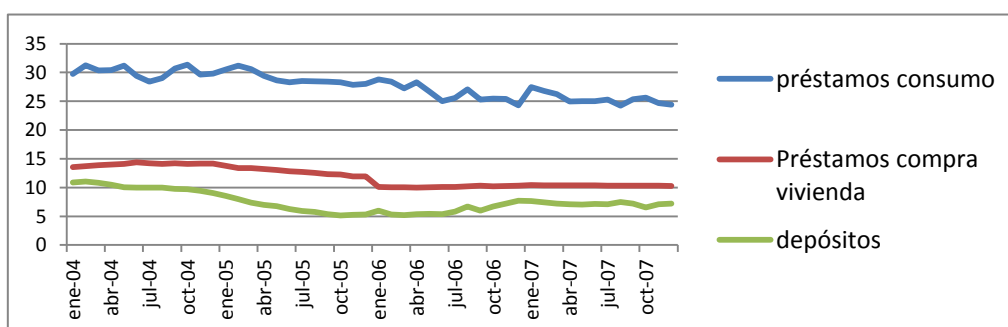


(1) Tipos de interés anuales de préstamos y depósitos hasta un año. Promedios mensuales.

Fuente: BCE (Statistical Data Warehouse)

Los tipos de interés de préstamos y depósitos bancarios a/de los hogares polacos han decrecido de 2004 a 2007, así como el margen entre los mismos.

Gráfico 43. *Tipos de interés de préstamos/depósitos bancarios a/de hogares en Polonia (%) (1) 2004-2007*



(1) Tipos de interés anuales de préstamos al consumo (todos los plazos), compra de vivienda (más de 5 años) y depósitos (hasta 1 año). Promedios mensuales.

Fuente: BCE (Statistical Data Warehouse)

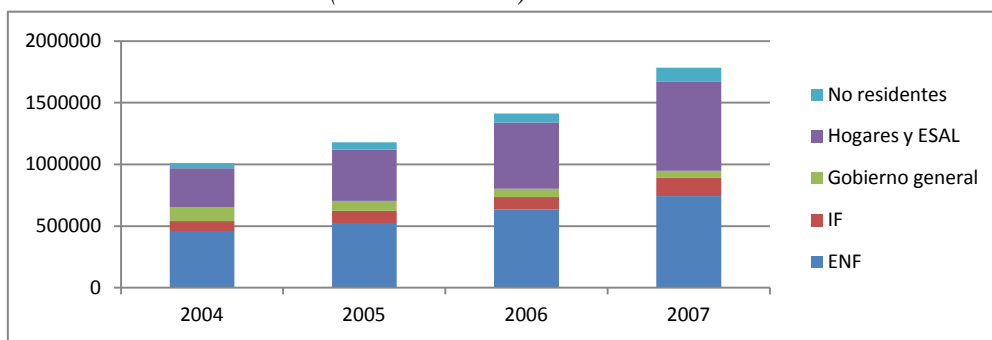
Sector bancario de la República Checa

De 2004 a 2007, el valor total de los préstamos bancarios en la República Checa creció cerca del 77%. Por sectores prestatarios, aumentaron los préstamos concedidos a no residentes en un 180%, a los hogares y ESAL en un 160%, a las instituciones financieras (IF), incluidos los bancos de ahorro y uniones de crédito, en un 81%, y en un 62% a las ENF. En 2007, los préstamos concedidos a los hogares y ESAL y a las ENF representaban conjuntamente el 82% del total de préstamos concedidos por los bancos comerciales checos, mientras que los préstamos a no residentes sólo suponían el 6,5%. De 2004 a 2007, los préstamos denominados en moneda extranjera a largo plazo crecieron menos que a medio y corto plazo, aunque los primeros representaban mayor porcentaje sobre el total de préstamos en moneda extranjera (42% en 2007). En moneda nacional, la corona checa (CZK), los préstamos a largo plazo representaban en 2007 el 60% del total de préstamos en dicha moneda y, además, de 2004 a 2007 crecieron (120%) en mayor proporción que los de medio y corto plazo denominados en moneda nacional.

Aunque el aumento de los préstamos es positivo para el crecimiento económico, al estimular el consumo y la compra de vivienda por parte de los hogares y la inversión de las empresas, una tasa de crecimiento muy elevada puede convertirse en un riesgo en el futuro, como señala el Banco Nacional checo⁵². Además, al riesgo de crédito se podría añadir el riesgo de cambio, al estar una parte de los préstamos denominados en moneda extranjera.

⁵² Financial Stability Report 2007.

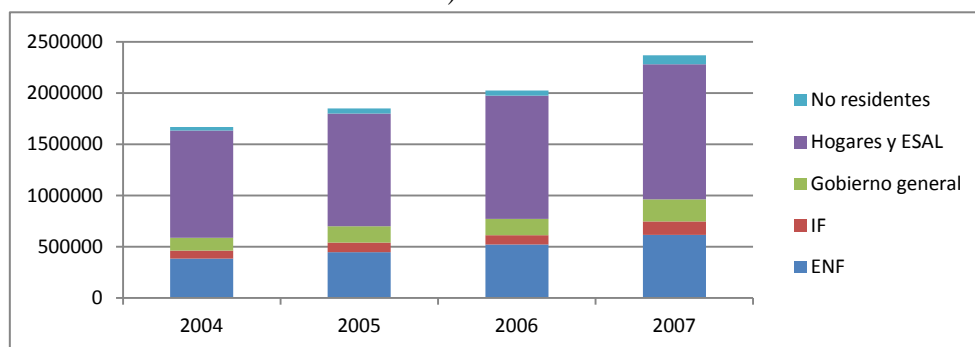
Gráfico 44. Estructura y evolución de los préstamos del sector bancario checo (millones CZK). 2004-2007



Fuente: Banco Nacional de la República Checa (*Czech National Bank, Statistical Data*)

Los depósitos recibidos por los bancos comerciales checos han crecido de 2004 a 2007 en un 42%. El mayor crecimiento se produjo en los depósitos recibidos de no residentes (151%), aunque representaban un porcentaje muy pequeño respecto al total de depósitos bancarios (casi un 4% en 2007). Los depósitos de los hogares y ESAL, que representan una parte muy importante del total (56% en 2007), crecieron muy poco en el período analizado (26%) en comparación a otros sectores, como las ENF, cuyos depósitos crecieron un 60%, aumentando su porcentaje de participación sobre el total (26% en 2007).

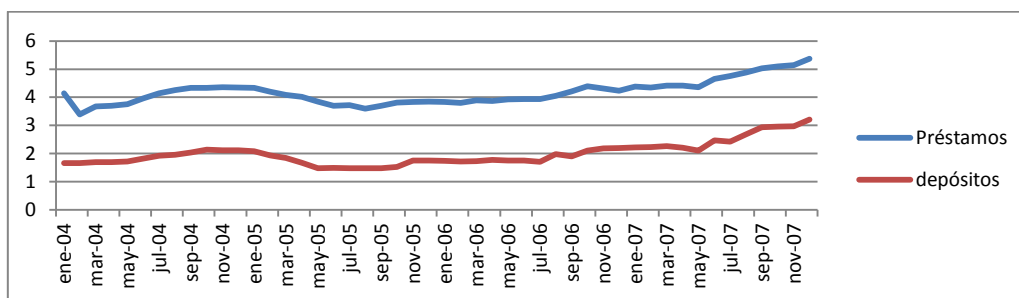
Gráfico 45. Estructura y evolución de los depósitos del sector bancario checo (millones CZK). 2004-2007



Fuente: Banco Nacional de la República Checa (*Czech National Bank, Statistical data*)

La evolución creciente de los tipos de interés en la República Checa es más parecida a la de Eslovenia que a la de Polonia y Hungría, aunque con niveles más bajos y con una brecha entre los tipos de préstamos y tipos de depósitos de ENF más amplia en el sector bancario checo que en el esloveno.

Gráfico 46. *Tipos de interés de préstamos/depósitos bancarios a/de empresas en la República Checa (%) (1) 2004-2007*

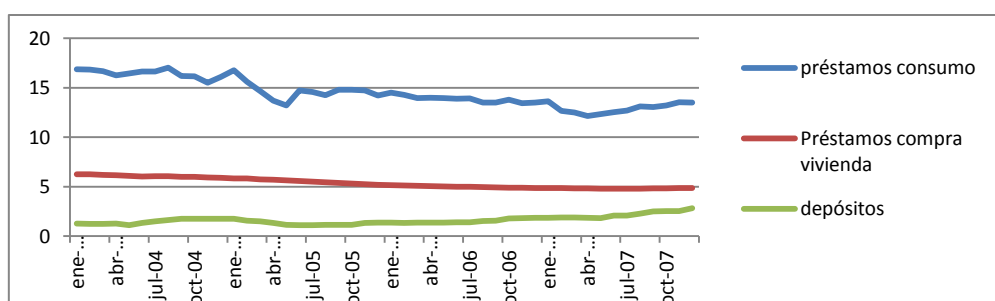


(1) Tipos de interés anuales de préstamos y depósitos hasta un año. Promedios mensuales.

Fuente: BCE (Statistical Data Warehouse)

Los tipos de interés de préstamos concedidos a los hogares, tanto para consumo como para la compra de vivienda, se han reducido, mientras que los tipos de los depósitos recibidos por los bancos checos de los hogares han aumentado de 2004 a 2007, reduciéndose con ello el margen entre los mismos.

Gráfico 47. *Tipos de interés de préstamos/depósitos bancarios a/de hogares en la República Checa (%) (1) 2004-2007*



(1) Tipos de interés anuales de préstamos al consumo (todos los plazos), compra de vivienda (más de 5 años) y depósitos (hasta 1 año). Promedios mensuales.

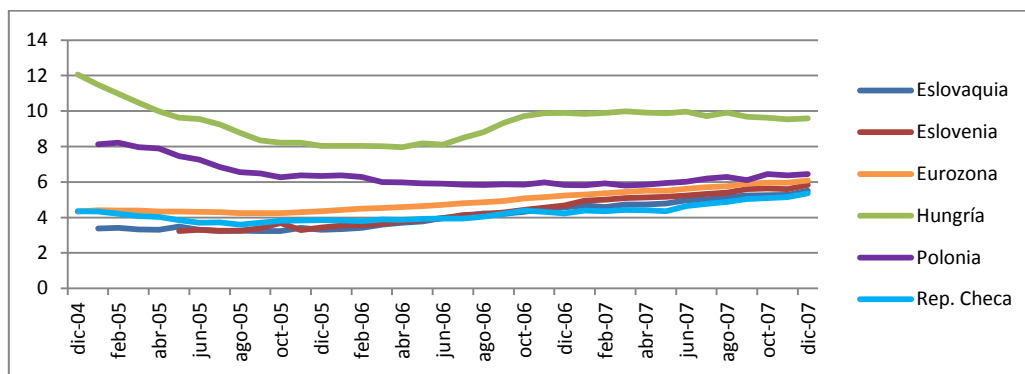
Fuente: BCE (Statistical Data Warehouse)

El aumento de los tipos de interés de los préstamos bancarios a las ENF, a partir de finales de 2005 o principios de 2006 en Eslovaquia, Eslovenia y la República Checa, y unos meses después en Hungría y Polonia, fue inducido por la revisión al alza de los tipos de referencia de sus respectivos Bancos Centrales, debido a las presiones inflacionistas provocadas por el incremento de los precios de las materias primas.

3.3.3. Integración de los mercados de préstamos bancarios a las empresas

Desde la adhesión de los países ECE a la UE, los tipos de interés de los préstamos concedidos por las instituciones financieras monetarias (IFM) a las empresas o ENF han ido convergiendo y acercándose al tipo medio de la eurozona en todos los países ECE como consecuencia de la política monetaria de sus Bancos Centrales, que fue armonizándose con la del BCE, excepto en Hungría. De 2004 a 2007, la política monetaria del Banco Central húngaro es la que menos armonizada estaba con la del BCE, encontrándose sus tipos de interés de referencia muy por encima de los tipos del resto de Bancos Centrales. Los tipos de las operaciones principales de financiación (OPF) del Banco Central de Polonia tampoco estuvieron armonizados con los del BCE hasta la primera mitad de 2005, pero a partir de entonces se inicia un proceso de acercamiento entre ellos.

Gráfico 48. Tipos de interés de préstamos bancarios a empresas en los países ECE (%) (1) 2004-2007



(1) Tipos de interés anuales al final de cada mes de los préstamos de IFM, no incluidos el BC y los fondos del mercado monetario, a ENF hasta un año.

Fuente: BCE (Statistical Data Warehouse)

El grado de integración de los mercados de crédito bancario de los países ECE puede medirse a través de las correlaciones entre los tipos de interés de los préstamos concedidos por los bancos a las ENF (tabla 28). Los tipos de interés de Eslovaquia y Eslovenia muestran una elevada correlación con la eurozona y entre ellos en el período analizado. Asimismo, los tipos de interés de la República Checa están muy correlacionados con los dos países anteriores y la eurozona. La política monetaria implementada por los Bancos Centrales de estos tres países, la cual se ha orientado hacia su armonización con la política monetaria del BCE, refleja dicha integración. Los tipos de interés de los préstamos bancarios de Polonia y Hungría no muestran integración con los tres anteriores en el período analizado. En el caso de Polonia, dicha fragmentación se debe a que la convergencia de los tipos de referencia del Banco Central polaco con los de aquellos y el BCE comenzó a partir de la segunda mitad de 2005 y no en todo el período analizado.

Tabla 28. Matriz de correlaciones de los tipos de interés de préstamos bancarios a las empresas en los países ECE (%) (1) 2004-2007

| | <i>Eslovaquia</i> | <i>Eslovenia</i> | <i>Hungría</i> | <i>Polonia</i> | <i>Rep. Checa</i> | <i>Eurozona</i> |
|-------------------|-------------------|------------------|----------------|----------------|-------------------|-----------------|
| <i>Eslovaquia</i> | 1 | | | | | |
| <i>Eslovenia</i> | 0,99 | 1 | | | | |
| <i>Hungría</i> | 0,35 | 0,71 | 1 | | | |
| <i>Polonia</i> | -0,49 | -0,41 | 0,47 | 1 | | |
| <i>Rep. Checa</i> | 0,90 | 0,95 | 0,47 | -0,15 | 1 | |
| <i>Eurozona</i> | 0,99 | 0,99 | 0,25 | -0,45 | 0,90 | 1 |

(1) Coeficientes de correlación lineal de Pearson. Tipos de interés anuales al final de cada mes de los préstamos de IFM, no incluidos el BC y fondos del mercado monetario, a ENF hasta un año.

Fuente: Elaboración propia con datos del BCE (Statistical Data Warehouse)

De 2004 a 2007, los diferenciales o *spreads* entre los tipos de interés de los préstamos y depósitos bancarios, que son una medida *proxy* de la eficiencia del sector bancario⁵³, se redujeron en los cinco países, aunque había una gran diferencia entre ellos, encontrándose los más elevados en Eslovaquia y la República Checa. La reducción mayor se produjo en el país esloveno, aunque el diferencial de los tipos de interés de préstamos y depósitos se contrajo porque los tipos de interés de los segundos aumentaron en mayor proporción que los tipos de los primeros, según datos del Banco de Eslovenia.

Tabla 29. *Spreads de los tipos de interés préstamos-depósitos bancarios de los países ECE (%) (1). 2004-2007*

| | <i>Eslovaquia</i> | <i>Eslovenia</i> | <i>Hungría</i> | <i>Polonia</i> | <i>Rep. Checa</i> | <i>Eurozona</i> |
|------|-------------------|------------------|----------------|----------------|-------------------|-----------------|
| 2004 | 4,93 | 4,83 | 3,73 | 3,81 | 4,74 | 3,49 |
| 2007 | 4,27 | 2,31 | 2,28 | 3,28 | 4,46 | 2,31 |

(1) El dato de 2007 para Polonia no está disponible, en su lugar se ha tomado el de 2006.

Fuente: Banco Mundial. Global Financial Development Database)

A partir de este análisis, se puede concluir que el sistema bancario de los países ECE ha tenido un gran desarrollo desde 2004. Sin embargo, se observan diferencias entre países. Además, algunos de ellos aumentaron su exposición a diversos riesgos, como el riesgo de crédito en Polonia, que tenía la tasa de morosidad más alta de los cinco países, el riesgo de liquidez en Eslovenia, debido al aumento de los préstamos y la reducción de los depósitos, ambos con vencimiento a largo plazo, y el riesgo de cambio en Hungría, Eslovaquia y la República Checa, ya que una gran parte de sus préstamos estaban denominados en moneda extranjera.

⁵³ Para Ryan y Horsewood (2011) este indicador también puede ser una medida de integración del sector bancario.

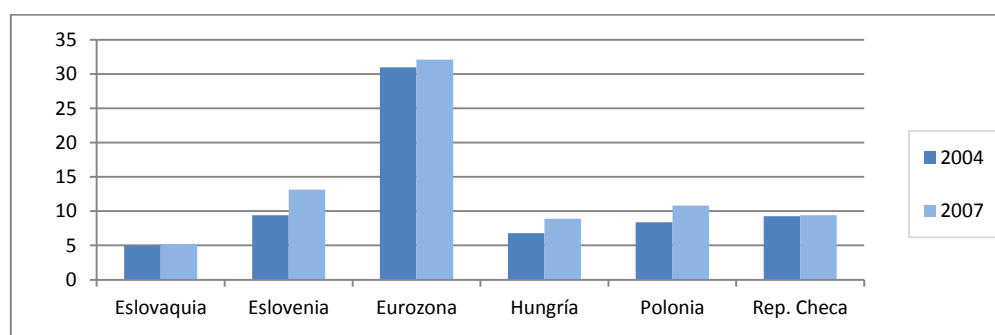
No obstante, la adhesión a la UE ha impulsado tanto la eficiencia, lo que queda constatado por la reducción de los diferenciales entre los intereses de préstamos y de depósitos, como la integración de los sectores bancarios de los países ECE. Los mercados de crédito, en concreto los préstamos bancarios a las empresas, de Eslovaquia, Eslovenia y la República Checa estaban muy integrados con respecto a la eurozona y entre ellos mismos. La política monetaria de sus respectivos Bancos Centrales, que estuvo muy orientada a la del BCE, ha favorecido la integración de dichos mercados.

3.4. Los seguros y fondos de pensiones

Los seguros y fondos de pensiones son dos sectores de intermediación financiera no bancaria con bastante relevancia en la UE, ya que los mismos absorben una gran cantidad de ahorro privado a largo plazo y, dado que existe un problema de envejecimiento de la población en Europa, su potencial de crecimiento es bastante elevado.

Comparando por países, el mayor crecimiento del sector de los seguros de 2004 a 2007 se dio en Eslovenia, Polonia y Hungría, por ese orden, aunque en la República Checa ya en 2004 tenía un nivel de desarrollo relativamente alto en comparación con el resto de países ECE. No obstante, de 2004 a 2007, el tamaño del sector de los seguros de los cinco países ECE fue bastante inferior al promedio de la eurozona y en el caso de Eslovaquia y la República Checa apenas creció en dicho período.

Gráfico 49. *Activos de compañías de seguros de los países ECE (% PIB). 2004-2007*



Fuente: Banco Mundial (*Global Financial Development Database*)

Además de los activos de las compañías aseguradoras, una medida *proxy* del desarrollo del sector de los seguros se puede obtener mediante el indicador del importe de las primas percibidas por dichas entidades. De 2004 a 2007, las primas brutas de los seguros de vida, como porcentaje del PIB, han aumentado en todos los países ECE, salvo en la República Checa. En este período, el volumen de las primas de los seguros de vida no era muy elevado en el conjunto de la eurozona, aunque era superior al de los

países ECE. El crecimiento de dichas primas se ha debido en gran parte al aumento de los seguros Unit linked⁵⁴.

Tabla 30. *Primas brutas de seguros de vida en los países ECE (% PIB). 2004-2007*

| | <i>Eslovaquia</i> | <i>Eslovenia</i> | <i>Hungría</i> | <i>Polonia</i> | <i>Rep. Checa</i> | <i>Eurozona</i> |
|-------------|-------------------|------------------|----------------|----------------|-------------------|-----------------|
| <i>2004</i> | 1,43 | 1,16 | 1,16 | 1,12 | 1,51 | 2,63 |
| <i>2007</i> | 1,55 | 1,77 | 2,04 | 1,87 | 1,32 | 2,63 |

Fuente: Banco Mundial (Global Financial Development Database)

En cambio, en los seguros de no vida, el porcentaje del importe de las primas respecto al PIB se ha reducido tanto en la eurozona como en los países ECE de 2004 a 2007. En Eslovenia este indicador es superior y en la República Checa bastante similar al promedio de la eurozona.

Tabla 31. *Primas brutas de seguros de no vida en los países ECE (% PIB). 2004-2007*

| | <i>Eslovaquia</i> | <i>Eslovenia</i> | <i>Hungría</i> | <i>Polonia</i> | <i>Rep. Checa</i> | <i>Eurozona</i> |
|-------------|-------------------|------------------|----------------|----------------|-------------------|-----------------|
| <i>2004</i> | 2,00 | 2,36 | 1,66 | 1,48 | 2,15 | 2,25 |
| <i>2007</i> | 1,48 | 2,34 | 1,60 | 1,40 | 2,00 | 2,06 |

Fuente: Banco Mundial (Global Financial Development Database)

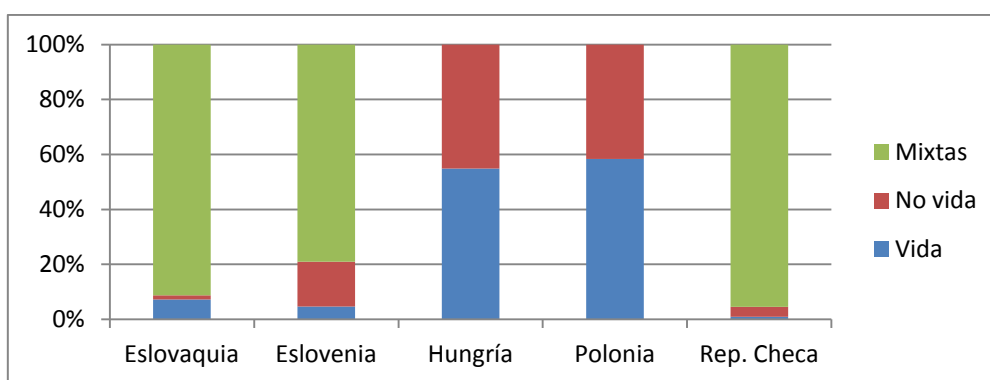
Las primas de las compañías mixtas o multirramo, que se han establecido exclusivamente en Eslovaquia, Eslovenia y la República Checa, han experimentado un

⁵⁴ En esta clase de seguros de vida, las primas son invertidas en fondos de inversión elegidos por el asegurado, quien, además, asume el riesgo de la inversión.

crecimiento medio en estos países en un rango comprendido entre el 25% y el 52%, según los países, de 2004 a 2007.

En 2007, dentro del sector de los seguros, los seguros de vida eran los que mayor importancia relativa tenían en Hungría y Polonia, mientras que en Eslovaquia, Eslovenia y la República Checa el segmento asegurador multirramo o mixto era el que tenía mayor relevancia en términos de primas brutas.

Gráfico 50. Estructura del sector asegurador de los países ECE por primas. 2007



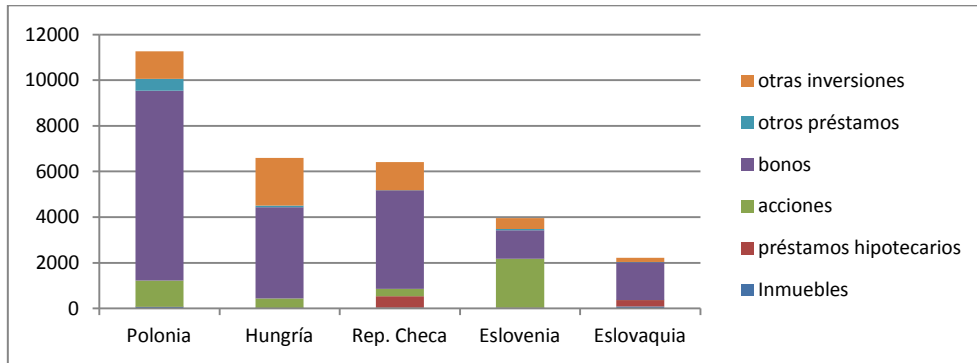
Fuente: EIOPA (*European Insurance Occupational Pensions Authority*)

La actividad de los seguros de compañías extranjeras en Eslovaquia y la República Checa fue muy significativa. En 2007, las compañías de seguros extranjeras de vida y de no vida en la República Checa representaban el 50% y el 45% del total de las compañías, respectivamente. En Eslovaquia, el 67% de las compañías de seguros de no vida eran extranjeras.

En ese año, las carteras de inversión de las compañías de seguros, tanto en los seguros de vida como en los seguros de no vida, en estos países estaban muy diversificadas, sobre todo en Polonia, aunque la mayor parte se destinaba a valores de renta fija, salvo en Eslovenia, donde la renta variable tenía un peso relativo más importante. En 2007, las inversiones de los seguros de vida en acciones en el país esloveno representaban el 54% del total de la cartera, mientras que en Polonia era del 10%. En este último país, las

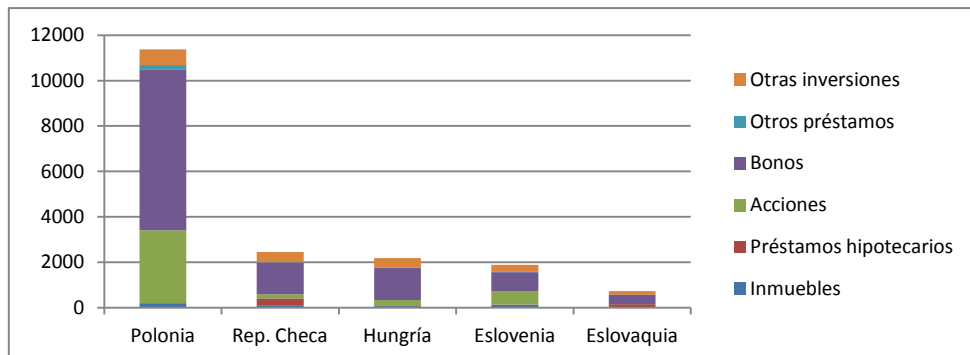
inversiones en acciones de los seguros de no vida fueron mayores que en los seguros de vida.

Gráfico 51. *Inversiones de las compañías de seguros de vida de los países ECE (millones EUR). 2007*



Fuente: OCDE (*OECD. Stat*)

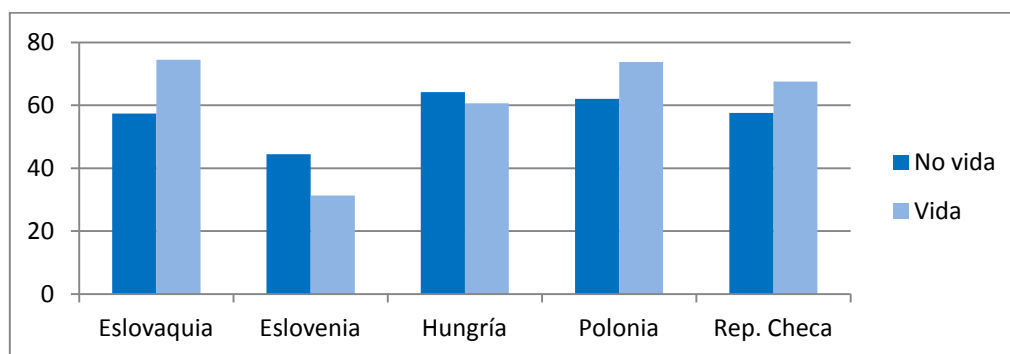
Gráfico 52. *Inversiones de las compañías de seguros de no vida de los países ECE (millones EUR). 2007*



Fuente: OCDE (*OECD. Stat*)

En 2007, el peso de las inversiones en bonos en el total de la cartera de los seguros de vida iba desde el 31% de Eslovenia al 74,5% de Eslovaquia. En los seguros distintos al seguro de vida, Hungría era el país con mayor proporción de inversiones en bonos en comparación con otras inversiones.

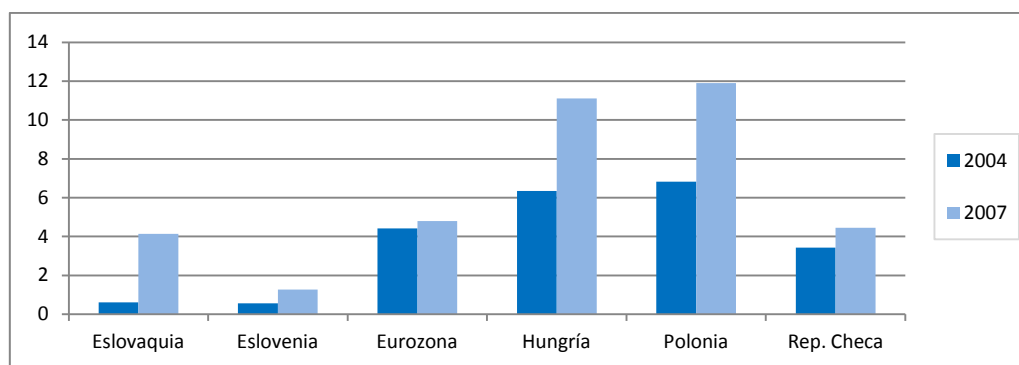
Gráfico 53. *Peso de los bonos en las carteras de inversión de los seguros de vida y no vida (%). 2007*



Fuente: Elaboración propia con datos de OCDE (*OECD Stat.*)

En el período analizado, los activos de los fondos de pensiones, como porcentaje del PIB, han aumentado en todos los países ECE, si bien, cabe resaltar el gran crecimiento de los mismos en Hungría, Polonia y Eslovaquia, siendo en los dos primeros países mucho más elevados que en los otros tres países ECE y que en la media de la eurozona.

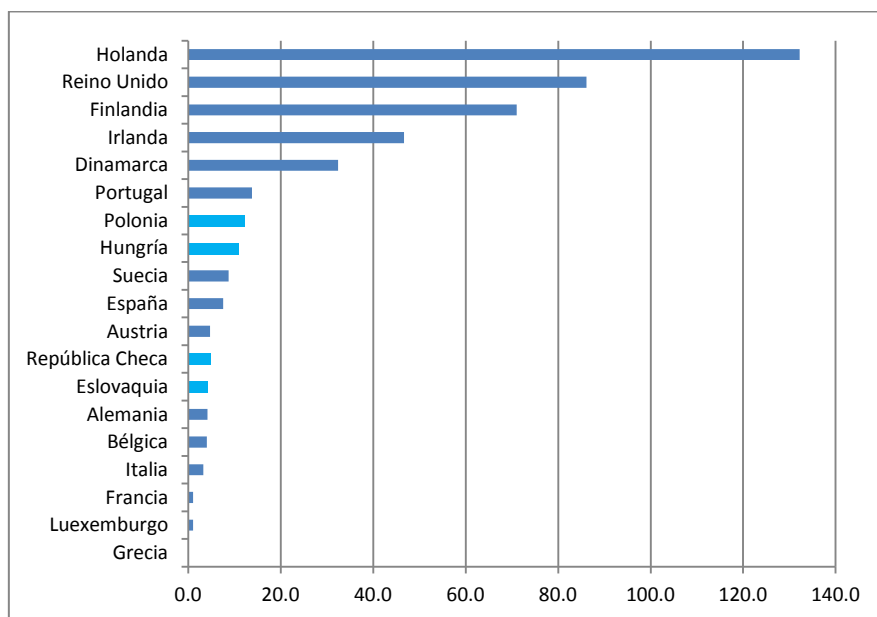
Gráfico 54. *Activos de los fondos de pensiones de los países ECE (% PIB). 2004-2007*



Fuente: Banco Mundial (Global Financial Development Database)

A pesar de su gran desarrollo en Hungría y Polonia, los fondos de pensiones de ambos países estaban a mucha distancia de algunos Estados miembros de la UE, como Holanda y Reino Unido.

Gráfico 55. *Importancia de los fondos de pensiones en relación al tamaño de la economía en la UE (activos, % PIB). 2007*



Fuente: OCDE (OECD. Global Pension Statistics)

El objetivo de la Directiva 2003/41/CE⁵⁵ sobre los requisitos mínimos para la actividad relacionada con los fondos de pensiones en la UE era doble, la protección de los beneficiarios de dichos fondos y la creación de un mercado interior de la previsión ocupacional para la jubilación organizada a escala europea. La “regla de la persona prudente” y las actividades transfronterizas prestadas por las instituciones podían potenciar la canalización del ahorro hacia este sector.

Durante 2007, los tres Comités de nivel 3 de Lamfalussy, Comité de Responsables Europeos de Reglamentación de Valores (CERV), Comité de Supervisores Bancarios Europeos (CSBE) y Comité Europeo de Supervisores de Seguros y Pensiones de Jubilación (CESSPJ), acordaron el establecimiento de un nuevo grupo de trabajo conjunto sobre adquisiciones y fusiones transfronterizas, cuyo objetivo era formular las directrices que ayudarían a los supervisores en la aplicación de la Directiva

⁵⁵ Véase anexo I.

2007/44/CE⁵⁶ sobre consolidación transfronteriza, en vigor desde septiembre de ese año.

En la UE, los planes de pensiones, dentro del esquema de los sistemas de previsión social, se rigen por el código de Lovaina, el cual establece tres niveles de prestaciones. El primer nivel o pilar 1 se refiere a las prestaciones públicas, el Pilar 2 a las profesionales y el pilar 3 a las privadas. Los planes de pensiones privados, a su vez, se clasifican en dos categorías: individuales y ocupacionales o de empleo.

En Polonia, la reforma del sistema de pensiones contribuyó al aumento de los planes de pensiones, tanto los individuales como los ocupacionales. En 2007, el número de nuevas solicitudes de planes de pensiones de empleo fue de 82 frente a las 50 de 2006. Los planes de pensiones individuales crecieron en un 45% en 2007 respecto al año anterior. En 2004, operaban sesenta y ocho compañías de seguros en Polonia, de las cuales, treinta y dos eran de seguros de vida y treinta y seis de seguros de no vida. En 2007, las compañías de seguros de no vida se redujeron en dos, pasando a sesenta y seis el total de empresas dedicadas a los seguros

En la República Checa, el volumen de activos de los intermediarios financieros, sector bancario e intermediación no bancaria - seguros y pensiones, creció en un 17,5% en 2007 (en 2006 creció en un 7%). En concreto, los activos de los fondos de pensiones crecieron en un 14%, mientras que los activos de las compañías de seguros lo hicieron en un 6,5% en 2007 respecto al año anterior. Este menor crecimiento en los segundos es debido a una tasa más baja del crecimiento de los activos de seguros de no vida. Las rentabilidades de las compañías de seguros, medidas a través de las ratios ROA y ROE, fueron del 3,7% y 21,7%, respectivamente, en ese año. El impacto positivo esperado de la reforma fiscal y el crecimiento económico apoyaron los buenos resultados de las compañías de seguros y fondos de pensiones en 2007.

⁵⁶ Véase anexo I.

4. Conclusiones

Los bajos tipos de interés de los depósitos bancarios de los países ECE incentivaron que una gran parte del ahorro privado a largo plazo se reasignara a fondos de inversión y de pensiones y otra parte a la compra de deuda pública. Asimismo, los inversores amantes del riesgo colocaron sus ahorros en el mercado de capitales, atraídos por las crecientes rentabilidades bursátiles, lo que ha contribuido al desarrollo de este mercado, especialmente de las Bolsas de valores de Varsovia y Ljubljana y, en menor medida, de Praga y Budapest.

En los años previos a la adopción del euro, los mercados monetarios de Eslovaquia y Eslovenia no se encontraban muy integrados, a pesar de la convergencia de los tipos de interés de referencia de sus Bancos Centrales con los del BCE. Sin embargo, los mercados interbancarios de la República Checa se encontraban bastante integrados con los de la eurozona, debido a que la política monetaria del Banco Central checo estuvo muy próxima a la del BCE. No obstante, los mercados de crédito bancario de estos tres países estaban muy integrados con la eurozona y entre ellos mismos, lo que confirma que el mecanismo de transmisión de la política monetaria hacia los mercados bancarios funcionó correctamente en dichos países. Los mercados interbancarios de Hungría y Polonia estaban muy integrados entre ellos en el período analizado, no así los mercados de crédito bancario. Los objetivos de inflación de las políticas monetarias de sus Bancos Centrales eran muy distintos.

Los mercados de deuda soberana estaban bastante integrados, como queda constatado por las altas correlaciones entre sus rendimientos. Si bien, existían riesgos macroeconómicos derivados del crecimiento de la deuda pública en Hungría y del crédito bancario interno tanto en Hungría como en Eslovenia. Además, a dichos riesgos habría que añadir el riesgo de cambio en Hungría y Polonia, ya que una gran parte de su deuda estaba denominada en moneda extranjera.

Las Bolsas de valores tuvieron un desarrollo bastante significativo, sobre todo las de Ljubljana y Varsovia. La Bolsa polaca estaba muy correlacionada con la Bolsa de Praga y con el conjunto de los mercados bursátiles de la eurozona, mientras que la Bolsa de

Budapest mostró una fuerte correlación con las Bolsas eslovaca y checa. Los mercados de derivados de Varsovia y Budapest mostraron un gran crecimiento en el período analizado.

Los bancos extranjeros, además de inversiones, aportaron su experiencia y tecnología, lo que influyó positivamente en el aumento de la eficiencia del sector bancario de los países ECE. No obstante, la dependencia del capital extranjero de Hungría, Eslovaquia y la República Checa, la alta tasa de morosidad del sector bancario polaco y el riesgo de liquidez en Eslovenia, suponían un conjunto de riesgos potenciales para estos países.

El sector de los seguros tuvo un gran desarrollo en el ramo de los seguros de vida en Eslovenia, Polonia y Hungría, y los fondos de pensiones crecieron bastante en todos los países, especialmente en los dos últimos.

El estudio del desarrollo, integración y riesgos del sector financiero de los países ECE en el período de 2004 a 2007, realizado en este capítulo de la tesis, constituye el marco de referencia para el análisis posterior en el capítulo IV de los efectos de la crisis sobre los sectores financieros de los países ECE, desde 2008 a 2014.

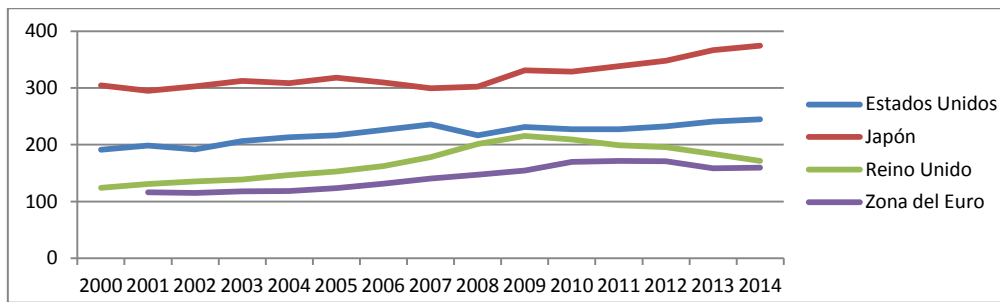
CAPÍTULO III. CRISIS FINANCIERAS INTERNACIONALES Y CRISIS EN LA EUROZONA

1. Elementos diferenciadores de la crisis financiera de 2007 respecto a otras crisis financieras internacionales

La primera gran crisis financiera del siglo XXI, iniciada en agosto de 2007 en Estados Unidos, se produjo como consecuencia de una combinación de hechos sucedidos en los años previos en un contexto de desregulación e integración financiera internacional.

Ha habido numerosos trabajos que han intentado explicar las causas de esta crisis, entre los que merece destacar el realizado por Larosière, según el cual, la elevada disponibilidad de liquidez y los bajos tipos de interés, debido a la política monetaria expansiva de la Reserva Federal (FED), alimentaron la formación de la burbuja inmobiliaria y las inversiones financieras de alto riesgo, lo que junto con la innovación financiera de productos complejos y opacos, llevaron a un aumento en el precio de los activos y a una rápida expansión del crédito. Este crecimiento del crédito en Estados Unidos fue impulsado por el capital de los países exportadores de petróleo y de las economías emergentes, especialmente China, con superávit por cuenta corriente. Además, estos países, al haber fijado sus monedas al dólar, importaron la laxa política monetaria de Estados Unidos, generándose con ello grandes desequilibrios globales. Los superávits se invirtieron en la compra de bonos públicos estadounidenses, lo que aumentó sus precios y, en consecuencia, redujo sus rendimientos. La reducción en los tipos de interés llevó a que otro tipo de inversores más arriesgados destinaran sus ahorros a activos con mayor rendimiento. No obstante, hay que resaltar el elevado nivel en Japón y el rápido ascenso en el Reino Unido de los créditos bancarios respecto al PIB. La eurozona muestra el nivel más bajo de la ratio de crédito bancario/PIB de todos los analizados. Sin embargo, existen grandes diferencias entre sus países participantes que hay que matizar.

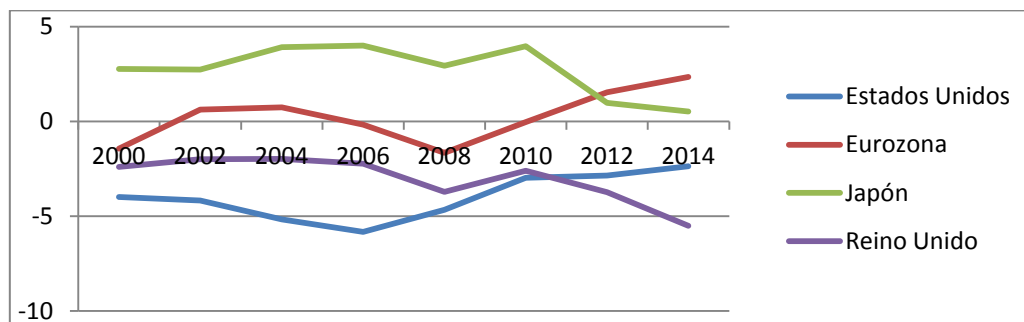
Gráfico 56. Crédito bancario interno (% PIB) en economías avanzadas (1) 2000-2014



(1) El crédito provisto por el sector bancario incluye todo el crédito otorgado al resto de sectores en términos brutos, excepto el crédito al Gobierno central que es en términos netos. El sector bancario incluye a los bancos centrales.

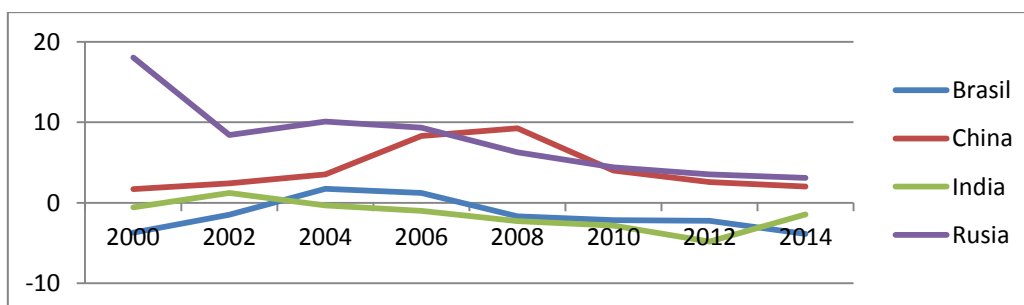
Fuente: Banco Mundial (World Development Indicators)

Gráfico 57. Déficit (-)/Superávit (+) balanza por cuenta corriente (% PIB) en economías avanzadas. 2000-2014



Fuente: FMI (World Economic Outlook Database)

Gráfico 58. Déficit (-)/Superávit (+) balanza por cuenta corriente (% PIB) economías emergentes. 2000-2014

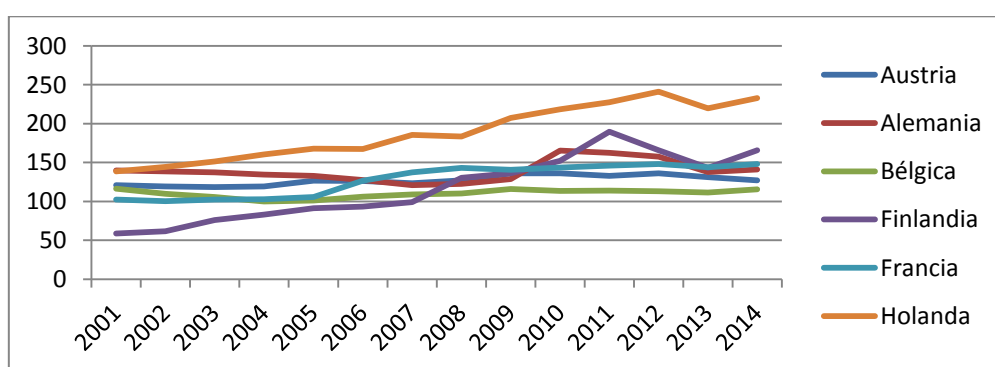


Fuente: FMI (World Economic Outlook Database)

Este problema no sólo se daba en Estados Unidos. En 2006, el BCE⁵⁷ avisó de los peligros del aumento observado en la exposición al riesgo de crédito de las entidades bancarias de algunos países de la zona del euro, debido a la expansión de los préstamos bancarios otorgados por las mismas, además del surgimiento de nuevos riesgos de contraparte por el creciente uso de nuevos y complejos instrumentos financieros en el mercado mayorista. Las condiciones favorables derivadas de la UEM – estabilidad de precios, bajos tipos de interés y eliminación del riesgo cambiario – impulsaron a las entidades financieras a buscar mayores rendimientos y a realizar inversiones de mayor riesgo. Asimismo, en la eurozona, en concreto en Irlanda y España, el estallido de la burbuja inmobiliaria y el incremento en la tasa de morosidad, aumentaron la vulnerabilidad de sus sistemas bancarios. Fuera de la eurozona, también este problema lo sufrió el Reino Unido.

Como se observa en el gráfico 59, dentro de los países centrales de la eurozona, Holanda es el país con mayor crecimiento del crédito bancario interno, mientras que en el grupo de países periféricos y del Centro y Este de Europa, son Chipre, España e Irlanda son los que más expansión de su crédito han tenido.

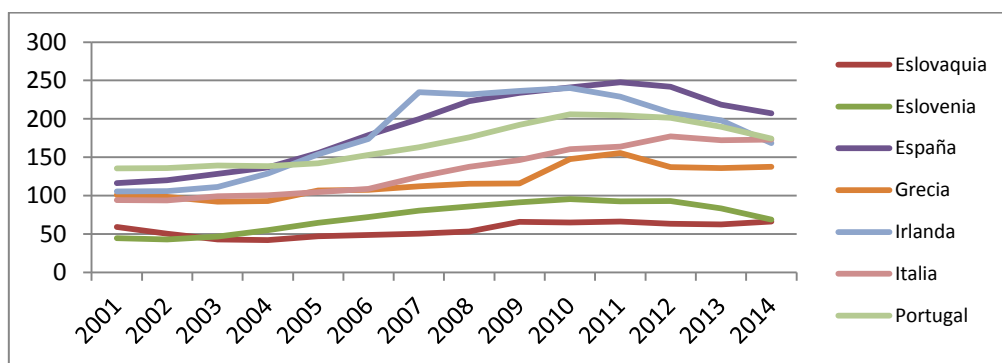
Gráfico 59. Crédito bancario interno países centrales de la Eurozona (% PIB). 2001-2014



Fuente: Banco Mundial (World Development Indicators)

⁵⁷ Véase BCE (2007)

Gráfico 60. Crédito bancario interno países periféricos y ECE de la Eurozona (% PIB).
2001-2014



Fuente: Banco Mundial (World Development Indicators)

Asimismo, hubo fallos en la regulación y supervisión financiera por parte de las autoridades, así como en la gestión y valoración de riesgos, tanto por las entidades financieras como por las agencias de calificación crediticia en cuanto a los productos financieros estructurados⁵⁸, los cuales ofrecían mayores rentabilidades a los inversores amantes del riesgo. La política de remuneración e incentivos de las instituciones financieras, así como la presión de los accionistas por conseguir precios más altos de sus acciones y mayores dividendos estimularon las inversiones especulativas y la asunción de riesgos por parte de las entidades financieras, mientras que el capital social no se iba adecuando a dicha situación, deteriorándose cada vez más su solvencia.

Por otra parte, los organismos de control se centraron en la supervisión microprudencial de bancos y entidades de inversión, pues aún habiéndose detectado algunos riesgos macroprudenciales, no se contaba entonces con ningún mecanismo eficaz que garantizara actuaciones concretas, no reconociendo, por tanto, la posibilidad de que ocurriera una crisis sistémica que pusiera en peligro la estabilidad financiera.

⁵⁸ Tradicionalmente, los productos financieros estructurados eran activos de renta fija combinados con instrumentos derivados, pero en la segunda parte de los noventa se transformaron en activos más complejos, por ejemplo las “obligaciones de deuda colateralizada” o CDO, en sus siglas en inglés (collateralized debt obligations). Mascareñas (2010) analiza los CDO.

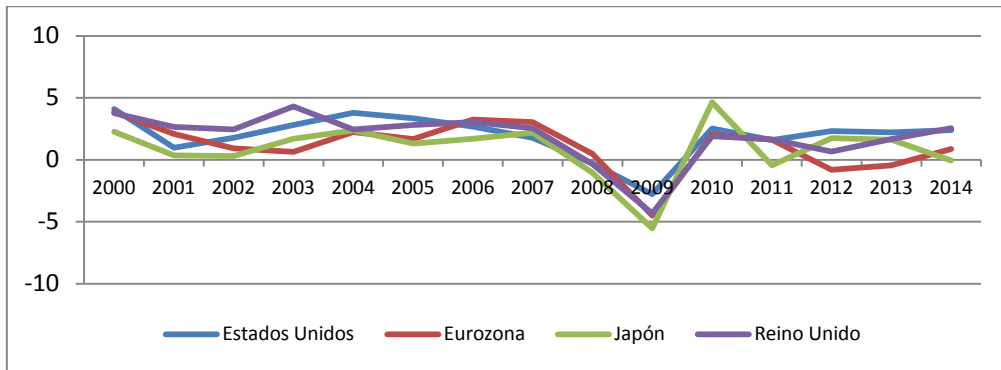
A mediados de 2006, cuando los precios de las viviendas ya habían comenzado su descenso, las tensiones inflacionistas en Estados Unidos obligaron a la FED a adoptar medidas de política monetaria contractiva, lo que se tradujo en un aumento de los tipos de interés. En este contexto, en el verano de 2007, las pérdidas de los bancos, derivadas de las altas tasas de morosidad de las hipotecas *subprime*, se hicieron insostenibles, lo que junto con el colapso de los mercados de titulización producido por la incertidumbre generada en los inversores, marcaron el inicio de la crisis.

La desconfianza se generalizó y llevó a la revisión de los criterios de valoración del riesgo de crédito en los mercados financieros, extendiéndose la crisis rápidamente a otras partes del mundo, sobre todo a Europa, como consecuencia de la globalización financiera. Calvo (2008) argumenta que los préstamos hipotecarios *subprime*, concedidos por bancos norteamericanos, fueron después transformados en títulos valores estructurados y muchos de ellos, con una alta calificación crediticia otorgada por las agencias de *rating*, se vendieron a instituciones financieras extranjeras, trasladándose con ello el riesgo a otros países.

Por otra parte, la gran incertidumbre sobre el riesgo de crédito de las entidades financieras, fomentada por la depreciación del valor de sus activos, redujo la posibilidad para estas entidades de acceder a la financiación de los mercados mayoristas, de los cuales dependían en gran medida, perdiendo con ello la capacidad para conceder crédito. Las empresas no financieras no podían seguir sosteniendo sus inversiones productivas al ritmo de antes de la crisis, debido al alto coste de la financiación ajena. La restricción del crédito (*credit crunch*) y la contracción del crecimiento económico llevaron a una recesión mundial en 2009.

Tal como aparece en el gráfico 61, en los últimos años, se aprecia la recuperación del PIB real en las economías avanzadas, excepto en la eurozona en su conjunto y en el Reino Unido durante los años de crisis de deuda soberana. En 2014, todas las economías han crecido positivamente, salvo la de Japón. Si bien, hay que señalar el débil crecimiento económico de la eurozona.

Gráfico 61. Crecimiento anual del PIB real (%) en las economías avanzadas 2000-2014



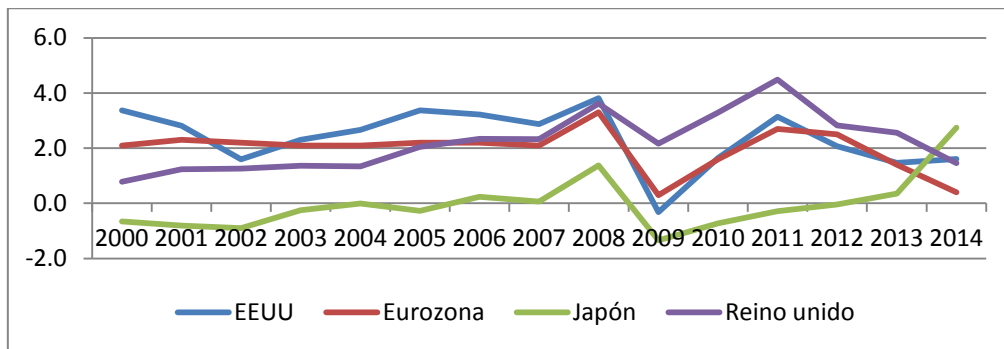
Fuente: FMI (World Economic Outlook Database)

En las economías avanzadas, en 2008, pese a la contracción de PIB en 2008, la subida de los precios del petróleo y de los productos alimenticios llevó a un crecimiento de la tasa de inflación, medida por el índice de precios de consumo. La recesión económica mundial hizo que la tasa de inflación bajara bruscamente en todas las economías en 2009, especialmente en Estados Unidos y la eurozona, recuperándose a partir de 2010, aunque Japón continuó con deflación.

No obstante, en la primera mitad de 2011, ante las presiones inflacionistas provocadas por la subida del precio de las materias primas, el BCE aumentó sus tipos de interés, lo que, junto con un crecimiento económico débil, atenuó la subida del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) en la eurozona.

En 2014, la fuerte caída de los precios del petróleo presionó a la baja a la inflación en las principales economías avanzadas, excepto en Japón, debido a la subida del impuesto sobre el consumo en dicho país. La política monetaria siguió siendo acomodaticia como la de años anteriores.

Gráfico 62. Tasas de inflación en las economías avanzadas (%) (1). 2000-2014



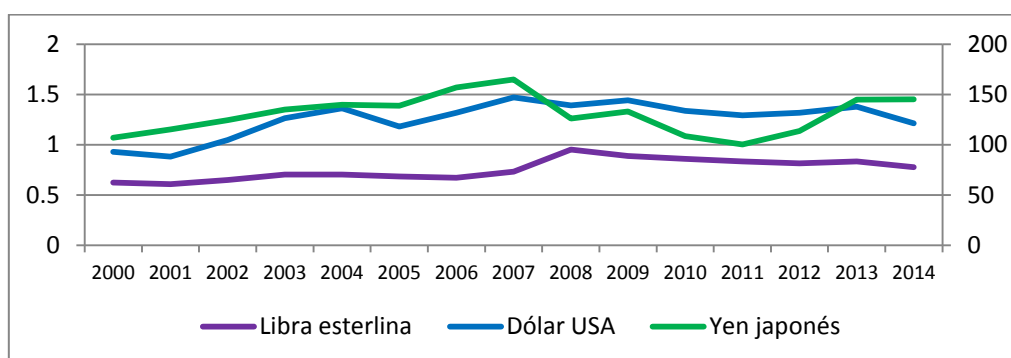
(1) Tasas de inflación anuales medidas por el IAPC medio en la eurozona y por el IPC en Estados Unidos, Japón y Reino Unido

Fuente: Comisión Europea (Eurostat) y FMI (World Economic Outlook Database)

Antes de 2007, el tipo de cambio bilateral del euro había seguido una tendencia al alza respecto a las principales monedas internacionales, en términos anuales. La política monetaria expansiva de la FED desde la crisis de la “nueva economía” en 2001, no sólo redujo los tipos de interés, sino también el valor del dólar. A partir del comienzo de la crisis financiera, cambia dicha tendencia, depreciándose el euro, debido a que el BCE se orientó hacia una política de expansión monetaria. Inmediatamente después de dicha depreciación, el euro se mantuvo más estable, en términos anuales, respecto al dólar norteamericano y la libra esterlina.

Cabe destacar que el valor del euro ha subido respecto al yen japonés en 2013 y 2014 y ha bajado respecto a la libra y sobre todo respecto al dólar en este último año. El debilitamiento del euro frente al dólar se ha debido al empeoramiento en las perspectivas de crecimiento e inflación de la eurozona y a la orientación de la política monetaria del BCE claramente acomodaticia, mientras la FED comenzaba a retirar su programa de expansión cuantitativa (*quantitative easing*). Las medidas de política monetaria no convencionales, anunciadas por el Banco de Japón, mediante compras no esterilizadas de deuda pública han llevado a una suave depreciación del yen.

Gráfico 63. Tipos de cambio del euro respecto a otras monedas internacionales (%) (1) 2000-2014



(1) Tipos de cambio del euro al final de cada año, respecto a la libra esterlina y el dólar USA en el eje izquierdo y respecto al yen japonés en el eje derecho.

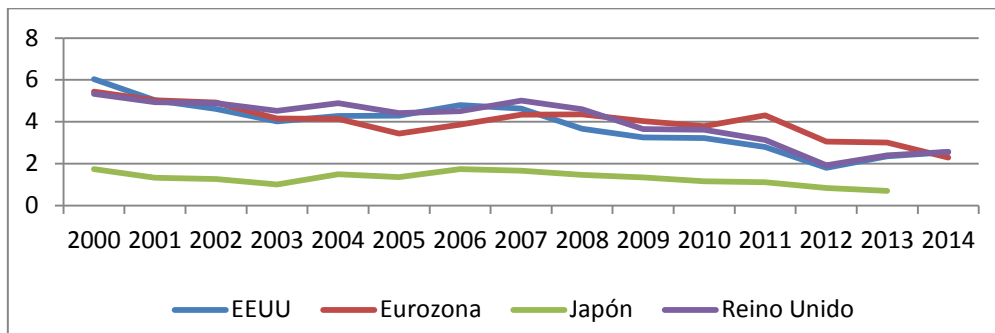
Fuente: BCE (Statistical Data Warehouse)

Los datos sobre rendimientos de los bonos soberanos a largo plazo de las tres economías muestran una tendencia a la baja de 2000 a 2014. No obstante, desde la crisis de deuda soberana se ha incrementado el diferencial de rendimientos de la deuda pública de la eurozona respecto a los de Estados Unidos, Reino Unido y Japón. Sin embargo, si en la media de la eurozona se consideraran exclusivamente los rendimientos de la deuda pública de los países con calificación AAA, la misma se situaría por debajo de los rendimientos de Estados Unidos⁵⁹.

El crecimiento de la deuda pública respecto al PIB ha sido mayor en Estados Unidos que en la eurozona en su conjunto a partir de 2008 y, en cambio, los rendimientos de la deuda soberana han sido superiores desde la intensificación de la crisis en dicha eurozona, debido a los grandes desequilibrios macroeconómicos y financieros de algunos de sus países y por la incertidumbre generada en los mercados financieros ante las pésimas perspectivas del crecimiento económico europeo.

⁵⁹ Véase BCE (2015). Disponible en: <http://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/index.en.html>

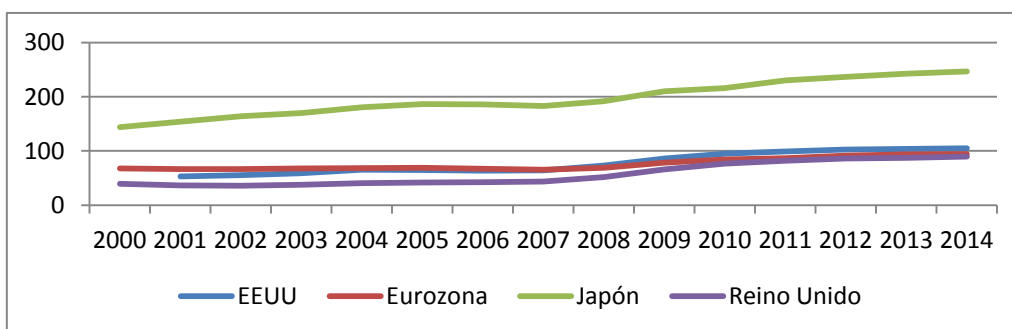
Gráfico 64. Rendimientos de la deuda pública a largo plazo economías avanzadas (%)
(1) 2000-2014



(1) Medias anuales de los rendimientos de la deuda pública a 10 años. No hay datos disponibles de Japón para 2014.
Fuente: OECD Data

También, cabe destacar el elevado crecimiento del porcentaje de la deuda pública respecto al PIB de Japón en los últimos 15 años, que ya partía de un nivel muy elevado (de 143,8% en 2000 al 246% del PIB en 2014), derivado de la política fiscal expansiva llevada a cabo por su Gobierno desde la década de los noventa para incentivar el crecimiento económico, y, sin embargo, los rendimientos de su deuda pública a largo plazo han estado muy por debajo de los demás países analizados. Los inversores de deuda pública de Japón son en su mayoría nipones, quienes la valoran como un activo sin riesgo, pese a su elevado crecimiento.

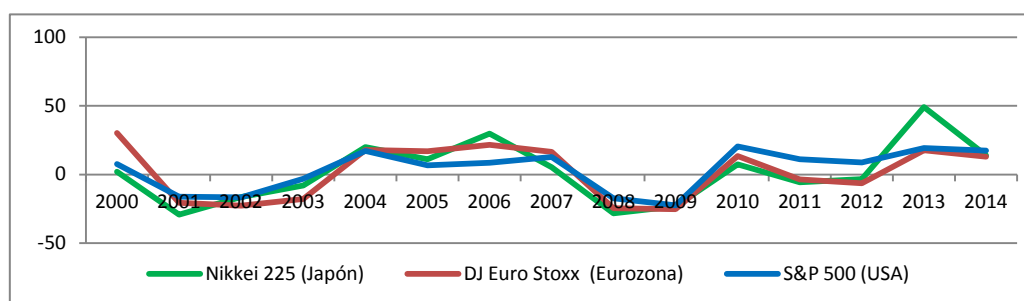
Gráfico 65. Deuda pública economías avanzadas (% PIB) (1) 2000-2014



(1) Deuda bruta del Gobierno Central en porcentaje del PIB
Fuente: FMI (International Monetary Fund. World Economic Outlook Database)

Durante la crisis, las rentabilidades anuales de las bolsas de Estados Unidos, Japón y la zona del euro tuvieron una evolución muy similar, con caídas fuertes en 2008 y 2009, subidas en 2010 y disminuciones menos bruscas en 2011 y 2012. Si se compara la evolución del PIB real con la rentabilidad de los índices bursátiles⁶⁰, se comprueba que el crecimiento económico negativo de 2009 fue anticipado por el fuerte retroceso de las cotizaciones de los índices de las bolsas mundiales en 2008, lo que reafirma la importancia de las expectativas en las inversiones. A partir de 2011, cuando la crisis de deuda soberana ya estaba en su apogeo en la eurozona, la caída del índice bursátil europeo Dow Jones (DJ) Euro Stoxx fue más acusada que la del Standard & Poor's (S&P) 500 de Estados Unidos. Mientras que el índice japonés Nikkei 225 ha mostrado una elevada volatilidad durante todo el período analizado. En 2013, los bajos tipos de interés y la mejora en las perspectivas económicas impulsaron la actividad bursátil, dando lugar a fuertes subidas de los índices de las principales bolsas mundiales⁶¹, sobre todo del japonés.

Gráfico 66. Rentabilidades anuales índices bursátiles mundiales (%) (1). 2000-2014



(1) Variaciones porcentuales de medias anuales de índices bursátiles internacionales.

Fuente: Elaboración propia con datos de Datastream (extraídos del BCE)

⁶⁰ En general, los índices bursátiles son medias ponderadas de los valores más líquidos y con mayor capitalización de las empresas que cotizan en las bolsas de cada país. En algunos índices, como el DJ EURO STOXX, el criterio de ponderación es la capitalización de los valores que forman parte del índice y en otros, como el NIKKEI 225 y el S&P 500, el criterio utilizado es el precio o cotización.

⁶¹ Véase Banco de Pagos Internacionales (2014).

Una característica esencial de la crisis financiera global o internacional iniciada en 2007 es su naturaleza multifacética, con rasgos comunes a otras crisis financieras anteriores, pero también con atributos propios. En concreto, esta crisis se gestó en las economías más avanzadas en un contexto de elevada integración financiera internacional.

Ha habido mucha investigación sobre las diferencias y semejanzas entre la crisis financiera global y otras crisis financieras internacionales previas. La Comisión Europea⁶² ha resaltado que, aunque en las últimas décadas ha habido un gran número de crisis, la mayoría de ellas ha tenido un impacto nacional o regional, mientras que la repercusión de la crisis de 2007-2009 ha sido más global.

Claessens y Kose (2013) revisan la literatura sobre las crisis financieras, centrándose en tres aspectos: principales factores que explican las crisis financieras, tipos de crisis financieras e implicaciones de la crisis en los sectores real y financiero.

Entre los factores que explican las crisis financieras, el auge del crédito y las burbujas de los precios de los activos en el período previo han sido comunes a varias de ellas. También sus efectos adversos sobre el sector real han sido muy parecidos, dando lugar a contracciones del crédito y a recesiones económicas.

Los autores clasifican las crisis financieras en cuatro grupos: crisis monetarias, crisis de balanzas de pagos o de paradas repentinas (*sudden stops*), crisis de deuda y crisis bancarias. Muchas veces estos tipos de crisis se manifiestan a la vez, por ejemplo, una crisis bancaria puede asociarse a una crisis monetaria, a una crisis de paradas repentinas, o, como ha sucedido recientemente en la eurozona, a una crisis de deuda soberana.

⁶² En esta tesis se compara la crisis de 2007 con las crisis financieras anteriores más recientes. En European Commission (2009) se compara la crisis de 2007-2009 con la crisis de 1929-1935 o Gran Depresión.

Las teorías sobre las crisis monetarias han ido evolucionando a medida que ha ido cambiando la naturaleza de las mismas. Tres generaciones de modelos son usualmente utilizadas para explicar las crisis monetarias de las cuatro últimas décadas⁶³:

La primera generación de modelos intenta demostrar cómo los ataques especulativos pueden hacer que los bancos centrales pierdan la capacidad de sostener el tipo de cambio fijo al quedarse de repente sin reservas de divisas. La segunda generación de modelos destaca la importancia de los equilibrios múltiples, intentando explicar la crisis del SME de 1992-1993. La tercera generación de modelos explora cómo los deterioros rápidos de balances asociados a fluctuaciones de los precios de los activos, incluyendo los tipos de cambio, pueden llevar a una crisis monetaria, intentando explicar la crisis asiática de finales de la década de los noventa. Antes de la crisis asiática no existían grandes desequilibrios macroeconómicos en los países del área (Corea, Indonesia y Tailandia), aunque sus sectores financiero y empresarial eran muy vulnerables. Además, en estos países se produjo una gran entrada de capital extranjero y un aumento rápido del precio de los activos durante los años previos a la crisis.

Una crisis de balanza de pagos o de la cuenta de capital produce una caída o retirada repentina de los flujos de capitales internacionales en un país. Este tipo de crisis se deriva de la pérdida de confianza en el banco central de un país para mantener fijo el tipo de cambio. Las políticas monetarias de un determinado banco central son incompatibles con el mantenimiento indefinido del tipo de cambio fijo. Cuando, por ejemplo, un banco central no quiere que su moneda se deprecie en el mercado de divisas, la revalorará comprándola a cambio de moneda extranjera, lo que si no va acompañado de una intervención esterilizada, por ejemplo, con compra de deuda pública en el mercado abierto, llevará a un aumento de los tipos de interés. El mantenimiento del tipo de cambio con revaluaciones sucesivas, hará que las reservas de divisas del banco central disminuyan continuamente hasta que se agoten, teniendo que abandonar el tipo de cambio fijo. En un momento cercano a esta situación, los

⁶³ Los tres modelos son analizados en los trabajos seminales de: Krugman (1979), Flood y Marion (1997) y Krugman (1999), para el primero, segundo y tercero, respectivamente.

especuladores forzarán la crisis comprando todas las reservas del banco central y llevándoselas fuera del país. Al abandonar el tipo de cambio fijo, el resultado será una inflación continua y una depreciación de la moneda.

En el enfoque de la segunda generación de modelos, la posibilidad de equilibrios múltiples, se deriva de la interacción entre las decisiones del gobierno, las expectativas cambiantes del sector privado y el estado de los fundamentos económicos (Alonso, 2005).

El Mecanismo de Tipos de Cambio (MTC) del SME pasó por diferentes períodos, algunos de ellos difíciles con realineamientos frecuentes de sus monedas (desde que comenzó a funcionar en 1979 hasta el verano de 1987), debido fundamentalmente a las grandes diferencias en las tasas de inflación de las economías europeas - desde las tasas moderadas de Alemania hasta las altas tasas de Italia, pasando por otro período de mayor estabilidad (del otoño de 1987 al verano de 1992), hasta llegar a un período de turbulencias (entre 1992 y 1993) que desembocó en una crisis y la ampliación de los límites inicialmente establecidos, de +/-2,25% y +/- 6% para algunas monedas - peseta española, escudo portugués, lira italiana y libra esterlina - en torno a sus paridades centrales, a +/- 15% a partir de agosto de 1993.

Tras el período de estabilidad del SME promovida por los acuerdos de Basilea-Nyborg de septiembre de 1987 y la expansión de las economías europeas, la liberalización de los movimientos de capitales impulsada por el objetivo establecido en el AUE de alcanzar el mercado único e iniciada el 1 de julio de 1990, limitó el recurso de una política monetaria independiente, salvo para Alemania, cuya moneda, el marco, actuaba como ancla del MTC. Por otra parte, la reunificación de Alemania en 1990 llevó al Gobierno alemán a aplicar una política presupuestaria expansiva que se tradujo en tensiones inflacionistas con la consiguiente política monetaria contractiva del Bundesbank, aumentando los tipos de interés y, en consecuencia, el valor del marco. En este contexto, los bancos centrales del resto de países que participaban en el SME tuvieron que reevaluar sus monedas para seguir alineadas en el MTC, lo que condujo a sus economías hacia una recesión, agotándose, además, sus reservas de divisas.

A este escenario europeo de perturbaciones económicas y monetarias asimétricas se añadió otro de escepticismo político, generado por los resultados negativos del referéndum danés sobre la ratificación del TUE en junio de 1992. Esa situación de inestabilidad económica y política dio lugar a los ataques especulativos que llevaron a las autoridades europeas en 1993 a revisar al alza las bandas de fluctuación de las monedas europeas en el MTC. Las políticas monetarias contractivas de los Bancos Centrales de Bélgica, Dinamarca, Francia y Portugal no podían seguir manteniendo sus tipos de cambio dentro de la banda estrecha al irse agotando sus reservas de divisas.

A partir de la ampliación de los límites de fluctuación, los bancos centrales de los países integrados en el MTC dispusieron de un mayor margen de actuación en sus políticas monetarias. Además, la credibilidad en el proceso de la UEM durante la etapa previa a la adopción del euro y la asunción de la responsabilidad de la política monetaria por parte del BCE, aportó gran estabilidad a las monedas europeas participantes en dicho proceso (Calvo, 2014).

Cerón (2008) se plantea si los modelos que intentan explicar las anteriores crisis financieras pueden aplicarse al estudio de la crisis financiera global, concluyendo que el modelo de crisis gemelas, explicativo de la crisis asiática de 1997-98, es el que mejor puede arrojar luz sobre aquella, aunque estableciendo diferencias entre ambas. La asiática fue fundamentalmente una crisis cambiaria con un régimen de tipos de cambios fijos, mientras que la crisis financiera global comenzó como crisis bancaria en un entorno de tipos de cambio flexibles.

Calvo (2010) estudia la crisis financiera global y revisa otras crisis anteriores, destacando que las características de las crisis financieras en los países desarrollados son diferentes que en los países en desarrollo. La autora hace referencia a la crisis asiática de 1997 como un posible precedente o aviso de la crisis financiera global y destaca que en la primera “las balanzas de pagos se vieron afectadas por la salida de los flujos de capital y por la depreciación de las principales monedas respecto al dólar y a las monedas europeas”.

Reinhart y Kaminsky (1999) señalan que en las crisis gemelas las variables fundamentales son peores y las crisis más graves que cuando aparecen aisladas. La

teoría no ofrece una postura clara sobre los vínculos causales entre las crisis monetarias y bancarias, pero los modelos empíricos sí informan sobre qué indicadores pueden explicar los factores que causan las crisis gemelas. Entre estos indicadores, destacan: las reservas internacionales, los tipos de interés internos y externos, la relación real de intercambio, las importaciones, la producción, los flujos de capital, el crédito bancario, el precio de los activos y el déficit público. Los autores concluyen que las crisis bancarias y monetarias están muy relacionadas con las consecuencias de la liberalización de los mercados financieros, que las bancarias suelen preceder a las monetarias y que éstas agravan las primeras. En cuanto a la crisis asiática de 1997-1998, fueron los problemas sistémicos del sector bancario los que estaban detrás de las fuertes caídas del valor de las monedas tailandesa (bath), coreana (won) e indonesia (rupia).

Según un estudio del BCE (2012b), tanto la crisis financiera reciente de Estados Unidos y la zona del euro como la crisis de Japón en los años noventa pueden ser consideradas como “recesiones de balance”⁶⁴. En ambas crisis hubo un excesivo crecimiento del crédito y después ajustes patrimoniales, derivados de una corrección en los precios de los activos. No obstante, en la crisis japonesa fueron sobre todo las empresas quienes más se endeudaron, mientras que en Estados Unidos los mayores problemas provenían del apalancamiento de los hogares y la crisis de las hipotecas subprime. En la UE, la crisis financiera se intensificó por los grandes desequilibrios internos⁶⁵ y externos acumulados en la fase previa y, además, existía el problema de la insostenibilidad de la deuda soberana de los países periféricos. En Japón, durante toda la década de los noventa, se produjo un proceso de desapalancamiento de las empresas que, junto a los graves problemas de intermediación financiera (crisis bancaria), determinó la incapacidad de la economía para crecer. De 2001 a 2006, el Banco de Japón aplicó medidas de política monetaria no convencionales o de relajación cuantitativa (quantitative easing) ante la persistencia de presiones deflacionistas.

⁶⁴ En una recesión de balance se produce el desapalancamiento del sector privado tras la explosión de una burbuja en el precio de los activos (burbuja inmobiliaria y/o de renta variable) (Koo, 2011).

⁶⁵ Antes de estallar la crisis, el problema de la burbuja inmobiliaria no sólo se dio en Estados Unidos, sino también en algunos países de la UE (España, Irlanda y Reino Unido).

Por otra parte, aunque el nivel de la deuda pública era muy bajo al comienzo de la crisis, la política fiscal expansiva aplicada por el Gobierno japonés, el aumento del gasto en seguridad social y el deterioro de los ingresos públicos, provocaron un aumento de la deuda pública hasta situarse en más del 200% del PIB en 2010.

En Banco de Pagos Internacionales (2014) se señala que: “las crisis financieras o bancarias graves suelen ir acompañadas de recesiones más profundas y prolongadas, a las que siguen recuperaciones mucho más lentas que las propias recesiones típicas del ciclo económico”. Las causas subyacentes a este tipo de crisis, denominada, “recesión de balance” son los desequilibrios sectoriales acumulados en los períodos de auge financiero, los cuales se han basado en expectativas optimistas sobre los ingresos futuros y el fácil acceso al crédito (sector privado no financiero), la sobreestimación de la solidez de sus activos (sector financiero) y el endeudamiento excesivo (sectores privado y público). Llegará un momento en el que dicho optimismo se vea sin fundamentos y exploten las burbujas de activos, lo que lleva a una contracción del PIB y a un ajuste de balances. La duración e intensidad de dicha contracción está en función de diversos factores, de manera que la economía se contraerá más: (i) cuanto mayor sea la intensidad de los desequilibrios acumulados en la fase expansiva previa; (ii) cuanto menor sea la capacidad del sector bancario para asignar eficientemente el crédito; (iii) cuantas más ineficiencias estructurales y rigideces haya en los mercados; (iv) cuanto menor sea la eficacia de las políticas de los gobiernos para gestionar la crisis y su recuperación.

En línea con Reinhart y Rogoff (2011), las crisis bancarias, las cuales aumentan la probabilidad de que ocurra una crisis de deuda soberana, son precedidas por un excesivo crecimiento del endeudamiento privado. La posibilidad de una crisis bancaria sistémica lleva a que los gobiernos rescaten a los bancos con problemas y gestionen los activos tóxicos y a que los bancos centrales inyecten liquidez en el sistema financiero. El rescate por los gobiernos llevará, a su vez, a una crisis de deuda soberana si el crecimiento del déficit público eleva continuamente la deuda pública y si dicha crisis lleva aparejada una recesión económica, se crea el problema de sostenibilidad de la deuda pública. Por otra parte, si las entidades de crédito aumentan su exposición a la deuda pública, se reduce la calidad de sus activos, elevándose su riesgo de crédito.

Por otra parte, Goodhart y Schoenmaker (2009) advierten que los costes fiscales de resolver una crisis bancaria pueden ser elevados. La recapitalización de un banco en quiebra por un gobierno será eficiente cuando los beneficios sociales esperados (prevención de una crisis sistémica) superen a los costes de la recapitalización de dicho banco. Los autores consideran que, en un entorno internacional, dichos costes podrían ser compartidos por los países que pueden verse afectados.

La mayoría de los modelos utilizados para el análisis y la gestión de los riesgos asociados a los activos financieros en el período previo a la crisis partían de unas hipótesis muy restrictivas y alejadas de la realidad, tales como el comportamiento racional de los inversores y unos mercados eficientes. En cuanto a la segunda hipótesis, si los mercados de capitales fueran eficientes, los precios de mercado de los activos reflejarían toda la información disponible y relevante. En este caso, el precio teórico y el valor de mercado de los activos serían iguales, lo que supondría la asunción de los supuestos de perfecta información y la no existencia de costes de transacción, en un contexto de mercados perfectamente competitivos.

En esa línea, Lobejón (2010) resalta el poco realismo de las hipótesis en las que se han basado algunos modelos dentro de la teoría neoclásica, como la hipótesis del agente representativo y la hipótesis de las expectativas racionales. Además, el autor critica la teoría de los mercados eficientes y analiza las implicaciones que ha tenido la moderna economía financiera en la crisis.

Además, la crisis financiera internacional de 2007-2009 ha puesto de manifiesto la existencia de fallos de mercado, como la competencia imperfecta, la información asimétrica y las externalidades, lo que invalida las hipótesis de eficiencia y de autorregulación de los mercados.

Novales (2010) analiza las causas de la crisis, resaltando la responsabilidad de los gobiernos en el desarrollo del proceso de desregulación, basado en el convencimiento de la capacidad de autorregulación de los mercados. Asimismo, el autor señala la pasividad de las autoridades monetarias antes de estallar la crisis, limitándose a alertar sobre la concentración de riesgos en el sistema financiero y no realizando ninguna intervención regulatoria.

En cuanto a la información imperfecta, si este fallo va acompañado de una falta de incentivos por los agentes económicos para evitar los efectos negativos que se pueden producir en la toma de decisiones con riesgo, al sentirse protegidos en caso de tener problemas graves, se genera el problema del “riesgo moral” (*moral hazard*). En Europa, tanto en el caso de las entidades bancarias, con elevada exposición al riesgo, como de los gobiernos de los países que forman parte de la UEM, que no han cumplido con la disciplina fiscal del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), han asumido que se les ayudaría en una situación de insolvencia, incluso por el propio BCE como prestamista de último recurso, ya que su quiebra pondría en peligro la estabilidad del sistema financiero y, por tanto, de la economía de la eurozona. Sin embargo, esta función no está contemplada en los Estatutos⁶⁶ del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) y del BCE. La actividad del BCE y los bancos centrales nacionales (BCN) se rige por el principio de independencia, lo que supone la prohibición de la financiación monetaria y del acceso privilegiado, y el artículo 125 del Tratado de Funcionamiento de la UE (TFUE) establece la regla “*no bail out*” o de no corresponsabilidad financiera. No obstante, según el apartado 2 del artículo 122 del TFUE, es posible un programa de ayudas para los países con graves problemas, permitiendo, por tanto, el incumplimiento de dicha regla en circunstancias excepcionales.

En relación al riesgo moral, Calvo (2014b) distingue dos posturas sobre el papel que debe desempeñar un Banco Central ante una situación de crisis financiera. Una posición liberal, según la cual el Banco Central debe limitarse a proporcionar liquidez adicional al sistema, a través de operaciones de mercado abierto, no rescatando, por tanto, directamente a la entidad con problemas de liquidez o solvencia. La otra posición, más ortodoxa, sí estaría a favor de salvar a la institución con problemas, en base a la existencia de una mayor información por parte del Banco Central que por los mercados.

De la Dehesa (2009) destaca que, además de fallos de mercado, ha habido fallos de Estado en la regulación y supervisión de la exposición al riesgo de los bancos y entidades de inversión que han tenido implicaciones o efectos sobre la crisis financiera,

⁶⁶ Las funciones del SEBC están establecidas en el TFUE y especificadas en los Estatutos del SEBC y del BCE, que son un protocolo anejo a dicho Tratado.

así como en la gestión de dicha crisis. En este sentido, un estudio del BCE (2010b:80) señala que las medidas que se han adoptado para apoyar al sistema financiero durante la crisis, han aumentado el riesgo de distorsión de la competencia y la posibilidad de que surjan problemas de riesgo moral y se asuman riesgos excesivos.

También están implicados en la crisis financiera de 2007, los fallos de información asimétrica y de competencia imperfecta en las excelentes calificaciones emitidas por las agencias de *rating* para algunos de los productos financieros que han jugado un papel muy importante en el inicio de la crisis financiera global. Estas agencias otorgan calificaciones a las emisiones y a los emisores de deuda en función de la capacidad y la posibilidad de cumplimiento de sus obligaciones contractuales, de manera que si dichas agencias estuvieran bien gestionadas y fueran independientes podrían, a través de su función de transmisión de información relevante, aumentar la eficiencia de los mercados financieros. Sin embargo, la información proporcionada por dichas agencias sobre los productos financieros estructurados antes de estallar la crisis ha sido cuando menos poco realista.

El contexto de integración financiera internacional en el que se produjo la crisis de 2007-2009 favoreció el contagio entre entidades financieras de Estados Unidos y Europa, produciendo una crisis sistémica y global. Claessens y Kose (2013) resaltan la necesidad de desarrollar modelos macroeconómicos que reflejen mejor el papel de los intermediarios financieros, pues los modelos actuales se limitan a capturar las fricciones financieras, así como modelos más realistas sobre los canales que dan lugar a la inestabilidad financiera, con sistemas de alerta más temprana y de predicción de las crisis. También es importante comprender los mecanismos de transmisión de las crisis entre mercados y países. A este respecto, además de los vínculos comerciales y de la banca transfronteriza, hay que tener en cuenta los nuevos canales financieros, como la banca en la sombra, y los nuevos canales de comercio, como las redes de comercio vertical.

En un estudio del Fondo Monetario Internacional (FMI) (2009) se evalúan las implicaciones sistémicas de los vínculos financieros a través de varios métodos complementarios. El método basado en datos institucionales estudia las externalidades de una red intentando determinar cómo la interconexión puede causar problemas. Otros

métodos intentan examinar los vínculos directos e indirectos en el conjunto del sistema bancario en Estados Unidos utilizando datos históricos y de mercado de las permutas de cobertura por impago, o CDS por sus siglas en inglés (*Credit Default Swaps*)⁶⁷. Estos métodos de evaluación individualmente tienen sus limitaciones, pero de forma conjunta constituyen un importante grupo de herramientas para los reguladores y supervisores.

Además, en dicho estudio se informa a los responsables políticos de tres aspectos importantes que se deben tener en cuenta: la evaluación de los *spillovers* directos e indirectos en un acontecimiento extremo, identificación de lagunas de información que puede ayudar a mejorar la precisión del análisis y la elaboración de indicadores concretos que permitan reexaminar la regulación existente e identificar los sectores y entidades de alcance sistémico.

En conclusión, los elementos diferenciadores de la última crisis financiera internacional, la cual se inició como una crisis de liquidez y solvencia bancaria, derivando en una crisis económica mundial, han sido su carácter global por la elevada integración de los mercados financieros, la desregulación y la falta de una supervisión rigurosa de las instituciones de crédito e inversión, las cuales asumieron excesivos riesgos, conduciendo a una crisis sistémica en la eurozona.

⁶⁷ Los CDS son seguros que cubren un crédito en caso de impago por el emisor. A través de los mismos se transfiere el riesgo de insolvencia de crédito.

2. La crisis de 2007 y la Eurozona

2.1. La crisis en la eurozona: la crisis de deuda soberana

La crisis de las *subprime*, que inicialmente se manifestó como una crisis de liquidez, se fue transformando posteriormente y de forma sucesiva en otros tipos de crisis, desde una crisis crediticia a una crisis de solvencia bancaria, derivando después en una crisis de deuda soberana en la eurozona (Calvo, 2010).

Las condiciones favorables derivadas de la integración financiera europea - estabilidad de precios y bajos tipos de interés - condujeron a las entidades financieras a cometer excesos, como el rápido crecimiento del crédito al sector privado y la inversión en productos financieros complejos y de alto riesgo, importados de Estados Unidos.

En un escenario de recesión económica y de inestabilidad financiera internacional, a finales de 2009, Grecia empezó a revelar problemas en sus cuentas públicas, lo que llevó a una creciente desconfianza de los mercados hacia las emisiones de deuda soberana en la eurozona. El comienzo de la crisis europea puede situarse en mayo de 2010, cuando el Consejo Europeo aprobó la ayuda financiera a Grecia, extendiéndose después a Irlanda en noviembre de ese mismo año y a Portugal en 2011, tras sus respectivas peticiones de rescate a la UE. Asimismo, en 2011 se trasladaron las tensiones de los mercados financieros a España e Italia.

Tras el descubrimiento del fraude en las cuentas públicas de Grecia, la declaración en Deauville del Presidente francés Sarkozy y la Canciller alemana Merkel, en octubre de 2010, según la cual los inversores debían compartir el coste de los rescates a este país, a través de la quita parcial de la deuda pública griega⁶⁸, llevó a una creciente incertidumbre en torno a la sostenibilidad de las finanzas públicas de algunos países y, por tanto, de la solvencia de sus gobiernos, lo que desembocaría en una venta masiva de deuda pública de los países periféricos de la eurozona, disparándose con ello su prima de riesgo (Ubide, 2011).

⁶⁸ La quita parcial supone que a los inversores no se les va a reembolsar parte de su inversión en la compra de deuda pública griega.

Grecia tuvo un déficit público muy alto durante todos los años de crisis europea (en 2013 alcanzó el -12,3%), debido a que su economía había permanecido en recesión desde el comienzo de la crisis financiera internacional de 2007 y por el crecimiento de los intereses de su deuda soberana, lo que mermó su capacidad para generar ingresos, si bien en 2014 se ha reducido aquel con la ayuda financiera recibida, y porque el crecimiento económico en ese año fue, aunque moderado, positivo. Sin embargo, en 2015 han resurgido las tensiones en los mercados financieros por la inestabilidad, tanto política como económica, y porque las reformas estructurales, fiscales y financieras que debía llevar a cabo el Gobierno heleno, dentro del programa de ajuste económico impuesto por la Troika, no han sido abordadas en tiempo y forma. Otro problema de Grecia es su elevada e insostenible deuda pública respecto al PIB, dadas las malas perspectivas de crecimiento económico.

Tabla 32. Deuda y déficit públicos de Grecia durante la crisis de deuda soberana (1). 2011-2014

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Déficit público (%PIB) | -10,2 | -8,7 | -12,3 | -3,5 |
| Deuda pública (%PIB) | 171,3 | 156,9 | 175 | 177,1 |

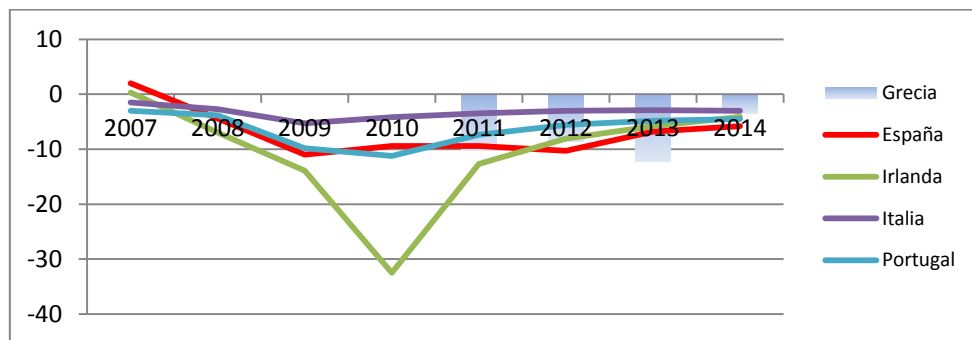
(1) No hay datos disponibles de Grecia para antes de 2011

Fuente: Comisión Europea (*Eurostat*)

El rescate de los bancos por parte de los gobiernos nacionales para evitar una quiebra del sistema financiero ha sido una gran carga en los presupuestos de los países de la eurozona periférica, con mayor impacto en los de Irlanda, donde el saldo presupuestario público pasó de superávit en 2007 a un elevado déficit en 2010 (-32,5% del PIB). En el mismo caso estarían Portugal y España, aunque con menor intensidad que en Irlanda. El problema de Italia ha sido sobre todo su deuda pública, la cual ha sido históricamente elevada. Además, el bajo potencial de crecimiento de dichas economías, por contar con

un modelo económico anticuado, basado en la construcción y con unos mercados de factores productivos poco flexibles.

Gráfico 67. Déficit (-)/Superávit (+) público (% PIB) Eurozona periférica (1). 2007-2014



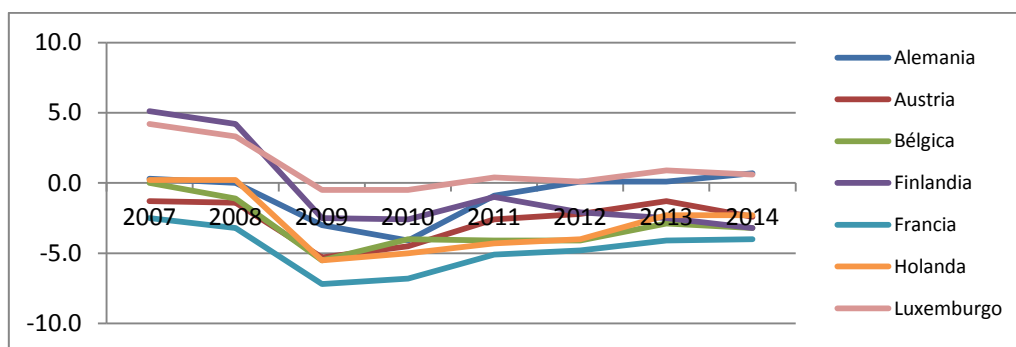
(1) No hay datos disponibles de Grecia para todo el período analizado

Fuente: Comisión Europea (Eurostat)

Todos los países de la eurozona central tenían déficit en sus presupuestos públicos antes de que estallara la crisis de deuda soberana. En 2010, el déficit público aumentó en los países con déficit más bajo, Alemania y Finlandia, mientras que disminuyó en aquellos países con déficit más alto (Austria, Bélgica, Francia y Holanda).

En cambio, el déficit público de Luxemburgo no siguió ninguna de esas dos pautas en su evolución, permaneciendo constante en 2010 respecto a 2009 y convirtiéndose en superávit desde 2011.

Gráfico 68. Déficit (-)/Superávit (+) público (% PIB) Eurozona central. 2007-2014



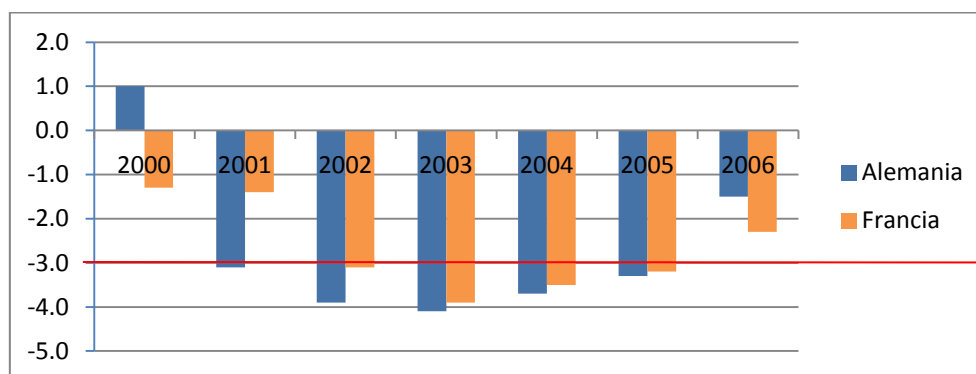
Fuente: Comisión Europea (Eurostat)

Durante los siguientes años de crisis, el déficit público se ha ido reduciendo en todos los países de la eurozona para cumplir con la disciplina fiscal del PEC, excepto en Finlandia que ha ido en aumento. Los países de la eurozona con superávit en 2014 eran: Alemania, Estonia y Luxemburgo. Estos países han tenido crecimiento económico positivo, lo que les ha permitido incrementar sus ingresos públicos.

Krugman et al. (2012) señalan que con la disciplina fiscal del PEC se quería garantizar un entorno de baja inflación y de restricción presupuestaria, tratando de evitar la debilidad del euro. Los elevados deuda y déficit públicos podrían presionar al BCE para que adquiriera la deuda pública, lo que llevaría al crecimiento de la oferta monetaria y, consecuentemente, de los precios. Los gobiernos de los países más prudentes temían que tuvieran que pagar la factura de los gobiernos menos prudentes.

Sin embargo, tras los incumplimientos fiscales durante la primera mitad de la década de 2000 por parte de varios países de la eurozona, especialmente Alemania y Francia, se formalizó una reforma del PEC en marzo de 2005, en la que se flexibilizó la disciplina fiscal, permitiendo un mayor número de casos excepcionales. A partir de la crisis europea se ha vuelto a reforzar la disciplina fiscal.

Gráfico 69. Déficit público (% PIB) de Alemania y Francia antes de la crisis. 2000-2006



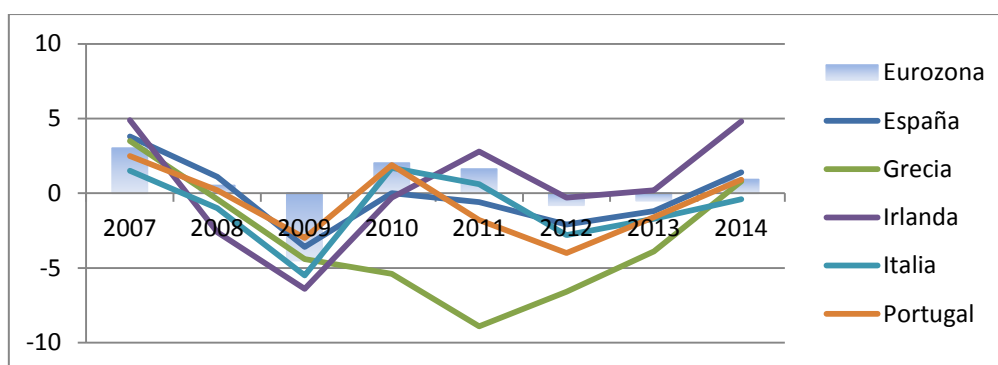
Fuente: Comisión Europea (*Eurostat*)

Obstfeld (2013) argumenta que el trilema financiero-fiscal se encontraba en el corazón de la crisis en 2009, según el cual, en una unión monetaria no se pueden mantener simultáneamente: la integración financiera transfronteriza, la estabilidad financiera y la

independencia fiscal nacional. Un país que depende de sus propios recursos fiscales, tendrá que sacrificar tanto la integración financiera como la estabilidad financiera, pues los mercados evaluarían los riesgos a nivel nacional. En cambio, si el país renuncia a la disciplina fiscal y al control de capitales, no puede, de forma creíble, respaldar la estabilidad de su sistema financiero sin apoyo fiscal externo, ya sea de forma directa por otros Estados miembros o indirectamente a través de financiación del BCE.

Tras la recesión económica mundial de 2009, todas las economías de la eurozona se recuperaron en 2010, salvo la de Grecia, cuyo PIB real siguió una tendencia negativa. No obstante, dicha recuperación no pudo sostenerse en el tiempo, debido a los graves problemas de financiación por los que atravesaba en ese momento el sistema financiero europeo y por los desequilibrios internos y externos de los países periféricos de la eurozona, con déficit en sus balanzas por cuenta corriente y un elevado grado de apalancamiento de sus sectores privado y público. La incertidumbre en los mercados financieros, el incremento de los costes de financiación para las empresas debido al *credit crunch* y las desfavorables perspectivas económicas dificultaron los proyectos de inversión a largo plazo. Como consecuencia de ello, las empresas redujeron la demanda de crédito, comenzando un proceso de desapalancamiento y una caída en la inversión productiva y en el producto potencial de la eurozona.

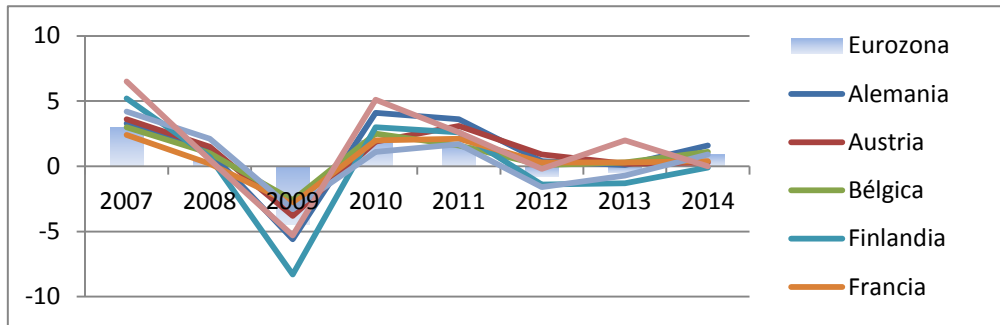
Gráfico 70. Crecimiento del PIB real (%) Eurozona periférica (1). 2007-2014



(1) Los datos para España y Grecia para 2014 son provisionales

Fuente: Comisión Europea (*Eurostat*)

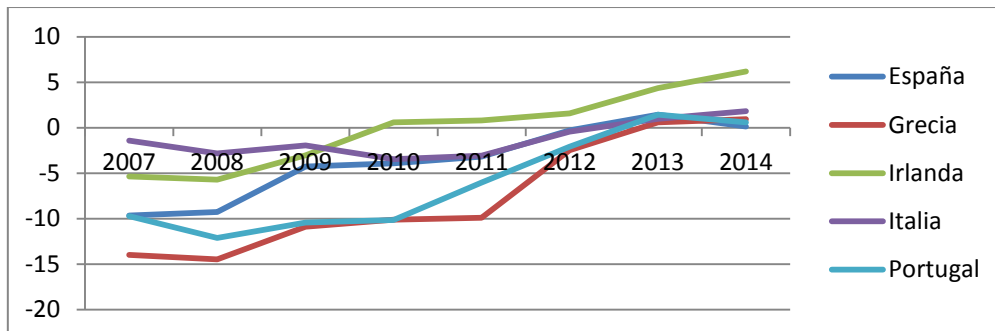
Gráfico 71. Crecimiento del PIB real (%) Eurozona central (%) (1). 2007-2014



Fuente: Comisión Europea (*Eurostat*)

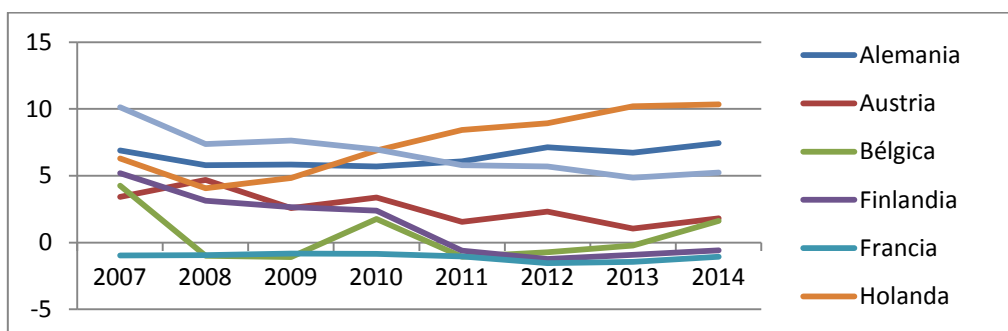
Al inicio de la crisis financiera global, el saldo de la balanza por cuenta corriente, como porcentaje del PIB, de los países de la eurozona central era de superávit, excepto el de Francia, mientras que en los países de la eurozona periférica dicho saldo era deficitario. No obstante, durante la crisis de deuda soberana, dicho saldo ha seguido una tendencia positiva, teniendo todos los países en 2014 superávit en su balanza por cuenta corriente. Ello se ha debido a una reducción de las importaciones, dentro de la tendencia general de contracción del consumo de ese período, a la vez que las exportaciones se han incrementado como consecuencia de la mejora de la competitividad de sus economías por la revisión a la baja de los salarios y los precios de los productos de exportación.

Gráfico 72 .Saldo de la balanza por cuenta corriente (% PIB) Eurozona periférica. 2007-2014



Fuente: FMI (World Economic Outlook Database)

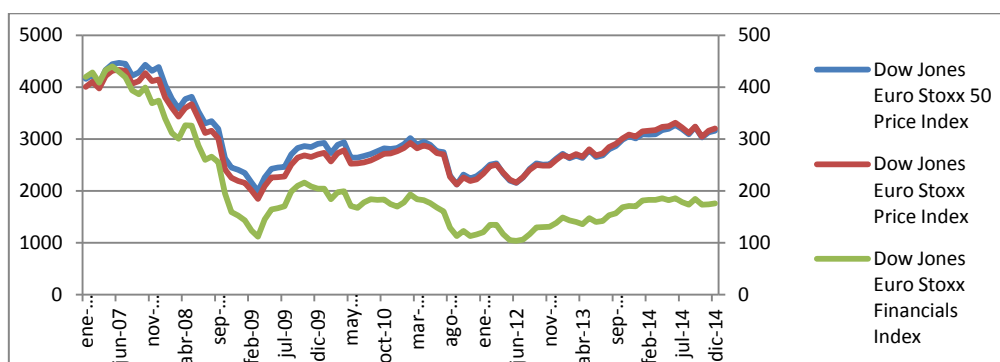
Gráfico 73. Saldo de la balanza por cuenta corriente (% PIB) Eurozona central.
2007-2014



Fuente: FMI (World Economic Outlook Database)

Los mercados bursátiles también se vieron afectados por la crisis, especialmente el índice bursátil financiero, cuyas caídas fueron más pronunciadas que en los otros dos índices representativos del conjunto (Dow Jones EURO STOXX Price Index) y cincuenta (Dow Jones EURO STOXX 50 Price Index) de las acciones de las bolsas de los países de la eurozona. A partir del segundo trimestre de 2007 se fue abriendo una brecha entre dichos índices, la cual fue aumentando a lo largo de la crisis.

Gráfico 74 . Índices bursátiles DJ Euro Stoxx. 2007-2014

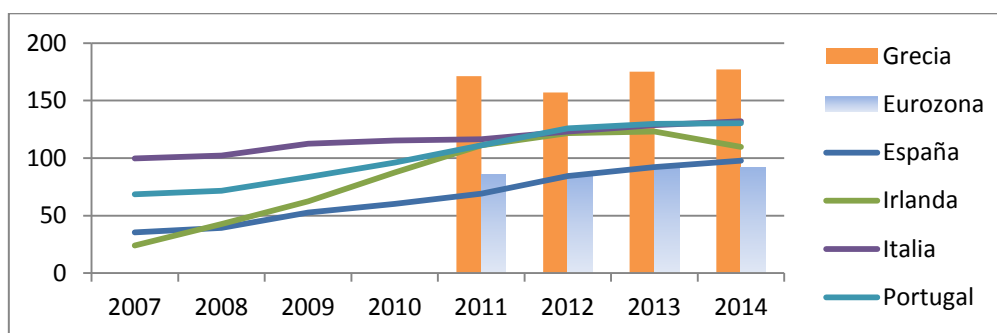


(1) El DJ Euro Stoxx 50 se representa en el eje derecho y los otros dos índices en el eje izquierdo

Fuente: DataStream (Extraído del BCE)

La evolución de la deuda pública, como porcentaje del PIB, de los países periféricos de la eurozona ha seguido una tendencia alcista en todo el período analizado. En 2007, la ratio deuda pública/PIB era muy baja en Irlanda (24%) y España (35,5%), mientras que en Portugal (68,4%) y sobre todo en Italia (99,7%) era ya muy elevada. En 2014, destaca el alto porcentaje de la deuda pública respecto al PIB en Grecia (177,1%), Italia (132,1%) y Portugal (130,2%), así como su rápido crecimiento en Irlanda y España, llegando a alcanzar en ese año el porcentaje del 109,7% y 97,7%, respectivamente. El gran incremento de la deuda soberana irlandesa y española se ha debido fundamentalmente al fuerte ascenso de su déficit presupuestario como consecuencia de la recapitalización de la banca de estos países.

Gráfico 75. Deuda pública (% PIB) Eurozona periférica (1). 2007-2014

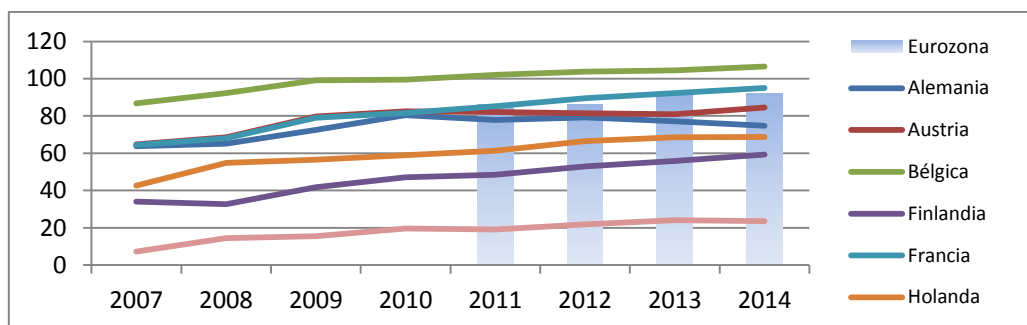


(1) No hay datos disponibles de Grecia y la media de la eurozona para todo el período analizado. Los datos de la eurozona están referidos a los promedios de la deuda pública de los países integrantes en cada momento (composición cambiante).

Fuente: Comisión Europea (*Eurostat*)

bajos que en el grupo de los países de la periferia de la eurozona, salvo los de Bélgica y Francia, situándose en 2014 en 106,5% y 95%, respectivamente, y sobrepasando a la media del conjunto de la eurozona (92%). Los porcentajes de la deuda pública de Alemania (63,7%) y Francia (64,4%) estaban muy próximos en 2007, pero en el segundo país la deuda ha crecido en 30 puntos porcentuales desde ese año hasta la actualidad.

Gráfico 76. Deuda pública (% PIB) Eurozona central (1). 2007-2014



(1) No hay datos disponibles de la media de la eurozona para todo el período analizado. Los datos de la eurozona están referidos a los promedios de la deuda pública de los países integrantes en cada momento (composición cambiante).

Fuente: Comisión Europea (*Eurostat*)

Tradicionalmente, desde la postura keynesiana se ha defendido el aumento del gasto público como impulsor del crecimiento económico. Sin embargo, la financiación del déficit público mediante la emisión de deuda por parte de los gobiernos produce efectos adversos sobre la economía. Entre estos efectos destacan: el efecto expulsión de la inversión privada o *crowding out*, tensiones inflacionistas, aumento de impuestos (de acuerdo con la hipótesis de equivalencia ricardiana⁶⁹), la insostenibilidad de la deuda pública a largo plazo y el incremento de los tipos de interés.

En contraste, la consolidación fiscal, a pesar de que en el corto plazo afecta negativamente al crecimiento económico y al empleo, genera efectos positivos a largo plazo sobre la economía, ya que al reducirse la deuda pública y los intereses asociados, se podrían bajar los impuestos menos eficientes (Hernández de Cos y Thomas, 2012).

Uno de los factores que más ha influido inicialmente en la evolución alcista de la prima de riesgo de la deuda soberana en los países periféricos de la eurozona ha sido la desconfianza de los inversores hacia sus emisores públicos en cuanto a su capacidad de

⁶⁹ Según esta hipótesis, la financiación del déficit público mediante la emisión de deuda pública equivale a una subida de impuestos en el futuro.

cumplimiento de pago, debido al crecimiento continuo de la deuda pública en una situación de recesión económica y con perspectivas de bajo o nulo crecimiento de su PIB.

El riesgo de crédito o de insolvencia (*default*) de la deuda pública es la posibilidad de que un gobierno emisor no pueda hacer frente a sus obligaciones de pago. Según un estudio del BCE⁷⁰, la sostenibilidad de la deuda pública supone que los servicios de la deuda pública acumulada puedan ser atendidos en cualquier momento, lo que exige que los gobiernos sean solventes y dispongan de liquidez suficiente.

Bajo el enfoque del concepto de flujo, la “solventia” es un concepto de medio a largo plazo que requiere el cumplimiento de la restricción presupuestaria del valor actual neto de los saldos presupuestarios primarios⁷¹, el cual debe ser igual o mayor al valor actual neto de la deuda pública viva. En cambio, la “liquidez” es la capacidad de un gobierno para mantener su acceso a los mercados financieros y garantizar su capacidad de atender el pago de las obligaciones a corto plazo”.

Existen varios enfoques y modelos para analizar el problema de la sostenibilidad de la deuda pública. No obstante, hay que tener en cuenta las condiciones de incertidumbre que guían las reacciones de los mercados, lo que supone la necesidad de establecer mecanismos de alerta temprana y de realizar un análisis en el que se consideren los riesgos fiscales de cada país, así como los desequilibrios financieros del sector privado que, como se ha mostrado en la crisis, pueden influir negativamente en las cuentas públicas.

Para medir la prima de riesgo de la deuda pública de los países de la eurozona se han utilizado usualmente dos instrumentos: los diferenciales o *spreads* entre los

⁷⁰ Véase Banco Central Europeo (2012a).

⁷¹El saldo presupuestario primario es el saldo no financiero (ingresos públicos menos gastos públicos por operaciones corrientes y de capital), excluyendo los intereses de la deuda pública.

rendimientos de la deuda pública del país analizado y los de Alemania⁷², que reflejaría el exceso de rendimiento que esperan recibir los inversores, por asumir un riesgo de crédito; y las primas de los CDS.

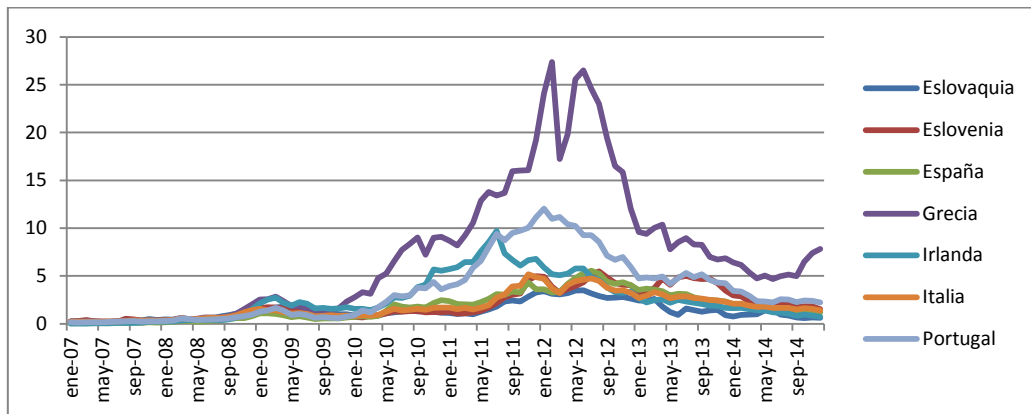
El diferencial o *spread* entre los rendimientos en el mercado secundario de las deudas públicas a 10 años un país de la eurozona determinado y los de Alemania, nos permite obtener una medida aproximada del riesgo de crédito de los títulos públicos a largo plazo de dicho país.

Los países de la periferia de la eurozona fueron los que tuvieron mayores primas de riesgo por los elevados niveles de deuda pública respecto al PIB que mantenían, habiendo sufrido una rebaja en la calificación crediticia otorgada por las agencias de *rating*, aunque la percepción por los inversores de un mayor riesgo de insolvencia se ha llegado a extender incluso a algunos países centrales de la eurozona con elevados niveles de deuda, como Austria, Bélgica y Francia. La deuda pública de estos países dejó de ser para los inversores un activo sin riesgo.

Cabe destacar la enorme diferencia de la prima de riesgo griega con respecto a la del resto de países de la eurozona. Desde mediados de 2012, la tendencia de los rendimientos a largo plazo ha sido a la baja, aunque en Grecia se ha invertido en el último trimestre de 2014, volviendo a crecer a un ritmo elevado desde entonces.

⁷² Se toma como referencia o *benchmark* el bono público alemán, ya que Alemania es el país con menor riesgo de impago de su deuda por considerarse que su economía es la más fuerte y estable del área del euro, teniendo, en consecuencia, la más alta calificación crediticia otorgada por las agencias de *rating*.

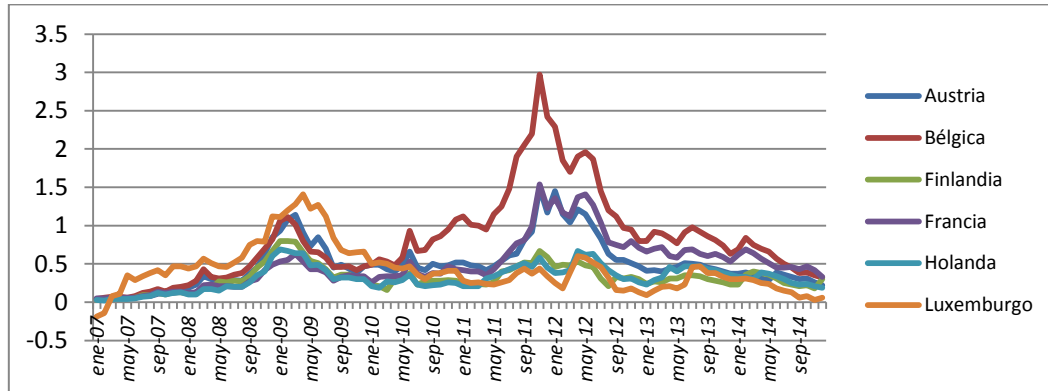
Gráfico 77. Prima de riesgo en los países periféricos y ECE eurozona (%)(1). 2007-2014



(1) Las primas de riesgo de deuda soberana se miden a través de los *spreads* o diferencias mensuales entre los tipos de interés anuales de la deuda pública a 10 años de cada país y los de Alemania. Los tipos de interés anuales se refieren a los promedios de las observaciones diarias en cada mes.

Fuente: Elaboración propia con datos del BCE (*Statistical Data Warehouse*).

Gráfico 78. Prima de riesgo de los países centrales de la eurozona (%) 2007-2014 (1)



(1) Las primas de riesgo de deuda soberana se miden a través de los *spreads* o diferencias mensuales entre los tipos de interés anuales de la deuda pública a 10 años de cada país y los de Alemania. Los tipos de interés anuales se refieren a los promedios de las observaciones diarias en cada mes.

Fuente: Elaboración propia con datos del BCE (*Statistical Data Warehouse*).

Si se compara la evolución de la deuda pública con la de los tipos de interés de la deuda soberana en el período previo a la crisis, se comprueba que, siendo los porcentajes de la deuda pública respecto al PIB de los Estados miembros muy dispares, sus rendimientos

a largo plazo eran similares, excepto los de Luxemburgo. Este hecho, junto con la no aplicación del componente corrector del PEC para aquellos Estados miembros que habían incumplido la disciplina fiscal impuesta por el mismo, pudo reducir los incentivos de los Gobiernos de los países de la eurozona para planificar su consolidación fiscal⁷³. Luxemburgo es claramente la excepción, ya que su deuda pública respecto al PIB era muy baja en comparación con el resto de países y porque, además, su saldo presupuestario ha sido positivo durante todos los años previos a la crisis, excepto en 2004, según datos de Eurostat.

Tabla 33. *Deuda pública (% PIB) en la eurozona (1) antes de la crisis. 2004-2007*

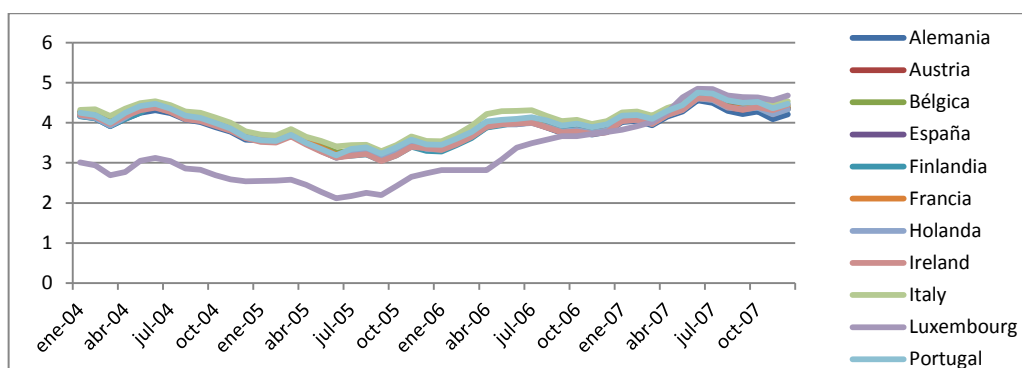
| | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
|-------------------|------|-------|-------|------|
| <i>Alemania</i> | 64.9 | 67.1 | 66.5 | 63.7 |
| <i>Austria</i> | 64.8 | 68.3 | 67 | 64.8 |
| <i>Bélgica</i> | 96.6 | 94.7 | 90.7 | 86.8 |
| <i>España</i> | 45.3 | 42.3 | 38.9 | 35.5 |
| <i>Finlandia</i> | 42.7 | 40 | 38.2 | 34 |
| <i>Francia</i> | 65.7 | 67.2 | 64.4 | 64.4 |
| <i>Holanda</i> | 50 | 49.4 | 44.9 | 42.7 |
| <i>Irlanda</i> | 28.3 | 26.2 | 23.8 | 24 |
| <i>Italia</i> | 100 | 101.9 | 102.5 | 99.7 |
| <i>Luxemburgo</i> | 6.5 | 6.3 | 7 | 7.2 |
| <i>Portugal</i> | 62 | 67.4 | 69.2 | 68.4 |

(1) Se consideran los países que estaban en la eurozona en todo el período analizado 2004-2007.

Fuente: Comisión Europea (*Eurostat*)

⁷³ Banco Central Europeo (2012d).

Gráfico 79. Rendimientos deuda pública a largo plazo en la eurozona 2004-2007



Fuente: BCE (*Statistical Data Warehouse*)

Otro enfoque alternativo en la medición de la prima de riesgo de la deuda pública, es aquel que utiliza la prima de los CDS soberanos, la cual ha sido también objeto de investigación y análisis por varios autores (Broto y Pérez-Quirós, 2011; Arce y Mayordomo, 2012).

Broto y Pérez-Quirós (2011) examinan la evolución de la prima de los CDS soberanos en una muestra de países, algunos de ellos de la eurozona y otros de la UE que no han adoptado el euro, como Reino Unido, y Estados Unidos. Mediante un modelo factorial dinámico los autores descomponen la prima en tres tipos de factores que pueden afectar a la cotización a los CDS: un primer factor que es común a todos los países, un segundo factor relacionado con la aversión al riesgo global y un tercer componente que representa un conjunto de factores nacionales. Sus resultados muestran que los dos primeros factores son los más relevantes hasta el inicio de la crisis, mientras que a partir de la misma el factor predominante en las primas de los CDS soberanos es el componente idiosincrásico de los países más vulnerables en el período de análisis (Irlanda, Grecia y Portugal).

Arce y Mayordomo (2012) resaltan el gran aumento en la negociación de los CDS soberanos de la eurozona a partir de la crisis de deuda soberana y analizan la relación entre los mercados de estos instrumentos derivados y los de la deuda pública en el ámbito de la UEM. Los autores argumentan que en ausencia de fricciones en los mercados, el valor del riesgo de crédito, medido a través del diferencial del rendimiento

del bono público de cada país con respecto al bono alemán, debería coincidir con el calculado mediante la prima del CDS correspondiente. Los resultados que obtienen sugieren que dicha relación es una buena aproximación durante el período anterior a la crisis, pero durante la misma existen desviaciones entre ambos indicadores del riesgo de crédito soberano. Estas desviaciones se derivan de imperfecciones en los mercados, de las cuales la más importante es el riesgo de contraparte⁷⁴.

En otros estudios, por ejemplo en BCE (2009), se ha encontrado evidencia de una transferencia del riesgo de crédito del sistema bancario al sector público, apreciándose a partir del anuncio de los rescates de las entidades de crédito, un aumento de las primas de los CDS de la deuda soberana y, a la vez, una disminución de las primas de los seguros de riesgo de crédito del sistema bancario (medido por el índice financiero iTraxx). Asimismo, se ha producido el efecto contrario, transfiriéndose riesgos desde el sector público hacia el sistema financiero. Ello es debido a que las entidades financieras aumentaron sus inversiones en, y por tanto su exposición a, la deuda pública, a partir de las inyecciones de liquidez del BCE a favor de las mismas.

La interdependencia de las primas de riesgo bancaria y soberana, provocada por la crisis, complicó la valoración que realiza el BCE sobre la orientación de la política monetaria adecuada para el mantenimiento de la estabilidad de precios, así como para su señalización y aplicación⁷⁵. No obstante, el enfoque general basado en dos pilares o tipos de análisis, monetario y económico, utilizado por el BCE en dicha valoración, le ha permitido tener en cuenta en la misma los efectos externos y las distorsiones producidas por la crisis.

Para corregir estas perturbaciones en el mecanismo de transmisión de la política monetaria y potenciar el crecimiento del crédito, dados los problemas de liquidez de los

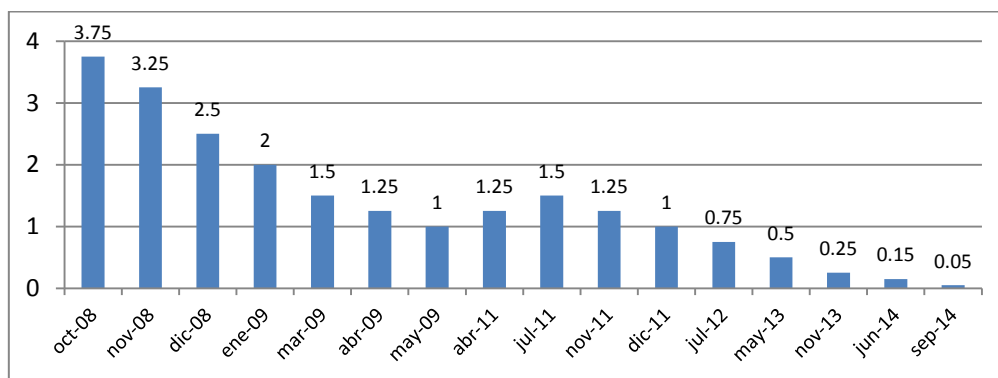
⁷⁴ El riesgo de contraparte es la posibilidad de que el vendedor del CDS incumpla con su compromiso de cobertura en caso de producirse el impago.

⁷⁵ Véase Banco Central Europeo (2010a).

mercados monetarios, el BCE adoptó nuevas medidas de política monetaria, tanto convencionales como no convencionales.

Entre las medidas convencionales, el BCE recortó sucesivamente sus tipos de interés de intervención a partir de octubre de 2008, aunque en la primera mitad de 2011 los subió ante las presiones inflacionistas derivadas del incremento de los precios de las materias primas. Uno de esos tipos de intervención son los de las operaciones principales de financiación (OPF).

Gráfico 80. Tipos de interés de las operaciones principales de financiación del BCE (%). 2008-2014



Fuente: BCE (Statistical Data Warehouse)

De Grauwe (2011) analiza dos paradojas de la crisis de la deuda soberana en la zona del euro. La primera paradoja surge de la comparación entre la ratio de la deuda pública con respecto al PIB de la zona del euro con la de Estados Unidos. Desde 2007, la deuda pública, como porcentaje del PIB, ha crecido más deprisa en Estados Unidos que en la eurozona, situándose en 2010 en un 10% por encima de la media de la deuda pública de la zona del euro y, sin embargo, es la eurozona la que ha estado inmersa en una crisis de deuda soberana. La segunda paradoja se deriva de la comparación de la misma ratio en Reino Unido y España, resaltando que desde el comienzo de la crisis dicha ratio ha crecido más en el Reino Unido, habiendo sido en 2011 un 17% superior a la de España

y, en cambio, los mercados financieros atribuyeron un riesgo de incumplimiento mucho mayor a la deuda del Gobierno español.

El autor argumenta que España pertenece a una unión monetaria y que, por tanto, no tiene control sobre la moneda en la que emite su deuda. De manera que los inversores, ante el temor de un incumplimiento de pago por parte del Gobierno español, venderán sus títulos y comprarán otros bonos más seguros, como los de Alemania. Esto va a reducir la liquidez en España y si el Gobierno no pudiera obtener financiación en los mercados a una tasa de interés razonable, no podría recurrir a su Banco Central para que le comprara sus títulos, mientras que en Reino Unido esto sí se podría hacer como último recurso. Además, en el caso de Reino Unido si aumentara el riesgo de impago por parte de su Gobierno, los inversores venderían sus bonos públicos y obtendrían libras que después venderían en el mercado de divisas, depreciándose la moneda, lo que favorecería las exportaciones de este país, pese a que también aumentaría la tasa de inflación. En una unión monetaria los mercados financieros adquieren un gran poder, pudiendo, en caso de una profunda crisis de liquidez, obligar a un gobierno al incumplimiento del pago de su deuda (expectativas auto-cumplidas). Los problemas derivados de una unión monetaria son: la falta de coordinación y la generación de externalidades, fundamentalmente de contagio.

El primer problema se podría solucionar a través de una acción colectiva cuyo objetivo fuera la dirección de los países hacia un buen equilibrio. En cuanto al efecto de contagio, como cualquier otra externalidad, se debería internalizar. Ambas acciones, la acción colectiva y la internalización, se podrían aplicar en dos niveles, de bancos centrales y de presupuestos públicos.

De Santis (2012) estudia el riesgo de crédito soberano en la zona del euro a partir de los *ratings* que emiten las agencias de calificación crediticia, explicando los aumentos de los diferenciales soberanos en la zona del euro a través de tres factores: un factor de riesgo específico del país, otro factor de riesgo propio de la zona periférica del euro y un tercer factor de contagio, fundamentalmente desde Grecia. En este estudio se sugiere que los *spreads* de la deuda soberana de algunos países del área del euro, en concreto Austria, Finlandia y Holanda, dependen en gran medida de la mayor demanda de bonos

soberanos alemanes derivada, a su vez, de la mayor aversión al riesgo de los inversores durante la crisis de la eurozona.

El autor resalta que la relación de causalidad entre las calificaciones crediticias y los *spreads* de deuda pública se da en ambos sentidos. Las calificaciones afectan a los diferenciales, pero también los segundos van a afectar a las primeras que realicen posteriormente las agencias de *rating*. Las políticas propuestas en este estudio, para salvaguardar la estabilidad del sistema financiero de la zona del euro, son: reducir el riesgo de insolvencia soberana y combatir el contagio.

Cuadro 3. *Calificaciones de las agencias de rating de la deuda soberana a largo plazo en países periféricos y centrales de la eurozona 2012-2015*

| | 2012 | 2015 |
|------------------|------|------|
| <i>España</i> | BBB+ | BBB |
| <i>Grecia</i> | CCC | CCC |
| <i>Irlanda</i> | BBB+ | A+ |
| <i>Italia</i> | BBB+ | BBB- |
| <i>Portugal</i> | BB | BB |
| <i>Alemania</i> | AAA | AAA |
| <i>Finlandia</i> | AAA | AA+ |
| <i>Francia</i> | AA+ | AA |
| <i>Holanda</i> | AAA | AA+ |

Fuente: Standard & Poor's (2015)

Los efectos externos se producen por contagio a otros países de un área monetaria debido a la gran integración de sus mercados financieros - los bancos de un país suelen tener deuda pública de otros países - y porque los mismos no son eficientes. Diversos estudios empíricos han hallado evidencias de efectos de contagio o *spillovers* en el contexto de crisis de deuda soberana de la eurozona (Arghyrou y Kontonikas, 2011; In 't Veld, 2013).

Arghyrou y Kontonikas (2011) encuentran evidencias de contagio desde Grecia hacia otros países de la eurozona. Los autores subrayan que son necesarias reformas

estructurales para mejorar la competitividad de los países de la periferia, así como reformas institucionales a nivel europeo que lleven a una mayor coordinación y supervisión dentro de la zona. Los autores del estudio no hallaron, sin embargo, evidencias de efectos especulativos significativos procedentes de los mercados de CDS.

In't Veld (2013) analiza el impacto macroeconómico de las consolidaciones fiscales en los países periféricos y centrales de la eurozona, así como evalúa los efectos de contagio del riesgo soberano entre ellos. Según el autor, el desafío es encontrar el ritmo adecuado de consolidación fiscal para lograr la credibilidad en los mercados financieros y evitar los efectos adversos en el crecimiento a corto plazo.

Por otra parte, la teoría de las áreas monetarias óptimas (AMO) plantea como alternativas a las políticas monetaria y cambiaria, en un área monetaria óptima y ante *shocks* asimétricos, la movilidad de los factores de producción y la flexibilidad de sus precios, así como el establecimiento de un sistema o mecanismo de transferencias de recursos a favor de los países con problemas. Además, para que se reduzca la posibilidad de *shocks* asimétricos, las economías del área deberían contar con unas estructuras productivas y unos ciclos económicos similares. Sin embargo, las economías de los países participantes en el inicio de la UEM no se encontraban sincronizadas cíclicamente - los países periféricos estaban creciendo en mayor medida que los países centrales - estando, en cambio, todas ellas sujetas a la misma política monetaria del BCE. Tampoco existía un mecanismo que posibilitara las transferencias de recursos a favor de los países con problemas, ni se contaba con unas políticas fiscales nacionales flexibles, ya que había que cumplir con la disciplina fiscal impuesta por el PEC, aunque, de hecho, no la cumplieron todos los países de la eurozona.

De Grauwe (2012) describe la conveniencia de contar con un presupuesto centralizado que permita las transferencias automáticas hacia los países del área con *shocks* negativos. Y si ello no fuera posible, las políticas fiscales nacionales deberían ser más flexibles para que los Gobiernos de países con problemas pudieran aumentar su déficit. Sin embargo, el aumento continuo del déficit público y, por tanto, de la deuda pública, no se puede sostener en el tiempo. Además, esta insostenibilidad produciría efectos negativos al resto de países del área, ya que al necesitar más financiación de su déficit, aumentarían los tipos de interés. Estos argumentos se utilizaron en el Informe Delors, en

el que se proponían reglas estrictas en cuanto a las políticas fiscales de los países que iban a formar parte de la UEM. Asimismo, el autor señala que a los inversores les podría resultar difícil asignar la prima de riesgo adecuada a la deuda pública de un país del área monetaria, ya que podrían pensar que si tuviera problemas en el pago de la misma, los demás países podrían ayudarle.

En el ámbito de la UEM, para garantizar un mejor funcionamiento de los mercados y limitar los riesgos para la estabilidad de precios, el artículo 125 del TFUE establece la regla “*no bail out*” o de no corresponsabilidad financiera. Sin embargo, según el apartado 2 del artículo 122, es posible un programa de ayudas para los países con graves problemas, permitiendo, por tanto, el incumplimiento de dicha regla en circunstancias excepcionales.

Por consiguiente, ante perturbaciones asimétricas y sin los instrumentos de las políticas monetaria y cambiaria, así como con un limitado margen de actuación en su política fiscal si se cumplieran las reglas de disciplina fiscal establecidas en el PEC, las herramientas efectivas con las que cuenta el gobierno de un país del área del euro para reactivar su economía son: la adopción de reformas estructurales y medidas que flexibilicen los mercados de factores y que mejoren la productividad y la competitividad de su economía. Asimismo, es esencial la coordinación de las políticas económicas en los países de la UEM.

2.2. Deficiencias de la Unión Económica Monetaria. Hacia una mayor integración económica y financiera

2.2.1. Deficiencias en el proceso de integración financiera europea

La crisis reveló la existencia de grandes deficiencias en el proceso de integración financiera, la cual es necesaria para lograr una auténtica UEM.

Integración de los mercados de crédito hipotecario, crédito al consumo y protección de los consumidores de servicios bancarios y de inversión

A finales de 2007, la Comisión publicó el Libro Blanco⁷⁶ “sobre la integración de los mercados de crédito hipotecario de la UE”, cuyo objetivo era hacerlos más competitivos y eficientes. El conjunto de medidas propuestas debía facilitar la oferta y la financiación transfronterizas de créditos hipotecarios, aumentar la gama de productos, incrementar la confianza y favorecer la movilidad del consumidor. En el marco de dicho Libro Blanco se llevaron a cabo diversas actuaciones de 2008 a 2010, como la creación en 2008 de un Grupo de expertos sobre historiales de crédito⁷⁷, así como se publicaron estudios sobre el papel y las actividades de las instituciones de crédito y entidades no crediticias que otorgan contratos de crédito para bienes inmuebles de uso residencial, los productos de movilización de capital (*equity release*), las ventas vinculadas y otras prácticas desleales en relación con los créditos, cuentas bancarias, formas de pago y seguros, y la necesidad y justificación de las restricciones en los tipos de interés, en cuanto a sus efectos sobre el mercado interior. En 2014 se aprobó la Directiva⁷⁸ sobre los contratos de crédito celebrados con los consumidores para bienes inmuebles de uso residencial (Directiva 2014/17/UE). Con dicha Directiva se pretende abordar los problemas de los mercados hipotecarios en relación a la irresponsabilidad en la concesión y contratación de

⁷⁶ Libro Blanco sobre la integración de los mercados de crédito hipotecario de la UE [COM (2007) 807 final, de 18.12.2007].

⁷⁷ Véase Anexo I.

⁷⁸ Véase Anexo I.

préstamos antes y durante la crisis, así como evitar el endeudamiento excesivo de los hogares.

Por otra parte, el 5 de junio de 2008 el Parlamento Europeo emitió una Resolución favorable sobre el Libro Verde⁷⁹ publicado por la Comisión en abril de 2007, relativo a los servicios financieros al por menor - bancarios, de seguros y pensiones - en el mercado único, y cuyo objetivo era aumentar el conocimiento de los problemas de los consumidores y de las empresas en este tipo de servicios.

Se han aprobado varias Directivas⁸⁰ sobre créditos al consumo y protección de los consumidores de servicios bancarios y de inversión desde la crisis.

Recuadro 5. Directivas sobre créditos al consumo y protección del consumidor de servicios bancarios

- Directiva sobre créditos al consumo, que pretende adaptarse a los nuevos tipos de contrato y facilitar el acceso a los créditos al consumo en otros Estados miembros (Directiva 2008/48/CE).
- Directiva sobre las acciones de cesación en materia de protección de los intereses de los consumidores (Directiva 2009/22/CE).
- Directiva sobre los derechos de los consumidores (Directiva 2011/83/UE).
- Directiva sobre la comparación de las comisiones conexas a las cuentas de pago, el traslado de cuentas de pago y el acceso a cuentas de pago básicas (Directiva 2014/92/UE). Además de proteger al consumidor de servicios bancarios, esta normativa tiene como objetivo esencial impulsar el mercado interior del sector bancario minorista.

⁷⁹ Libro Verde sobre los servicios financieros al por menor en el mercado único [COM (2007) 226 final, de 30.4.2007].

⁸⁰ Véase Anexo I.

Sistema Europeo de Supervisión Financiera

En noviembre de 2008, la Comisión encomendó al Grupo de Alto Nivel, presidido por Jacques de Larosière, la elaboración de recomendaciones para fortalecer los mecanismos de regulación y supervisión. El Grupo de Larosière presentó el 25 de febrero de 2009 un informe (Informe de Larosière), en el que, además de exponer exhaustivamente las causas de la crisis, se recomendaban reformas en la regulación financiera, en las políticas económicas⁸¹ y en el marco de supervisión de los mercados financieros, cuyo fin era reducir el riesgo y la gravedad de futuras crisis financieras. En base a dicho informe, la Comisión presentó en mayo de ese mismo año la Comunicación “Supervisión financiera europea”⁸², donde se establecía un nuevo marco europeo de supervisión financiera. El Consejo Europeo de junio de 2009 confirmó la conveniencia de este nuevo marco de supervisión, destacando que las AES debían también supervisar a las agencias de calificación crediticia.

En dicha Comunicación, la Comisión propuso un nuevo marco de supervisión apoyado en dos pilares: un Consejo Europeo de Riesgo Sistémico para la supervisión macroprudencial y un Sistema Europeo de Supervisores Financieros, configurado como una red de supervisores financieros nacionales en estrecha colaboración con las AES (éstas sustituyeron a los Comités de supervisión Lamfalussy), que se encargaría de la supervisión microprudencial.

⁸¹ Estas reformas abarcaban diferentes ámbitos de actuación: política monetaria, Basilea II (en cuanto a requisitos de capital), contabilidad, registro y supervisión de las agencias de *rating*, transparencia de los fondos de alto riesgo (*hedge funds*), capital riesgo, compensación de los CDS, titulación de activos y armonización de los fondos de garantía de depósitos. “The High-Level Group on Financial Supervision in the EU”, Chaired by Jacques de Larosière, Report. Brussels, 25 February 2009.

Disponible en: http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/de_larosiere_report_en.pdf

⁸² Comunicación de la Comisión “Supervisión financiera europea” [COM (2009) 252 final, de 27.5.2009].

Finalmente, en base a dicha propuesta, se creó el Sistema Europeo de Supervisión Financiera (SESF)⁸³ con la siguiente estructura organizativa:

- 1) Un organismo de supervisión macroprudencial: la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS).
- 2) Las tres AES a nivel micropudencial: Autoridad Bancaria Europea (ABE), Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM) y Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (AESPJ).
- 3) El Comité Mixto de las AES y las autoridades de supervisión de los Estados miembros reforzarían la supervisión del sistema financiero de la UE.
- 4) Al BCE, se le dio un papel más activo dentro de este SESF mediante el Reglamento (UE) nº 1096/2010 del Consejo por el que se encomienda al BCE una serie de tareas relacionadas con el funcionamiento de la JERS. En virtud de este reglamento, el BCE asumió las funciones de Secretaría de la JERS, con el fin de proporcionarla apoyo analítico, estadístico, administrativo y logístico. La JERS debe evaluar de forma continua la estabilidad del sistema financiero en su conjunto, mientras que la misión de las AES es la de elaborar normas técnicas, tratar de garantizar la aplicación coherente del Derecho comunitario y resolver las discrepancias entre supervisores.

El SESF entró en vigor el 1 de enero de 2011 y ha sido reformado posteriormente a partir de la iniciativa adoptada por el Consejo Europeo de 2012 de crear una Unión Bancaria Europea (UBE).

Otras iniciativas para la gestión de la crisis

La Comisión preveía establecer un marco para la armonización de los regímenes de insolvencia bancaria a medio plazo, además de la revisión del Reglamento sobre la

⁸³ Este nuevo SESF está regulado en cuatro reglamentos, por los se crean la JERS y las tres AES. Véase Anexo I.

ABE, y un marco integrado para la resolución de las crisis en grupos transfronterizos a más largo plazo.

Otras iniciativas reformistas del marco regulador del sistema financiero fueron presentadas en la Comunicación⁸⁴ de la Comisión “Regulación de los servicios financieros para un crecimiento sostenible”, publicada en 2010. El propósito común de estas reformas era establecer un sistema financiero más seguro, transparente y responsable que favoreciera el desarrollo de un crecimiento económico sostenible, en sintonía con la Estrategia “Europa 2020”.

En virtud de dicha Comunicación, se desarrollaron nuevas propuestas legislativas y se adoptaron medidas en la negociación y liquidación de valores, así como en otros ámbitos del sector financiero, tales como los mercados de derivados y las agencias de calificación crediticia.

Negociación, compensación y liquidación de valores

La MiFID (Directiva 2004/39/CE), regula la negociación de valores desde su entrada en vigor en noviembre de 2007 hasta su derogación el 3 de enero de 2017, fecha en la que comenzará a ser efectiva la nueva MiFID o MiFID II (Directiva 2014/65/UE)⁸⁵, tras finalizar el plazo de transposición a las legislaciones nacionales el 3 de julio de 2016. En 2011, la Comisión Europea propuso derogar la MiFID porque, además de haber mostrado deficiencias tras la crisis financiera, el desarrollo de la innovación y de la complejidad de los instrumentos financieros requerían una mayor protección del inversor, lo que se debía reflejar en la normativa. Con esta revisión legislativa se pretendía establecer unas estructuras de mercado más sólidas y eficientes. La MiFID II, que es una refundición parcial de la anterior MiFID y de sus posteriores modificaciones, y el Reglamento (UE) n° 600/2014 formarán, desde su entrada en vigor, el marco

⁸⁴ Comunicación de la Comisión “Regulación de los servicios financieros para un crecimiento sostenible” [COM (2010) 301 final, de 2.6.2010]. La Estrategia “Europa 2020” se analiza en el capítulo IV de esta tesis.

⁸⁵ Véase Anexo I.

legislativo regulador de los requisitos aplicables a las empresas de inversión, los mercados regulados, los proveedores de servicios de suministro de datos y las empresas de terceros países que presten servicios o realicen actividades de inversión en la Unión.

La liquidación de valores está regulada por el Reglamento (UE) n° 909/2014⁸⁶, cuyo propósito es aumentar la seguridad y la eficiencia en la liquidación de valores en la UE. Se trata de una norma común para toda la Unión en cuanto a la compensación y liquidación de valores y a las entidades responsables de dicha liquidación, los depositarios centrales de valores (DCV), cuyo fin es la creación de un mercado único para los servicios prestados por dichas entidades.

El BCE aprobó en noviembre de 2011 el “Acuerdo Marco para desarrollar el proyecto TARGET2-Securities (T2S)”. El objetivo del proyecto era la creación de una plataforma única de liquidación de valores dentro del Eurosistema, con el fin último de generar economías de escala y reducir los costes de liquidación, igualándose las liquidaciones transfronterizas y las nacionales, en cuanto a su eficiencia. El sistema T2S está dirigido a los DCV y, como estaba inicialmente previsto, ha entrado en funcionamiento en junio de 2015.

En el ámbito de los mercados de derivados se han aprobado tres importantes normas: una Directiva y dos Reglamentos⁸⁷:

- Directiva 2011/61/UE, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos (GFIA), o AIFMD por sus siglas en inglés (*Alternative Investment Fund Managers Directive*). Su objetivo es establecer un mercado interior para los gestores de fondos de inversión alternativos y un marco armonizado y riguroso de regulación y supervisión de

⁸⁶ Véase Anexo I.

⁸⁷ Véase Anexo I.

las actividades en el interior de la Unión, independientemente del lugar donde tengan su domicilio social. Posteriormente, esta Directiva ha sido modificada por la MiFID II.

- El Reglamento (UE) nº 648/2012 relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones, o EMIR por sus siglas en inglés (*European Market Infrastructure Regulation*), pretende dar mayor seguridad y transparencia al mercado de derivados negociados en los mercados no regulados, o en sus siglas en inglés OTC (*over the counter*). La información sobre los contratos de estos derivados se deberá comunicar a los registros de operaciones y su compensación se hará a través de contrapartes centrales, de esta manera se reduce el riesgo de crédito de contraparte.

- El objetivo del Reglamento (UE) nº 236/2012 sobre las ventas en corto y determinados aspectos de los CDS es establecer un marco reglamentario preventivo para circunstancias excepcionales, abordando de manera armonizada los riesgos potenciales derivados de este tipo de operaciones. Las ventas en corto descubiertas son ventas de un activo financiero que el inversor no posee, sino que lo compra a plazo cuando las expectativas son de una reducción en el precio del activo en el futuro.

Agencias de calificación crediticia

Las calificaciones emitidas por estas agencias sirven como referencia para la financiación y la valoración de riesgos de inversión de entidades de crédito y de seguros, organismos de inversión colectiva y fondos de pensiones. La regulación de dichas agencias pretende mejorar la fiabilidad y la calidad de las valoraciones del riesgo de solvencia financiera que emiten dichas agencias. El riesgo de solvencia financiera es la capacidad que tiene un emisor de deuda para hacer frente a sus obligaciones de pago.

Para una mayor independencia y calidad en sus valoraciones, se debe garantizar que sus actividades se rijan por los principios de transparencia, integridad, responsabilidad y

buena gobernanza. Dichas actividades están reguladas por el Reglamento⁸⁸ (CE) n° 1060/2009 sobre las agencias de calificación crediticia. La finalidad del reglamento es proteger al inversor frente al riesgo de malas prácticas y contribuir a la estabilidad del sistema financiero de la UE. La AEVM se encarga, desde el 1 de enero de 2011, del registro y de la supervisión de las agencias de calificación crediticia en la UE.

Dicho Reglamento ha sido posteriormente completado por varios Reglamentos Delegados de la Comisión⁸⁹ de 2012 y 2015:

- Reglamentos Delegados de la Comisión de 2012, en lo que respecta a las normas técnicas de regulación: sobre el contenido y formato de los informes periódicos sobre los datos relativos a las calificaciones que deberán presentar las agencias de calificación crediticia a la AEVM; aplicables a la evaluación de la conformidad de los métodos de calificación; aplicables a la presentación de la información que las agencias de calificación crediticia deben deberán comunicar a un registro central establecido por la AEVM; relativas a la información que debe proporcionarse para el registro y la certificación de las agencias de calificación crediticia.

- Reglamentos Delegados de la Comisión de 2015, en lo relativo a las normas técnicas de regulación aplicables a: la información periódica sobre los honorarios cobrados por las agencias a efectos de la supervisión permanente por parte de la AEVM; la presentación de la información que las agencias de calificación crediticia comunican a la AEVM; los requisitos de información en los instrumentos de financiación estructurada.

Medidas para impulsar el mercado único de servicios financieros y la financiación de las PYME

⁸⁸ Véase Anexo I.

⁸⁹ Véase Anexo I.

Para impulsar la completitud del mercado único, la Comisión presentó dos Actas⁹⁰: el Acta del Mercado Único (AMU) en abril de 2011 y el Acta del Mercado Único II (AMU II) en octubre de 2012.

Una de las doce prioridades establecidas en el AMU para estimular el crecimiento y reforzar la confianza es facilitar el acceso de las pequeñas y medianas empresas (PYME) a la financiación, cuya medida clave se basa en la formulación de legislación que favorezca que los fondos de capital riesgo establecidos en un Estado miembro puedan invertirse en cualquier otro Estado miembro sin ningún obstáculo. En el AMU, también se plasma la necesidad de modificar la Directiva sobre la transparencia, el Reglamento de aplicación de la Directiva sobre los folletos y la Directiva sobre el abuso de mercado, así como de introducir un conjunto de condiciones especiales en la revisión de la MiFID, con el fin de ajustarse a las plataformas de negociación para las PYME.

En el AMU II se reconocía que las PYME se han visto especialmente perjudicadas por la reciente crisis. Para mejorar su acceso a la financiación se han ido adoptando medidas en base a varias iniciativas o propuestas.

En 2011, la Comisión Europea presentó dos iniciativas⁹¹: una referida al emprendimiento social y la otra consistía en un plan de acción para la mejora del acceso a la financiación de las PYME a través de los mercados. En concreto, las propuestas establecidas en dicho plan perseguían mejorar el marco normativo europeo del capital riesgo para que las PYME pudieran obtener más financiación transfronteriza dentro del mercado único.

⁹⁰Comunicación de la Comisión: “Acta del Mercado Único. Doce prioridades para estimular el crecimiento y reforzar la confianza. Juntos por un nuevo crecimiento” [COM (2011) 206 final, de 13.4.2011]. Comunicación de la Comisión: “Acta del Mercado Único II: Juntos por un nuevo crecimiento” [COM (2012) 573 final de 3.10.2012].

⁹¹ Comunicaciones de la Comisión: “Iniciativa en favor del emprendimiento social. Construir un ecosistema para promover las empresas sociales en el centro de la economía y la innovación sociales” [COM (2011) 682 final de 25.10.2011] y “Un plan de acción para mejorar el acceso a financiación de las PYME” [COM (2011) 870 final de 7.12.2011].

En junio de 2012, se adoptó la Directiva⁹² sobre la interconexión de los registros centrales, mercantiles y de sociedades, por la cual se facilita el acceso a la información en el mercado interior de las PYME, lo que favorecerá sus actividades transfronterizas y financiación.

En abril de 2013, se aprobaron dos Reglamentos⁹³, en el marco de las iniciativas de la Comisión de 2011: el Reglamento (UE) n° 345/2013 sobre los fondos de capital riesgo europeos y el Reglamento (UE) n° 346/2013 sobre los fondos de emprendimiento social europeos. Mediante estos Reglamentos, se establece un pasaporte europeo para los fondos de inversión orientados a las PYME no cotizadas y las empresas sociales.

La Comisión Europea y el Banco Europeo de Inversiones (BEI) han desarrollado una iniciativa para ampliar los instrumentos de riesgo compartido entre la Comisión Europea, el BEI y el Fondo Europeo de Inversiones (FEI), con el apoyo de los Fondos Estructurales y los Fondos de Inversión europeos.

Entre los objetivos prioritarios de la nueva Comisión Europea⁹⁴ destaca el de alcanzar un verdadero mercado único de capitales. Dicha iniciativa se ha reflejado en la Comunicación⁹⁵, publicada en febrero de 2015, sobre la construcción de una “Unión de los Mercados de Capitales” (UMC). El fin último de dicha iniciativa es impulsar el crecimiento económico y la creación de empleo mediante el reforzamiento de las inversiones empresariales a largo plazo. La integración de los mercados de capitales facilitará el acceso de las empresas, especialmente las PYME, a la financiación no bancaria.

⁹² Véase Anexo I.

⁹³ Véase Anexo I.

⁹⁴ Desde las elecciones europeas de 2014, el Presidente de la Comisión Europea es nombrado por el Parlamento Europeo, a propuesta del Consejo Europeo, de acuerdo con el Tratado de Lisboa, que entró en vigor el 1 de diciembre de 2009.

⁹⁵ Libro Verde “Construir una Unión de los Mercados de Capitales” [COM (2015) 63 final, de 18.2.2015].

Actualmente, las empresas europeas dependen más de la financiación bancaria que de los mercados de capitales. La UMC ofrecerá más oportunidades a las empresas para financiar sus inversiones productivas, lo que mejorará la producción y el empleo. Además, al ampliarse las fuentes de financiación aumentará la estabilidad del sistema financiero y la UE será un lugar más atractivo para la inversión extranjera. Las propuestas de la Comisión para alcanzar dicha UMC se dirigirán a: fomentar la titulización de alta calidad; revisar la Directiva sobre el folleto para facilitar a las empresas, en particular a las PYME, el acceso a la financiación de otros países; mejorar la disponibilidad de la información crediticia de las PYME para los potenciales inversores; colaborar en la instauración de un régimen de colocación privada a nivel europeo para promover la inversión directa en las pequeñas empresas; y apoyar el uso de nuevos fondos de inversión a largo plazo europeos que canalicen la inversión hacia las infraestructuras.

El informe⁹⁶ “Un mercado único en favor del crecimiento y el empleo: análisis de los progresos registrados y de los obstáculos subsistentes en los Estados miembros”, presentado por la Comisión en noviembre de 2013, pretende analizar el funcionamiento del mercado único en el marco de la Estrategia “Europa 2020”, según el cual, la fragmentación del mercado financiero, inducida por obstáculos a la libre circulación de capitales y los servicios financieros, se ha incrementado durante la crisis.

Las prioridades de actuación en el ámbito de los servicios financieros, señaladas en dicho informe están referidos a: i) la vigilancia de que las normas sobre requisitos de capital de los bancos se apliquen como muy tarde el 1 de enero de 2014; ii) la adopción de las medidas necesarias y mecanismos de protección antes de la revisión de la calidad de los activos, la evaluación de los balances y las pruebas de resistencia de las entidades de crédito; iii) garantizar que las autoridades nacionales de supervisión cumplan los requisitos de cooperación regulados en la normativa bancaria, antes de que el

⁹⁶ Informe de la Comisión: “Un mercado único en favor del crecimiento y el empleo: análisis de los progresos registrados y de los obstáculos subsistentes en los Estados miembros - Contribución al Estudio Prospectivo Anual sobre el Crecimiento 2014. [COM (2013) 785 final, de 13.11.2013].

mecanismo único de supervisión entre en funcionamiento; iv) la aplicación de la Directiva sobre los GFIA; v) garantizar que todos los participantes del mercado terminen su migración a la zona única de pagos en euros, SEPA, antes del 1 de febrero de 2014, en virtud del Reglamento⁹⁷ (UE) n° 260/2012, que establece los requisitos técnicos y empresariales para las transferencias y los adeudos domiciliados en euros; vi) fomentar y apoyar el acceso a la financiación de las PYME.

El establecimiento de una zona única de pagos en euros es fundamental para la integración de los pagos al por menor en la eurozona, aunque su ámbito de aplicación se extiende a toda la UE y a otros países adheridos, como Islandia, Liechtenstein, Mónaco, Noruega, San Marino y Suiza.

⁹⁷ Véase Anexo I.

2.2.2. La gestión de la crisis de deuda soberana. Las primeras actuaciones de la Unión Europea ante la crisis

La crisis de deuda soberana en la zona del euro reveló la existencia de grandes deficiencias, tanto en la configuración institucional de apoyo al mercado único financiero como en el sistema de gobernanza económica de la UE, lo que se tradujo en una interrupción del proceso de integración financiera.

Calvo (2012) analiza la toma de decisiones en el ámbito de la UEM, distinguiendo entre dos ámbitos, uno político y otro técnico, así como examina los problemas institucionales que se han manifestado con la crisis europea de deuda soberana, resaltando que una crisis bancaria puede conllevar elevados costes económicos, fiscales y sociales, y que la falta de una estructura institucional que permita superar una crisis puede tener efectos negativos para una unión monetaria.

La estructura de la política económica en la UEM fue diseñada para afrontar perturbaciones cíclicas moderadas. La crisis ha sido más grave de lo previsto inicialmente, lo que ha puesto de manifiesto la no validez de las hipótesis asumidas previamente. Se suponía que era suficiente el límite del 3 % del déficit público respecto al PIB a corto plazo, así como la combinación de una política monetaria común con unas políticas fiscales equilibradas, centradas en asegurar la sostenibilidad a largo plazo, y la compatibilidad de la integración financiera europea con las políticas e instituciones bancarias nacionales. Además, se daba poca importancia al déficit exterior en una unión monetaria. Como solución política a la crisis, se debe ir hacia una unión fiscal con emisión de eurobonos (Ubide, 2011).

Desde que comenzara la crisis financiera global, en agosto de 2007, las tensiones en los mercados monetarios provocaron graves problemas de liquidez y solvencia en el sector financiero europeo. En este contexto, tanto el BCE como los gobiernos de los países del área del euro intervinieron para salvar a sus sistemas bancarios.

El BCE actuó rápidamente, al principio ofreciendo financiación a los bancos a plazo más largo, o LTRO por sus siglas en inglés (*Longer-Term Refinancing Operations*), a

tres y seis meses, e inyectando liquidez mediante operaciones *swaps* en divisas en estrecha colaboración con otros importantes bancos centrales, fundamentalmente con la FED.

Antes de la intensificación de las tensiones en los mercados financieros, con la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008, el marco operativo de la política monetaria del BCE para la gestión de la liquidez en el Eurosistema⁹⁸ se basó en tres elementos principales: la financiación del sector bancario mediante operaciones de mercado abierto, las facilidades permanentes, de depósito (FD) y marginal de crédito (FMC), y las exigencias de reservas⁹⁹. Las OPF, dentro de la categoría de operaciones de mercado abierto, se llevaban a cabo mediante subastas con periodicidad semanal a tipo de interés variable a partir de un tipo mínimo de puja fijado por el BCE y con vencimiento de una semana. Para acceder a dicha financiación, las entidades bancarias debían ofrecer a cambio activos de garantía adecuados.

En otoño de 2007, los Gobiernos de los países de la eurozona aplicaron medidas *ad hoc* para ayudar a entidades con problemas de liquidez o solvencia y más tarde, cuando el riesgo sistémico se veía más próximo en septiembre de 2008, intervinieron con planes coordinados a niveles nacional y europeo.

El Consejo ECOFIN, celebrado el 7 de octubre de 2008, acordó el apoyo a los organismos financieros sistémicos y definió unos principios comunes de acción para restablecer la confianza y el adecuado funcionamiento del sistema financiero. Estas nuevas medidas de apoyo al sistema bancario serían de carácter temporal, a nivel nacional y en un marco coordinado. El 12 de octubre, el Eurogrupo adoptó un “plan de acción concertada”, con el fin de estabilizar el sistema financiero de la UE e incluía la recapitalización de las entidades financieras en dificultades a través de fondos públicos nacionales, la prestación de garantías a los préstamos interbancarios y a las nuevas

⁹⁸ El Consejo de Gobierno del BCE adopta las decisiones sobre política monetaria y los bancos centrales nacionales de los países de la eurozona las ejecutan.

⁹⁹ Banco Central Europeo (2009c).

emisiones de deuda bancarias, adquisiciones de activos de estas entidades y el aumento de la cobertura de los sistemas nacionales de garantía de los depósitos. El 16 de octubre, el Consejo Europeo, reafirmó su compromiso de adoptar medidas para preservar la estabilidad del sistema financiero, apoyando a las entidades financieras de importancia sistémica, y evitar las quiebras, así como garantizar la protección de los depósitos de los ahorradores.

En ese mismo mes, la Comisión publicó dos importantes Comunicaciones¹⁰⁰. La primera de ellas, del 25 de octubre, hace referencia a “La aplicación de las normas sobre ayudas estatales a las medidas adoptadas en relación con las instituciones financieras en el contexto de la crisis financiera mundial”. La segunda, de 29 de octubre, “De la crisis financiera a la recuperación: Un marco europeo de acción”, planteaba tres áreas de actuación para superar la crisis: una nueva arquitectura de los mercados financieros a nivel de la UE, hacer frente al impacto sobre la economía real a través de un marco para la recuperación y una respuesta global a la crisis financiera.

En cuanto a la primera de las áreas, referida a los mercados financieros, se resaltaba la importancia de actuar de manera coordinada. En concreto se describía la necesidad de llevar a cabo las siguientes actuaciones:

- Un fuerte apoyo continuado del BCE y otros bancos centrales al sistema financiero.
- Una ejecución rápida y coherente de los planes de rescate de bancos establecidos por los Estados miembros.
- Medidas decisivas para frenar la expansión de la crisis en los Estados miembros.

Además de intentar superar la crisis, se debía garantizar una mayor regulación y supervisión del sector bancario.

¹⁰⁰ Comunicaciones de la Comisión: “La aplicación de las normas sobre ayudas estatales a las medidas adoptadas en relación con las instituciones financieras en el contexto de la crisis financiera mundial” [DO C 270, de 25.10.2008, p.8] y “De la crisis financiera a la recuperación: Un marco europeo de acción” [COM (2008) 706 final, de 29.10.2008].

Para hacer frente al impacto de la crisis en la economía real, la Comisión resaltó la importancia de establecer un marco de recuperación, fundamentalmente adaptando las medidas a medio y largo plazo de la Estrategia de Lisboa para considerar la crisis, introduciendo medidas a corto plazo en la agenda de reforma estructural y aumentando las inversiones. Asimismo, se ponía especial énfasis en la estabilidad presupuestaria, de acuerdo con la disciplina del PEC.

Con el objetivo de ofrecer una respuesta global a la crisis, en dicha Comunicación se afirma que la UE trabajaría de forma coordinada con el FMI en lo que se refiere a la ayuda macrofinanciera a los países con problemas.

Un mes después, en noviembre de 2008, el marco de recuperación fue presentado en la Comunicación de la Comisión “Un Plan Europeo de Recuperación Económica”¹⁰¹ (PERE) con el objeto de ayudar a Europa a salir de la crisis. Dicho plan se basaba en dos tipos de medidas: medidas orientadas al corto plazo para impulsar la demanda, salvar el empleo y restablecer la confianza; y medidas basadas en la “inversión inteligente”, cuyo objetivo era el crecimiento económico sostenido a largo plazo. El PERE fue aprobado en el Consejo Europeo de 11 y 12 de diciembre de 2008.

A partir de octubre de 2008, el BCE modificó su marco operativo asumiendo un papel de intermediario en la liquidez interbancaria. Además de recortar sus tipos de interés y de introducir las subastas a tipo fijo con adjudicación plena, al principio sólo en las OPF y más adelante también en otras operaciones de mercado abierto (LTRO), el BCE amplió temporalmente la lista de activos aceptados como garantía y estrechó la banda entre los tipos de la FMC y de la FD en torno al tipo de las OPF.

Durante 2009, el BCE aumentó aún más el vencimiento de sus LTRO hasta un año y adoptó otras medidas no convencionales para apoyar a los mercados de activos, lanzando el 2 de julio de 2009 su primer programa de adquisiciones de bonos garantizados al sector bancario, o CBPP por sus siglas en inglés (*Covered Bonds*

¹⁰¹ Comunicación de la Comisión al Consejo Europeo “Un Plan Europeo de Recuperación Económica” [COM (2008) 800 final, de 26.11.2008].

Purchase Program). A finales de 2009, el Consejo de Gobierno del BCE decidió la retirada de algunas de las operaciones no convencionales a partir de 2010. Sin embargo, el inicio de la crisis de deuda soberana en la eurozona hizo que se aprobaran nuevas medidas no convencionales.

En 2009 además, se aprobó la Directiva 2009/138/CE o Solvencia II¹⁰², sobre el acceso a la actividad de seguro y de reaseguro y su ejercicio. Solvencia II tiene una estructura similar a Basilea II en el sector bancario, basada en tres pilares: Pilar 1 de requisitos de solvencia (fondos propios, inversiones y provisiones técnicas), Pilar 2 de supervisión y Pilar 3 sobre transparencia y disciplina de mercado.

Solvencia II ha sido modificada por la Directiva¹⁰³ 2014/51/UE (Ómnibus II), el Reglamento Delegado (UE) 2015/35 de la Comisión por el que se completa la Directiva 2009/138/CE y varios Reglamentos de Ejecución de la Comisión. El nuevo SESF y las reformas introducidas por el Tratado de Lisboa requerían la modificación de Solvencia II.

En mayo de 2010, ante los problemas de financiación de Grecia, y en julio de 2011, con la intensificación de las tensiones en los mercados de deuda soberana por la expansión de la crisis hacia otros países de la eurozona (Irlanda y Portugal), el BCE compró en el mercado secundario deuda pública mediante el programa para los mercados de valores, o en sus siglas en inglés SMP (*Securities Markets Programme*). En noviembre de 2011, el BCE lanzó un segundo programa de adquisiciones de bonos bancarios garantizados (CBPP2).

El Consejo ECOFIN de mayo de 2010 señaló la importancia de desarrollar y aplicar un enfoque integrado para la prevención, gestión y resolución de las crisis¹⁰⁴.

¹⁰² Véase Anexo I.

¹⁰³ Véase Anexo I.

¹⁰⁴ La Comisión adoptó varias Comunicaciones sobre la gestión y resolución de la crisis a lo largo de los años 2009 y 2010. Dichas Comunicaciones son analizadas en el capítulo II de esta tesis.

A comienzos de la crisis de deuda soberana en la eurozona en la primavera de 2010, las tensiones surgidas en los mercados financieros por los problemas de financiación de Grecia y el temor de contagio a otros países de la eurozona, llevaron a que se pusieran en marcha nuevas iniciativas legislativas en la UE. Además, el Consejo Europeo, en febrero y marzo de ese año, decidió que se debía ayudar financieramente a este país. El 2 de mayo de 2010, el Eurogrupo, compuesto por los Ministros de finanzas de los Estados miembros de la eurozona, acordó el plan de ayuda financiera a Grecia, en coordinación con el FMI, por importe total de 110.000 millones de euros. Grecia había solicitado el rescate unos días antes, el 23 de abril.

Con el fin de ayudar financieramente a los países en dificultades y salvaguardar la estabilidad financiera europea, el 7 de mayo de 2010, los Jefes de Estado o de Gobierno de la zona del euro, además de aprobar el plan de ayuda a Grecia acordado anteriormente por el Eurogrupo, tomó la decisión de crear dos mecanismos de ayuda financiera de carácter temporal: la Facilidad Europea de Estabilización Financiera (FEEF) para los países de la eurozona y el Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera (MEEF) para los Estados miembros de la UE. Estos mecanismos proporcionaron asistencia financiera, junto con el FMI, a Grecia, Irlanda y Portugal.

El MEEF¹⁰⁵ se constituyó con la garantía de los recursos del presupuesto de la UE y podía articularse a través de préstamos o de líneas de crédito, previa solicitud del Estado miembro. Una vez decidía el Consejo otorgar la ayuda, se evaluaban sus necesidades financieras, así como un programa de reajuste económico y financiero. La Comisión Europea era la encargada de gestionar dicha ayuda, teniendo ésta capacidad para obtener financiación en los mercados de capitales. El MEEF era compatible con el programa de ayuda financiera a la balanza de pagos a medio plazo para los Estados miembros de la UE que no habían adoptado el euro, con la ayuda de liquidez de emergencia del BCE y con otras ayudas exteriores, como la procedente del FMI.

¹⁰⁵ Véase Anexo I.

La FEEF se constituyó como sociedad anónima por los Estados miembros de la zona del euro, sobre una base intergubernamental, y sus préstamos se financiaban mediante la emisión de deuda garantizada por ellos mismos. Los préstamos, tanto del MEEF como de la FEEF, estaban sometidos a condiciones estrictas en el marco de los programas conjuntos de asistencia financiera de la UE y el FMI. Sin embargo, en julio de 2011 los Jefes de Estado o de Gobierno de la eurozona acordaron flexibilizar las condiciones de la asistencia de la FEEF, admitiendo la posibilidad de que un país de dicha zona pudiera acceder a este tipo de ayuda, previa solicitud al Eurogrupo, sin que por ello estuviera obligado a entrar en un programa de asistencia financiera con condiciones.

2.2.3. La nueva arquitectura económica y financiera de la UEM

El sistema de gobernanza económica inicialmente establecido para cumplir los objetivos del TUE es el conjunto de instituciones y procedimientos que gestionan la política económica de la eurozona y que debían garantizar el buen funcionamiento de la UEM. Este sistema se estructuró en cuatro pilares o tipos de gobernanza: la gobernanza monetaria, organizada en torno al BCE como Banco Central independiente y responsable de la política monetaria única para los países de la eurozona, cuyo objetivo principal es la estabilidad de precios; la gobernanza fiscal, cuyas reglas se recogían en el TUE y en el PEC; la gobernanza de la política estructural era escasa, el *método abierto de coordinación* que se aplicó en la Estrategia de Lisboa es un ejemplo de esta política; y la gobernanza internacional, referida a la política del tipo de cambio del euro y otras cuestiones monetarias y financieras relacionadas con el exterior. Sin embargo, la crisis puso de manifiesto la incapacidad del sistema de gobernanza de la UE para hacer frente a los problemas derivados de la misma (Calvo, 2014b).

El nuevo marco de gobernanza económica y financiera de la UE se basa en tres elementos principales: i) reforzar la agenda económica, según los objetivos de la Estrategia “Europa 2020” y el Pacto por el Euro Plus, con una mayor supervisión por parte de la UE de las políticas nacionales presupuestarias (en el marco del PEC) y económicas, a través de nuevas propuestas legislativas, como los paquetes *Six-Pack* y *Two-Pack*, e instrumentos, como el Semestre Europeo (SE), que ayuden a corregir y prevenir los desequilibrios; ii) salvaguardar la estabilidad de la eurozona a través de mecanismos financieros de la UE para ayudar a los Estados miembros con problemas. Dicha ayuda está condicionada a planes rigurosos de consolidación fiscal y de ajuste económico, incluidas reformas estructurales, en estrecha coordinación con el FMI; iii) sanear y supervisar más rigurosamente el sistema financiero europeo.

El 25 de marzo de 2010, los Jefes de Estado o de Gobierno de la zona del euro declararon la importancia de resolver la crisis y de tomar medidas para reformar el marco institucional y el sistema de gobernanza de la UE mediante una coordinación más eficaz de las políticas económicas nacionales. Para llevar a cabo dichas reformas, el Consejo Europeo solicitó a su Presidente, Herman Van Rompuy, la creación de un

grupo de trabajo, en colaboración con la Comisión Europea. Dicho grupo, denominado Grupo Especial sobre Gobernanza Económica, estaba formado por el propio Van Rompuy, representantes de los Estados miembros, la Presidencia rotatoria del Consejo y el BCE.

Durante el resto del año 2010 se presentaron y aprobaron iniciativas muy importantes para la reforma del sistema de gobernanza económica en la eurozona. En este sentido, la Comisión propuso una estrategia para reforzar la gobernanza económica en la UE en mayo, el Consejo Europeo del 17 de junio acordó la instauración del SE y adoptó la Estrategia “Europa 2020”, desarrollada en una Comunicación¹⁰⁶ de la Comisión Europea que contemplaba los objetivos presentados por el Consejo Europeo de 25 y 26 de marzo.

La Estrategia “Europa 2020”, se configuró como un marco estratégico de la UE para un crecimiento inteligente, sostenible e integrador en los diez años siguientes. Las tres prioridades de dicha Estrategia son: crecimiento inteligente: desarrollo de una economía basada en el conocimiento y la innovación; crecimiento sostenible: promoción de una economía que haga un uso más eficaz de los recursos, que sea más verde y competitiva; crecimiento integrador: fomento de una economía con alto nivel de empleo que tenga cohesión social y territorial.

En base a esas prioridades, se propusieron cinco objetivos principales y siete iniciativas, señalándose que, para hacer frente a los problemas y alcanzar los objetivos definidos en la Estrategia, se debían movilizar: el mercado único, las ayudas financieras y los instrumentos de política exterior. Como prioridad inmediata, la Comisión propuso analizar los elementos necesarios para definir una estrategia de salida creíble, proseguir la reforma del sistema financiero, garantizar el saneamiento presupuestario para un crecimiento a largo plazo y fortalecer la coordinación dentro de la UEM.

¹⁰⁶ Comunicación de la Comisión “Europa 2020. Una estrategia para un crecimiento inteligente, sostenible e integrador” [COM (2010) 2020, de 3.3.2010]. La Estrategia “Europa 2020” sustituyó a la Estrategia de Lisboa.

Además, los Gobiernos de los Estados miembros debían elaborar unos informes anuales para desarrollar sus estrategias de crecimiento y de sostenibilidad de las finanzas públicas, en el marco de la Estrategia “Europa 2020” y del PEC, respectivamente.

El 30 de junio de 2010, la Comisión Europea, a partir de un informe provisional del Grupo Especial sobre Gobernanza Económica, publicó¹⁰⁷: “Reforzar la coordinación de las políticas económicas para fomentar la estabilidad, el crecimiento y el empleo - Instrumentos para una mejor gobernanza económica de la UE”, la cual tenía como principal objetivo desarrollar propuestas para reforzar la coordinación y supervisión de la política económica. Dicho objetivo contenía tres aspectos fundamentales:

1) Las propuestas concretas debían dirigirse a: corregir los desequilibrios mediante el reforzamiento de la supervisión macroeconómica, incluyendo mecanismos de alerta y sanción; fortalecer los marcos presupuestarios nacionales introduciendo la planificación presupuestaria plurianual; reforzar el PEC.

2) El establecimiento de mecanismos eficaces debían garantizar la correcta aplicación de las políticas económicas en el marco de los acuerdos de la UE, comprender medidas tanto preventivas como correctoras, e incluso establecer sanciones en caso de infracción.

3) La puesta en práctica del SE debía permitir la coordinación *ex ante*, entre los gobiernos de los Estados miembros y la UE, de las políticas presupuestarias y económicas, las reformas estructurales y las medidas impulsoras del crecimiento económico, de acuerdo con el PEC y la Estrategia “Europa 2020”.

Dada la gravedad de la crisis, el Consejo Europeo de 28 y 29 de octubre de 2010 declaró la necesidad de establecer un mecanismo permanente de gestión de dicha crisis en la eurozona y el 25 de marzo de 2011, el Eurogrupo acordó la creación el Mecanismo

¹⁰⁷ La Comunicación “Reforzar la coordinación de las políticas económicas para fomentar la estabilidad, el crecimiento y el empleo - Instrumentos para una mejor gobernanza económica de la UE” [COM (2010) 367 final, de 30.6.2010] desarrolla las propuestas publicadas en otra Comunicación anterior: “Reforzar la coordinación de las políticas económicas” [COM (2010) 250 final, de 12.5.2010].

Europeo de Estabilidad (MEDE) que sustituiría a los anteriores mecanismos de financiación temporales (MEEF y FEEF). La creación del MEDE requería una modificación del artículo 136 del TFUE, aprobándose para ello la Decisión¹⁰⁸ 2011/199/UE del Consejo Europeo, donde se autoriza a los Estados miembros a establecer un mecanismo de estabilidad cuando sea indispensable para salvaguardar la estabilidad de la zona del euro en su conjunto.

Además, dicho Consejo Europeo refrendó el informe del Grupo Especial sobre Gobernanza Económica, el cual contenía una lista de prioridades, en base a las cuales la Comisión Europea desarrollaría las propuestas concretas que se aprobaron más adelante como un paquete de seis medidas legislativas o *six-pack*¹⁰⁹. Con esta legislación se pretendía reforzar el marco europeo de supervisión presupuestaria, la vigilancia de los desequilibrios macroeconómicos y las normas mínimas del marco presupuestario nacional de los Estados miembros. El aumento de los niveles de déficit y de deuda públicos en la UE durante la crisis requería una profunda reforma de los dos componentes del PEC, preventivo y corrector. El *six-pack* entró en vigor a finales de 2011 y su aplicación forma parte del proceso del SE actual. En virtud de este paquete legislativo, se establecieron nuevos requisitos mínimos para los marcos presupuestarios nacionales, el procedimiento de desequilibrio macroeconómico y un nuevo sistema de sanciones¹¹⁰.

Los Jefes de Estado o de Gobierno de los países de la eurozona firmaron en marzo de 2011 el Pacto por el Euro Plus¹¹¹ como acuerdo intergubernamental, cuyo fin era reforzar el pilar económico de la UEM. Dicho Pacto consiste en un programa de

¹⁰⁸ Véase Anexo I.

¹⁰⁹ Véase Anexo I.

¹¹⁰ Banco Central Europeo (2012b).

¹¹¹ El Pacto por el euro Plus fue suscrito de forma voluntaria por otros Estados miembros de la UE que entonces aún no habían adoptado el euro: Bulgaria, Dinamarca, Letonia, Lituania, Polonia y Rumanía. Letonia y Lituania adoptaron el euro en 2014 y 2015, respectivamente.

reformas complementario en cuanto a empleo, competitividad, estabilidad financiera y consolidación fiscal, contemplado en los PNR y los PNE o PNC en el marco del SE.

A finales de 2011, el BCE adoptó nuevas medidas para suministrar liquidez al sector bancario, aumentando el vencimiento de las LTRO hasta tres años, reduciendo el coeficiente mínimo de reservas bancarias del 2% al 1% y ampliando aún más la lista de activos aceptados como garantía. Asimismo, el BCE ha ayudado a los mercados de deuda soberana indirectamente, ya que las entidades de crédito compraron deuda pública fundamentalmente mediante la financiación obtenida de aquel en dichas LTRO a tres años¹¹².

El Tratado Constitutivo del MEDE se firmó el 2 de febrero de 2012 mediante un acuerdo intergubernamental y en principio debía entrar en vigor al finalizar el funcionamiento de la FEEF, prevista para finales de junio de 2013, aunque finalmente se adelantó a octubre de 2012, debido a los problemas financieros que estaban padeciendo en esos momentos los países periféricos de la eurozona por la brusca subida de su prima de riesgo de deuda soberana en los mercados y el temor de contagio a otros países europeos.

El 2 de marzo de 2012, el Consejo Europeo firmó el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza (TECG), en vigor desde enero de 2013, cuyo fin es reforzar el pilar económico de la UEM mediante la adopción de un conjunto de normas destinadas a promover la disciplina presupuestaria a través del Pacto Presupuestario o Fiscal, el fortalecimiento de la coordinación de las políticas económicas y la mejora de la gobernanza de la eurozona. El Pacto Fiscal estableció “la regla de oro” del equilibrio presupuestario, mediante la cual, la situación presupuestaria de las administraciones públicas de cada Estado miembro que haya suscrito el Tratado, será de equilibrio o de superávit, con un límite del déficit estructural¹¹³ del 0,5 % del PIB, o el 1% del PIB en

¹¹² Banco Central Europeo (2012e).

¹¹³ El saldo estructural de las administraciones públicas es el saldo anual ajustado en función el ciclo, una vez excluidas las medidas puntuales y las de carácter temporal. “Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria”.

el caso de que la ratio deuda pública/PIB fuera inferior al 60% y los riesgos de sostenibilidad a largo plazo fueran bajos. Dicha regla debe ser introducida obligatoriamente en las legislaciones nacionales de todos los Estados miembros pertenecientes a la eurozona que lo hayan ratificado. Otras novedades del Pacto Presupuestario son: el requisito de la mayoría inversa, mediante la cual, será necesaria la mayoría para rechazar las medidas correctoras o, en su caso, sancionadoras, establecidas; y la activación automática del mecanismo de corrección y de las normas obligatorias para los países sujetos a un PDE. Además, solamente se otorgará asistencia financiera del MEDE a los Estados miembros que hayan firmado el Pacto Fiscal. Dicho Pacto fue ratificado por todos los Estados miembros de la UE, excepto por Reino Unido y la República Checa. Para mejorar la gobernanza de la eurozona, se formalizaron las reuniones de la “Cumbre del Euro” en el TECEG, a las que acuden los Jefes de Estado o de Gobierno de los países de dicha zona, su Presidente y el Presidente de la Comisión Europea.

El 30 de marzo de 2012, el Eurogrupo acordó una serie de medidas que permitieron ampliar la capacidad de financiación del MEDE. El fondo de rescate del MEDE que se había fijado al principio en 500.000 millones, se amplió a 700.000 millones de euros. El MEDE ha ofrecido ayuda financiera a España para la recapitalización de su sistema bancario y a Chipre para apoyar la aplicación de su programa de ajuste macroeconómico. En junio de 2012, la Comisión presentó nuevas propuestas para mejorar la gobernanza financiera y económica en la eurozona: una propuesta de Directiva por la que se establece un marco para el rescate y la resolución de entidades de crédito y empresas de inversión¹¹⁴; y una Comunicación sobre cómo mejorar la gobernanza del mercado único¹¹⁵, en la que se manifiesta la necesidad de mejorar el modelo económico de la UE que permita restablecer la competitividad. Para ello, se

Disponible en: <http://www.consilium.europa.eu/es/european-council/>

¹¹⁴ El marco de rescate y resolución es presentado en el capítulo II de esta tesis.

¹¹⁵ Comunicación de la Comisión “Mejorar la gobernanza del mercado único” [COM (2012) 259 final de 8.6.2012]. Posteriormente, la Comisión Europea ha presentado informes nacionales que analizan el estado y los progresos de la integración del mercado único, como contribución al EPAC en el marco del SE.

requiere el mantenimiento de unas finanzas públicas saneadas y llevar a cabo las reformas estructurales e inversiones necesarias, lo que estaría en consonancia con las conclusiones del Consejo Europeo de marzo de 2012. En dicha Comunicación se presentaron nuevas medidas para reforzar la consecución del mercado único, pidiéndose mayor esfuerzo en aquellos sectores con mayor potencial de crecimiento, como los servicios de intermediación financiera y las redes. El 26 de junio de 2012 el entonces Presidente del Consejo Europeo Van Rompuy, en colaboración con los Presidentes de la Comisión, del Eurogrupo y del BCE, presentó el informe¹¹⁶ “Hacia una auténtica Unión Económica y Monetaria”, en el que se proponía una visión de futuro para una UEM próspera y estable sustentada en cuatro pilares.

Recuadro 6. Pilares de una auténtica Unión Económica y Monetaria.

1. Un marco financiero integrado garante de la estabilidad financiera en la eurozona y que reduzca el coste de las quiebras bancarias, elevándose la responsabilidad de la supervisión a nivel europeo.

Este objetivo inspiró la iniciativa de la creación de la UBE, aprobada en el Consejo Europeo de 28 y 29 de junio de 2012, la cual pretendía restaurar la integración financiera y restablecer la confianza en el sistema bancario para facilitar que el crédito volviera a fluir hacia la economía real de los países en dificultades. El marco financiero integrado debía contemplar dos elementos principales: una supervisión bancaria única y un marco común de garantía de los depósitos y de resolución de crisis.

2. Un marco presupuestario integrado que avale unas políticas presupuestarias nacionales coordinadas a nivel europeo y medidas tendentes a la emisión de deuda común.

3. Un marco de política económica integrado que disponga de mecanismos que garanticen políticas, tanto a nivel nacional como a nivel europeo, que promuevan el crecimiento, el empleo y la competitividad sostenibles y que sean compatibles con un óptimo funcionamiento de la UEM.

4. Garantizar la legitimidad democrática y la responsabilidad de la toma de decisiones en la UEM, basadas en el ejercicio común de la soberanía en las políticas y el principio de solidaridad

¹¹⁶ Informe “Hacia una auténtica Unión Económica y Monetaria”. Disponible en: http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/es/ec/134207.pdf

El Consejo Europeo de 28 y 29 de junio de 2012, además de aprobar la iniciativa de la UBE, adoptó el Pacto por el Crecimiento y el Empleo (PCE), el cual debía impulsar la Estrategia “Europa 2020” y completar el mercado único, con el fin último de crear un entorno idóneo que permitiese el relanzamiento de la inversión, la innovación y el crecimiento económico en la UE.

En diciembre de ese mismo año, sobre la base del informe de 26 de junio y considerando “Un Plan director para una Unión Económica y Monetaria profunda y auténtica – Apertura de un debate europeo”¹¹⁷, publicado por la Comisión Europea en el mes anterior, el Presidente del Consejo Europeo presentó una hoja de ruta con un calendario, en la que se proponía, entre otras acciones, la creación de un Mecanismo Único de Supervisión (MUS), como primer pilar de la UBE. Los otros dos pilares de la UBE en marcha son: el Mecanismo Único de Resolución (MUR) para afrontar nuevas quiebras bancarias y un sistema armonizado de garantía de depósitos (SGD).

El marco actual de la supervisión prudencial, además de los reglamentos que regulan el SESF, creado a finales de 2010, (las tres AES y la JERS) y sus posteriores modificaciones, está regulado por el paquete CRR/CRD IV (*Capital Requirement Regulation* y *Capital Requirement Directive*), compuesto por la Directiva 2013/36/UE, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión, y el Reglamento (UE) n° 575/2013 sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, en vigor desde el 1 de enero de 2014. Ambas normas constituyen conjuntamente el marco legislativo regulador del acceso a la actividad, el marco de supervisión y las disposiciones prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión. El objetivo de esta legislación es fortalecer la regulación del sector bancario y la aplicación del acuerdo de Basilea III¹¹⁸ en el marco jurídico de la UE.

¹¹⁷ Comunicación de la Comisión “Un Plan director para una Unión Económica y monetaria profunda y auténtica: Apertura de un debate europeo” [COM (2012) 777 final/2, de 30.11.2012].

¹¹⁸ Como respuesta a la crisis, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea acordó, en diciembre de 2010, un marco regulador global para reforzar la liquidez y la solvencia de los bancos, el cual se

La función de supervisión encomendada al BCE tiene como objetivo la protección de la seguridad y solidez de las entidades de crédito, así como la estabilidad del sistema financiero bajo el principio de separación. Dicho principio supone la independencia de las funciones de supervisión y de política monetaria por parte del BCE, estando separados tanto los objetivos como los procesos de toma de decisiones y tareas, lo que incluye la separación organizativa y procedimental a nivel del Consejo de Gobierno. Para ello, el BCE adoptó en septiembre de 2014 la Decisión¹¹⁹ BCE/2014/39, sobre la aplicación de la separación entre las funciones de política monetaria y de supervisión.

El BCE¹²⁰ publicó en octubre de 2014 los resultados de las pruebas de resistencia (*stress-tests*) en términos de solvencia y el análisis de calidad de los activos, o AQR por sus siglas en inglés (*asset quality review*), de los ciento treinta bancos de mayor tamaño de la eurozona, basados en sus balances de finales de 2013. Los *stress-tests* se han basado en el análisis de la ratio de capital ordinario de nivel 1, o CET1 por sus siglas en inglés (*common equity tier 1*) de cada entidad bancaria examinada. Dichas pruebas han sido efectuadas por los bancos participantes, el BCE y ANC de los Estados miembros, en cooperación con la ABE, bajo dos escenarios, uno de referencia o base, que tuvo en cuenta las previsiones de crecimiento de la Comisión Europea, y otro hipotético más adverso, diseñado por la JERS, para el período 2014-2016. El mínimo requerido de la ratio CET1 para el primer escenario era del 8% y para el segundo del 5,5%. Estas pruebas ofrecen el marco de referencia para el inicio del MUS, que entró en vigor el 4 de noviembre de 2014 y que marca el inicio de la UBE.

denomina “Basilea III”. Basilea III comenzó a aplicarse a partir de 2013 y está previsto que continúe hasta 2019. Disponible en <http://www.bis.org> .

¹¹⁹ Véase Anexo I.

¹²⁰ “Aggregate Report on the Comprehensive Assessment”, European Central Bank, October 2014, Frankfurt am Main. Disponible en:

<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/aggreatereportonthecomprehensiveassessment201410.en.pdf>

Recuadro 7. Marco normativo de la supervisión prudencial

- Paquete CRR/CRD IV (*Capital Requirement Regulation y Capital Requirement Directive*), compuesto por la Directiva 2013/36/UE, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión, y el Reglamento (UE) nº 575/2013 sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, en vigor desde el 1 de enero de 2014.
- Reglamento (UE) 1024/2013 del Consejo que encomienda al BCE tareas específicas respecto de políticas relacionadas con la supervisión prudencial de las entidades de crédito, según prevé el apartado 6 del artículo 127 del TFUE.
- Acuerdo interinstitucional entre el Parlamento Europeo y el BCE relativo a las normas prácticas de ejecución de la rendición de cuentas democrática y de la supervisión del ejercicio de las tareas encomendadas al BCE en el marco del MUS.
- Reglamento (UE) nº 468/2014 del BCE, por el que se establece el marco de cooperación en el MUS entre el BCE y las autoridades nacionales competentes (ANC) y con las autoridades nacionales designadas (AND). Este Reglamento Marco del MUS regula la metodología para evaluar el carácter y los procedimientos de supervisión microprudenciales.
- Reglamento (UE) nº 1163/2014 del BCE, sobre las tasas de supervisión.
- Reglamento (UE) 2015/534 del BCE, sobre la presentación de información financiera con fines de supervisión.
- Reglamentos Delegados de la Comisión que completan la Directiva 2013/36/UE.
- Reglamentos de Ejecución de la Comisión que establecen normas técnicas para la práctica de la supervisión y otras normas (Decisiones de Ejecución del Consejo, Decisiones, Recomendaciones y Orientaciones del BCE; Decisiones y Recomendaciones de la JERS; Código de conducta de los miembros del Consejo de Supervisión del BCE.

Las propuestas legislativas de la Comisión Europea sobre reestructuración y resolución de entidades de crédito y empresas de inversión se basaron en las recomendaciones del informe que el Grupo de expertos de Alto Nivel, presidido por Erkki Liikanen, presentó

el 2 de octubre de 2012. En dicho informe¹²¹ se recomendaba una reforma estructural para las entidades bancarias que llevasen a cabo grandes operaciones de negociación a escala de la UE (bancos considerados demasiado grandes para quebrar). En concreto, dicho informe aconsejaba la separación de determinadas actividades de negociación de alto riesgo en un ente jurídico aparte dentro del mismo grupo bancario. La Comisión, además, tuvo en cuenta la normativa vigente en algunos Estados miembros, los principios del Consejo de Estabilidad Financiera (CEF) y la evolución en otros países. El propósito de estas propuestas es reforzar aún más la estabilidad financiera.

En 2013, el CEF emitió unas recomendaciones para regular el sistema bancario en la sombra, las cuales se aprobaron en la Cumbre del G-20, celebrada en San Petersburgo en septiembre de ese mismo año. El CEF, además de colaborar con el FMI, promueve el intercambio de información y coordina a nivel internacional las acciones de las autoridades responsables de la estabilidad financiera.

El marco normativo básico del segundo pilar de la UBE, el Mecanismo Único de Resolución (MUR), comprende¹²²: la Directiva 2014/59/UE, por la que se establece un marco para la reestructuración y la resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión y el Reglamento (UE) n° 806/2014, por el que se establecen normas uniformes y un procedimiento uniforme para la resolución de entidades de crédito y de determinadas empresas de servicios de inversión en el marco de un MUR y un Fondo Único de Resolución (FUR). Este fondo será operativo a partir del 1 de enero de 2016.

¹²¹ “High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector”, Chaired by Erkki Liikanen, Final Report, October 2012, Brussels. Disponible en:
http://ec.europa.eu/finance/bank/docs/high-level_expert_group/report_en.pdf

¹²² Véase Anexo I.

El tercer pilar de la UBE, el SGD, está regulado por la Directiva 2014/49/UE¹²³. El objetivo de esta Directiva es mejorar la confianza del consumidor en la estabilidad financiera, favoreciendo a los depositantes un mejor acceso a los SGD.

Una de las medidas presentadas en junio de 2015 y acordadas por los Presidentes de la Comisión Europea, la Cumbre del Euro, el Eurogrupo, el BCE y el Parlamento Europeo en su plan para reforzar la UEM a partir del 1 de julio de 2015, es el establecimiento de un Sistema Europeo de Garantía de Depósitos (SEGD). Dicho SEGD podría actuar como un sistema de reaseguro a nivel europeo para los SGD nacionales.

A pesar de todas las medidas tomadas por el BCE desde que comenzara la crisis, las tensiones volvieron a revitalizarse en los mercados financieros en 2012, con abruptas subidas de las primas de riesgo de la deuda soberana a raíz de las dudas surgidas sobre la posible salida de Grecia de la eurozona y la credibilidad del euro ante la extensión de la crisis a España e Italia.

Como señala Malo de Molina (2013:118), la instrumentación de las medidas de relajación monetaria aplicadas por el BCE se enfrentaba a dos problemas: un margen de actuación reducido, al estar los tipos de interés oficiales o de intervención próximos a cero, y la no efectividad de la transmisión de la política monetaria debido a la fragmentación de los mercados financieros en la eurozona como consecuencia de la crisis.

El 26 de julio de 2012, el Presidente del BCE, Mario Dragui, declaró su apoyo al euro, resaltando que tomaría todas las medidas necesarias para superar la crisis y restablecer la estabilidad financiera. En septiembre de ese mismo año, el Consejo de Gobierno del BCE aprobó un nuevo programa de compra de deuda soberana en el mercado secundario, denominado “operaciones monetarias de compra-venta”, o en sus siglas en inglés OMT (*Outright Monetary Transaction*), que sustituyó al anterior programa SMP.

¹²³ Véase Anexo I.

El programa OMT permitía la compra condicionada de deuda soberana a corto plazo por parte del BCE. El país con problemas debía solicitar asistencia financiera del MEDE y someterse a un programa de ajuste económico, que suponía el cumplimiento de las reglas de disciplina fiscal del PEC reforzado y de las reformas de política estructural recomendadas por la Comisión Europea y aprobadas por el Consejo Europeo en el marco del SE.

En diciembre de 2012, Van Rompuy presentó una hoja de ruta para la consecución de una auténtica UEM, de acuerdo a los objetivos del informe presentado en junio de ese año y considerando las propuestas la Comisión Europea en “Un Plan director para una Unión Económica y Monetaria profunda y auténtica – Apertura de un debate europeo”¹²⁴. Dicha hoja de ruta propone un proceso en tres etapas y un calendario para seguir avanzando en la realización de la UEM. Los objetivos y elementos fundamentales de cada etapa son los siguientes:

Primera fase (2012-2013). El objetivo era asegurar la sostenibilidad presupuestaria y romper el vínculo entre bancos y emisores soberanos. Los cinco elementos de esta fase son: i) concluir y aplicar de forma rigurosa el marco de gobernanza presupuestaria (*Six-Pack*, Pacto Presupuestario dentro del TCEG, *Two-Pack*); ii) establecer un marco de coordinación sistemática *ex ante* de las reformas de política económica, de acuerdo al artículo 11 del TCEG; iii) crear un MUS efectivo para el sector bancario y la entrada en vigor del paquete legislativo CRR/CRDIV; iv) llegar a un acuerdo sobre la armonización de los marcos nacionales de resolución y de garantías de depósitos; v) establecer un marco operativo para la recapitalización directa de los bancos mediante el MEDE.

Segunda fase (2013-2014). El objetivo era completar el marco financiero integrado y promover políticas estructurales y saneadas. Los dos elementos de esta fase son: i) establecer un organismo común de resolución y un dispositivo que garantice la eficacia en las decisiones de resolución de los bancos; ii) crear un mecanismo que asegure la

¹²⁴ Comunicación de la Comisión “Un Plan director para una Unión Económica y Monetaria profunda y auténtica”. Apertura de un debate europeo [COM (2012) 777 final/2, de 30.11.2012].

coordinación, la convergencia y la ejecución de las políticas estructurales en base a compromisos contractuales entre los Estados miembros y las instituciones de la UE.

Tercera fase (a partir de 2014). El objetivo es mejorar la capacidad de adaptación de la UEM a través de una función que amortigüe de forma centralizada los posibles *shocks* asimétricos. Los dos elementos de esta fase son: i) establecer una capacidad presupuestaria para amortiguar los *shocks* nacionales mediante un sistema de seguros centralizado. Además, estaría integrado un sistema de incentivos para que los Estados miembros de la eurozona lleven a cabo políticas presupuestarias y estructurales saneadas; ii) aumentar el grado de cooperación en las decisiones sobre los presupuestos nacionales y de coordinación de las políticas económicas, especialmente las políticas fiscales y de empleo.

El Consejo Europeo de marzo de 2013 analizó la situación económica y social y estableció las prioridades para las políticas económicas de los Estados miembros y de la UE para ese año, en base a las directrices marcadas por la Comisión en su EPAC de 2013. Dichas prioridades marcaron la continuidad de la ya establecidas en 2012: la consecución de la consolidación presupuestaria a favor del crecimiento; el restablecimiento de los flujos de crédito a la economía real; la promoción del crecimiento, la competitividad y el empleo; la modernización de la Administración Pública.

En marzo de 2013, la Comisión Europea presentó dos importantes comunicaciones¹²⁵ sobre gobernanza económica: una relativa a la introducción de un instrumento de convergencia y competitividad y la otra referente a la coordinación *ex ante* de los planes de las grandes reformas de política económica.

125 Comunicación de la Comisión “Hacia una Unión Económica y Monetaria profunda y auténtica- Introducción de un instrumento de convergencia y competitividad” [COM (2013) 165 final, de 20.3.2013]. Comunicación de la Comisión “Hacia una Unión Económica y Monetaria profunda y auténtica- Coordinación *ex ante* de los planes de grandes reformas de la política económica” [COM (2013) 166 final, de 20.3.2013].

El Consejo de la UE y el Parlamento Europeo, a partir de las propuestas de la Comisión Europea, aprobaron un nuevo paquete legislativo, el *two-pack* (Reglamentos (UE): nº 472/2013 y nº 473/2013)¹²⁶, que entró en vigor el 30 de mayo de 2013 y que regula un mecanismo de control de los presupuestos nacionales antes de ser aprobados - la Comisión Europea evalúa los anteproyectos de los presupuestos - y de vigilancia de la ejecución presupuestaria en países con un procedimiento de déficit excesivo (PDE) abierto. La constitución de los Consejos fiscales de los países de la UE, en virtud de los Reglamentos del *two-pack*, ha reforzado el papel de las autoridades nacionales en el marco de la gobernanza presupuestaria de la UE. Dichos Consejos fiscales son organismos públicos nacionales independientes encargados de realizar un seguimiento de la disciplina fiscal y de evaluar la oportunidad de activar el mecanismo de corrección contemplado en el Pacto Presupuestario.

Cuadro 4. *Marco normativo del Pacto de Estabilidad y Crecimiento reforzado*

| | Objetivo | Normativa |
|---|---|--|
| Componente preventivo (supervisión presupuestaria: PNE/PNC) | Finanzas públicas sólidas (equilibrio o superávit presupuestario) | Artículo 121 TFUE Reglamento (CE) nº 1466/1997 (última modificación: Reglamento (UE) nº 1175/2011) Reglamento (UE) nº 1173/2011 Reglamento (UE) nº 472/2013 |
| Componente corrector (procedimiento de déficit excesivo) | Evitar y Corregir el déficit excesivo | Artículo 126 TFUE Protocolo nº 12 anejo al TFUE Reglamento (CE) nº 1467/1997 (última modificación: Reglamento (UE) nº 1177/2011) Reglamento (UE) nº 1173/2011 Reglamento (UE) nº 473/2013 |

Fuente: EUR-Lex

Con los dos paquetes legislativos, *six-pack* y *two-pack*, y el Pacto Presupuestario, el PEC ha quedado reforzado, instaurándose en el sistema de gobernanza económica y

¹²⁶ Véase Anexo I.

fiscal un marco para la vigilancia *ex ante* de los desequilibrios macroeconómicos y presupuestarios en el marco del SE.

El proceso del SE, que empezó a funcionar en el primer semestre de 2011, es el ciclo anual de coordinación de las políticas económicas, presupuestarias y sociales en la UE, el cual no sólo ha mejorado la coordinación *ex ante* de las políticas económicas, las reformas estructurales y las medidas promotoras del crecimiento económico, sino que también ha permitido un mayor control del funcionamiento del mercado único. En dicho proceso, en el que están implicadas las más altas instituciones europeas y los Estados miembros, se analizan las políticas presupuestaria y de reforma estructural de cada país, se proponen orientaciones y recomendaciones, así como se supervisa su seguimiento.

Cuadro 5. *Semestre Europeo*

| | |
|---------------|--|
| Enero-Febrero | El EPAC y el IMA, publicados por la Comisión Europea en noviembre del año anterior, son debatidos por el Consejo, el cual adopta unas conclusiones. |
| Marzo | El Consejo Europeo establece las prioridades de la UE para los PNR y PNE o PNC, en base a las conclusiones del Consejo sobre el EPAC y el IMA. El Parlamento Europeo debate sobre las prioridades económicas en “diálogo económico”. La Comisión analiza en detalle a los Estados miembros con desequilibrios macroeconómicos o con riesgos potenciales, detectados en el IMA. |
| Abril | Los Estados miembros presentan sus PNR y PNE, o PNC y se reúnen bilateralmente con la Comisión Europea. |
| Mayo-Junio | La Comisión Europea evalúa los PNR y PNE o PNC, y propone REP. El Consejo examina las REP. |
| Junio-Julio | El Consejo Europeo aprueba las REP. El Consejo adopta oficialmente las REP. |

Fuente: Comisión Europea y Parlamento Europeo

Asimismo, en noviembre-diciembre, el Eurogrupo debate los dictámenes, previamente emitidos por la Comisión Europea, sobre los proyectos de planes presupuestarios, presentados entre el 1 de septiembre y el 15 de octubre por los Gobiernos nacionales de los países de la eurozona. Los presupuestos son aprobados por los Estados miembros en diciembre. Además de los proyectos de planes presupuestarios, los Estados miembros sujetos a un procedimiento de déficit público excesivo (PDE)¹²⁷ deben presentar en otoño a la Comisión y al Consejo un programa de asociación económica (PAE). El PDE ha sido introducido por el paquete legislativo *two-pack* y debe contemplar las medidas políticas y reformas estructurales necesarias para corregir eficazmente el déficit excesivo.

Cuando el Consejo decide que existe déficit público excesivo, sobre la base de una propuesta de la Comisión que, a su vez, se fundamenta en el análisis de los PNE o PNC y la consulta al Comité Económico y Financiero, se abre un PDE. Una vez abierto el PDE, el Consejo emite una recomendación al Estado miembro con déficit excesivo para que adopte medidas eficaces para reducir el déficit presupuestario y/o la deuda pública en un plazo de seis meses. En caso de incumplimiento de las recomendaciones y advertencias del Consejo, las sanciones para los países de la eurozona en forma de depósitos sin intereses serán del 0,2% del PIB del ejercicio anterior (componente fijo) más un componente variable (el límite para la suma de ambos componentes es del 0,5% del PIB).

En su “Plan director para una UEM profunda y auténtica”, la Comisión propuso, entre otras iniciativas, crear un fondo de amortización de la deuda y un sistema de “euroletras”, cuyo objetivo era promover la estabilidad y la integración financiera. El Grupo de Expertos sobre el Fondo de Amortización de la Deuda y las “Euroletras” presentó en marzo de 2014 un informe que examina las ventajas, los inconvenientes y

¹²⁷ Se abre un PDE a un Estado miembro si su déficit público y/o su deuda pública supera el 3% y el 60% del PIB, respectivamente. En el caso de la deuda pública, se evalúa si en los tres últimos años no se ha reducido al ritmo medio de una veintava parte al año.

los riesgos asociados a la sustitución parcial de la emisión de deuda nacional por un sistema de emisión común de deuda.

En junio de 2014, la Comisión propuso las REP, en el marco del SE, en cuanto a las políticas económicas para 2014-2015 a todos los Estados miembros, excepto a Chipre y Grecia que debían aplicar los compromisos de los programas de asistencia financiera de la UE y el FMI (programas de ajuste económico). Después de que la crisis se haya suavizado en la mayor parte de los países, las recomendaciones van más enfocadas al reforzamiento de la recuperación económica, mediante políticas que estimulen el crecimiento y la creación de empleo¹²⁸.

Asimismo, la Comisión¹²⁹ revisó el estado de la gobernanza económica en noviembre de 2014, evaluando positivamente la eficacia de las reformas introducidas a través de los Reglamentos recogidos en los dos paquetes legislativos, *six-pack* y *two-pack*, si bien subrayó la persistencia de desigualdades entre países en cuanto a esfuerzo en la consolidación fiscal, la corrección de los desequilibrios macroeconómicos y la aplicación de las recomendaciones propuestas por la Comisión para cada país, que han sido aprobadas en el mes de junio por el Consejo Europeo en el marco del SE.

En marzo de 2015, el Consejo Europeo ha refrendado los tres pilares o “triángulo virtuoso” del EPAC, presentado por la Comisión en noviembre de 2014 – impulso a la inversión, reformas estructurales y responsabilidad presupuestaria a favor del crecimiento – y ha invitado a los Estados miembros a que incorporen dichas prioridades en sus PNR y en sus PNE o PNC. En el EPAC¹³⁰ para este año, la Comisión Europea reconoce que la recuperación económica en la UE es más lenta de lo esperado, aunque

¹²⁸ Las orientaciones para las políticas de empleo están recogidas en la Decisión 2010/707/UE, de 21 de octubre de 2010, relativa a las orientaciones para las políticas de empleo de los Estados miembros [DO L 308, de 24.11.2010, p.46].

¹²⁹ Comunicación de la Comisión “Revisión de la gobernanza económica. Informe sobre la aplicación de los Reglamentos (UE) nº 1173/2011, 1174/2011, 1175/2011, 1176/2011, 1177/2011, 472/2013 y 473/2013” [COM (2014) 905 final, de 28.11.2014].

¹³⁰ Comunicación de la Comisión “Estudio Prospectivo Anual sobre el Crecimiento para 2015” [COM (2014) 902 final, de 28.11.2014].

con grandes diferencias entre países, debido tanto a factores externos, como el entorno económico mundial, y factores internos, como la fragmentación de los mercados financieros derivada de la crisis, los ajustes que faltan por hacer para reducir los desequilibrios macroeconómicos – endeudamiento privado y público – y la desconfianza por la incertidumbre respecto a las perspectivas económicas y la adopción de las reformas estructurales e institucionales. En dicho estudio también se apunta a la necesidad de que se reduzcan las limitaciones al crecimiento económico en la UE, aumentando la productividad y la inversión, así como reduciendo el desempleo estructural.

Paralelamente al EPAC, la Comisión Europea publicó en noviembre de 2014 un nuevo plan de inversiones de Europa¹³¹ para 2015-2017, que fue aprobado en el Consejo Europeo de diciembre de ese mismo año. Dicho plan de inversiones pretende movilizar fondos adicionales para la inversión, para lo que se tiene previsto la creación de un nuevo Fondo Europeo para Inversiones Estratégicas, así como constituir una reserva de proyectos viables y una hoja de ruta para eliminar los obstáculos a la inversión.

En los dos últimos años, el BCE ha seguido apoyando al sector financiero mediante sus programas de compras de valores, en un contexto de tipos de interés oficiales en mínimos históricos¹³² y de la tasa de inflación en la eurozona muy por debajo de su objetivo a medio plazo del 2%. En noviembre de 2014, el BCE introdujo un tercer programa de compra de bonos garantizados (CBPP3) y en 2015, lanzó el programa de compras de valores respaldados por activos, o ABSPP por sus siglas en inglés (*Asset-Backed Securities Purchase Programme*) y el programa de compras de bonos del sector público, o PSPP por sus siglas en inglés (*Public Sector Purchase Programme*). Además,

¹³¹ Comunicación de la Comisión “Plan de Inversiones para Europa” [COM (2014) 903 final, de 26.11.2014]. En el marco financiero plurianual 2014-2020, casi la mitad del presupuesto de la UE se destinará a inversiones productivas para mejorar la competitividad, según las prioridades de crecimiento económico a largo plazo de la Estrategia “Europa 2020”.

¹³² En un contexto de tipos de interés casi en cero, la política monetaria convencional no produce efectos en la economía real, por lo que se hace necesaria la adopción por parte de un banco central de otras medidas menos convencionales.

como medida de apoyo al crédito en la economía real, el BCE incorporó un sistema de incentivos en las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico, que los bancos ofrezcan más préstamos a las empresas hasta junio de 2016.

La Cumbre del Euro de octubre de 2014 destacó la importancia de una coordinación más estrecha de las políticas económicas para garantizar un buen funcionamiento de la UEM. El informe “Realizar la Unión Económica y Monetaria europea”, presentado en junio de 2015 por los Presidentes de la Comisión Europea, la Cumbre del Euro, el Eurogrupo, el BCE y el Parlamento Europeo, contempla un plan para reforzar la UEM de julio de 2015 a 2025. Para ello, se aplicarán medidas concretas en tres etapas. Los objetivos de la primera etapa, del 1 de julio de 2015 a 30 de junio de 2017, son: la Unión Económica, impulsando la competitividad y la convergencia estructural con los instrumentos y Tratados actuales, la Unión Financiera, la Unión Presupuestaria y la responsabilidad democrática. En la segunda etapa se trataría de completar la estructura de la UEM, en cuanto a la Unión Económica, formalizando el proceso de convergencia, dándole un carácter más vinculante, así como instaurar un Tesoro de la eurozona. En la tercera etapa, a más tardar en 2025, se espera que se llegue a una profunda y auténtica UEM.

3. Conclusiones

Las reformas legislativas y las medidas tomadas por el BCE que se han ido aplicando a lo largo de la crisis están ayudando a retomar e impulsar el proceso de integración financiera. Los más importantes proyectos en ese sentido son la UBE y la UMC.

Se espera que la UBE promueva la estabilidad y la confianza en el sistema financiero, necesarias para la integración financiera, y ésta facilite la transmisión eficiente de la política monetaria. En cuanto al primer pilar de la UBE, el MUS, al haber un único modelo de supervisión microprudencial con un mismo enfoque y con un conjunto de normas y metodologías homogéneas en toda la eurozona, no habrá discrepancias entre supervisores del país de origen y el país de acogida para los bancos que realicen operaciones transfronterizas. La supervisión macroprudencial del BCE, en estrecha coordinación con las ANC, evitará la acumulación de desequilibrios que pudieran conllevar un incremento del riesgo sistémico. Los otros dos pilares de la UBE, el MUR y el SGD, también contribuirán a la estabilidad financiera y a una mayor y más profunda integración financiera en la eurozona.

Según Danièle Nouy¹³³, la UBE llevará a un período de cambios en la reestructuración del sector bancario y en la integración de los servicios de banca minorista. La reestructuración bancaria debería tener efectos positivos para los clientes, a través de precios más bajos, y para la transmisión correcta de la política monetaria. Aunque la integración en la banca minorista siempre ha sido baja, con la crisis se deterioró aún más. Este segmento del sistema financiero depende de las propias características nacionales - legislaciones y regímenes fiscales – y de las diferencias en las estructuras de gobierno corporativo. Una mayor integración podrá reducir algunas diferencias en dichas características.

¹³³ “Speech by Danièle Nouy, Chair of the Supervisory Board of the Single Supervisory Mechanism at the Joint conference of the European Commission and European Central Bank on “European Financial Integration and Stability”, Brussels, 27 April 2015. Disponible en:

<https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/speeches/date/2015/html/se150427.en.html>

Por otra parte, la construcción de una UMC será fundamental para completar el mercado único y para el desarrollo e integración de los mercados financieros en la UE, que, a su vez, favorecerá el crecimiento y la competitividad a largo plazo. La contribución de la UMC a la integración financiera puede darse a través de varias vías: i) reduciendo el vínculo de riesgos bancario–soberano y, por tanto, mejorando la asignación de capital en la UE; ii) creando mercados transfronterizos más profundos que permitieran aumentar la distribución del riesgo, lo que mejoraría la capacidad de los mercados de capitales para amortiguar los *shocks*; iii) reduciendo la fragmentación de los mercados a lo largo de las fronteras nacionales, lo que también facilitaría la supervisión transfronteriza de los bancos.

Dicho objetivo se puede alcanzar a través de varios canales: normas contables y leyes tributarias para los bancos más armonizadas simplificarían las tareas de supervisión, al facilitar la comparación entre ellos, y reducirían las oportunidades de arbitraje; prácticas y reglas nacionales armonizadas (registro de crédito, insolvencia, legislación fiscal, normas contables y de calificación para las PYME) facilitarían el desarrollo de negocios de préstamos bancarios transfronterizos; y mercados financieros menos fragmentados beneficiarían a los bancos con fines de financiación.

CAPÍTULO IV. IMPACTO DE LA CRISIS EN EL SISTEMA FINANCIERO DE LOS PAÍSES DEL ESTE Y CENTRO DE EUROPA DE LA UNIÓN EUROPEA (2007-2014)

Los diferentes niveles de desarrollo económico y los desequilibrios financieros y macroeconómicos acumulados durante los años de crecimiento económico previos a la crisis, han determinado que ésta no haya tenido los mismos efectos sobre el desarrollo financiero de los países del Este y Centro de Europa (ECE).

Además, la adopción del euro por algunos de estos países, Eslovenia en 2007 y Eslovaquia en 2009, ha provocado que haya distintos grados de integración monetaria en los mismos y que, por tanto, la crisis no haya afectado por igual a todos ellos. Dichas diferencias justifican el análisis del impacto de dicha crisis sobre el sector financiero en dos grupos de países ECE, países integrados y países no integrados en la eurozona. Desde dicho enfoque, en este capítulo se analiza el impacto de la crisis en el desarrollo y el grado de integración de los sectores financieros en cada grupo de países ECE de 2008 a 2014, los que habían adoptado el euro y los que conservaban su propia moneda, partiendo del estudio realizado en el capítulo II.

En primer lugar, se estudian los mercados monetarios de estos países y la respuesta de sus Bancos Centrales a la crisis mediante sus políticas monetarias, así como la integración de estos mercados en cada grupo de países, los integrados y no integrados en la eurozona. En segundo lugar y también en cada grupo de países, se explora si en el período de crisis ha cambiado la estructura de la deuda por cada sector emisor, si el crecimiento que se venía produciendo en años atrás en las Bolsas de valores de estos países, en cuanto a profundidad y liquidez, se ha visto afectado y si el proceso de integración de los mercados de valores, de deuda pública y de renta variable, se ha ralentizado por dicha crisis.

Por último, se describen los efectos de la crisis sobre el desarrollo, estructura e integración de los sectores bancarios, así como sobre la evolución de los seguros y los fondos de pensiones de los países ECE.

1. La crisis en los mercados monetarios

Eslovenia había adoptado el euro el 1 de enero de 2007, unos meses antes de que estallara la crisis de las hipotecas *subprime* en Estados Unidos y, en plena recesión económica mundial, Eslovaquia entró en la eurozona.

Dicha crisis generó una gran incertidumbre en torno a la solvencia de las entidades bancarias, lo que derivó en un déficit de liquidez en los mercados mayoristas, agravándose en 2008 con la quiebra de Lehman Brothers. La escasez de liquidez llevó a un aumento de los tipos interbancarios, incrementándose con ello los costes de financiación para los bancos, y a una menor oferta de préstamos bancarios al sector privado no financiero, lo que derivó en una contracción de las economías de los países ECE.

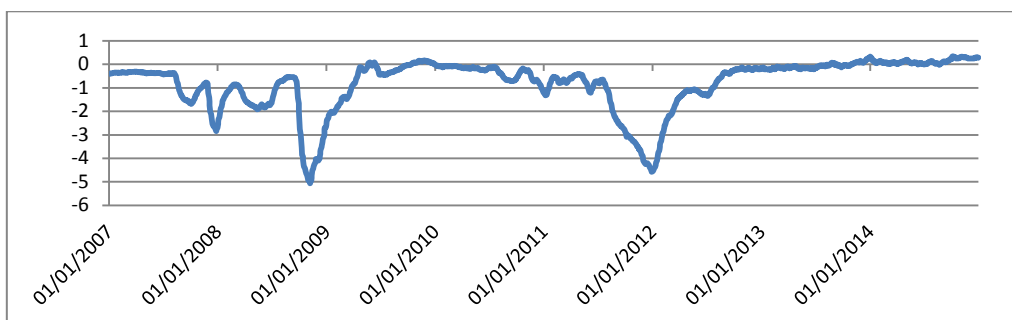
La respuesta del BCE y de los Bancos Centrales de los países ECE objeto de estudio que no están integrados en la eurozona, mediante la aplicación de una política monetaria expansiva, ha permitido la supervivencia del sector financiero y de sus economías, aunque la actividad de éstas en la actualidad aún permanecen en niveles inferiores a los de antes de la crisis. Si bien, en 2014, las economías de estos países han crecido por encima de la media de la eurozona (0,9%), a una tasa media conjunta del 2.8%, aunque en algunas de ellas, como la eslovaca y eslovena, su crecimiento ha ido acompañado de tasas de paro muy elevadas, 13,2% y 9,7%, respectivamente y, además, la primera en una situación de deflación.

1.1. Mercados monetarios de los países intra- eurozona

En agosto de 2007, la liquidez del mercado monetario de la eurozona cayó bruscamente, como muestra el comportamiento del indicador de liquidez del BCE¹³⁴, lo que reflejaba el inicio de la crisis financiera internacional. Después, en los momentos de mayores turbulencias de los mercados financieros internacionales, 2008, 2009 y 2012, se produjeron las reducciones más intensas de la liquidez en el mercado mayorista del euro, derivadas de la incertidumbre generada por la desconfianza entre las entidades bancarias sobre el riesgo de contraparte, lo que se agravó aún más con la crisis de deuda soberana de la eurozona.

Gráfico 81. Indicador de liquidez global del mercado monetario de la eurozona.

2007-2014



Fuente: BCE (ESRB Risk Dashboard)

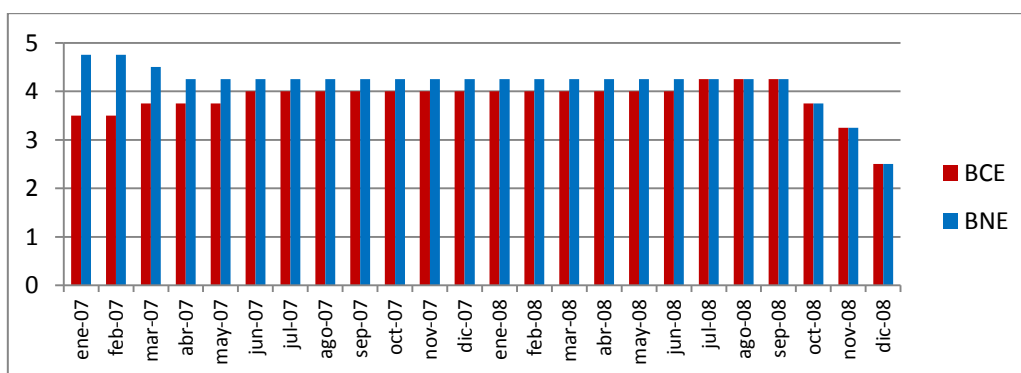
Ambos, el aumento del riesgo de liquidez en los mercados interbancarios y la revisión al alza de los tipos de referencia de la política monetaria del BCE hasta julio de 2008, elevaron los tipos de interés de dichos mercados.

¹³⁴ El indicador de liquidez elaborado por el BCE se calcula a partir de varios componentes que miden su influencia en el mercado monetario, como los tipos EONIA y los tipos interbancarios a 1 y 3 meses, los spreads de los depósitos interbancarios y REPO.

Desde 2008, el BCE ha aplicado una política monetaria expansiva con sucesivas rebajas de sus tipos de interés, entre otras medidas. La última intervención del BCE en ese sentido fue el 10 de septiembre de 2014, quedando este día fijado el tipo de las operaciones principales de financiación (OPF) en 0,05%, de la facilidad marginal de crédito (FMC) en 0,30% y de la facilidad de depósito (FD) en -0.20 %. Además, el tipo de las OPF, que desde el 28 de enero de 2000 era variable, actuando como tipo mínimo de puja en las subastas semanales, volvió a ser fijo como antes de dicha fecha.

Por su parte, el Banco Nacional de Eslovaquia (BNE) fue estableciendo el tipo de las OPF, desde el 4,75% de enero de 2007 hasta el 4,25% de julio de 2008, para ajustarse al del BCE. En el segundo semestre de ese año, los tipos de referencia de ambos Bancos Centrales ya eran iguales, pasando del 4,25% de julio al 2,5% de diciembre. El 1 de enero de 2009, al mismo tiempo que Eslovaquia adoptaba el euro, el BNE entraba a formar parte del Eurosistema.

Gráfico 82. *Tipos de interés de referencia del BCE y del BNE (%) (1). 2007-2008*



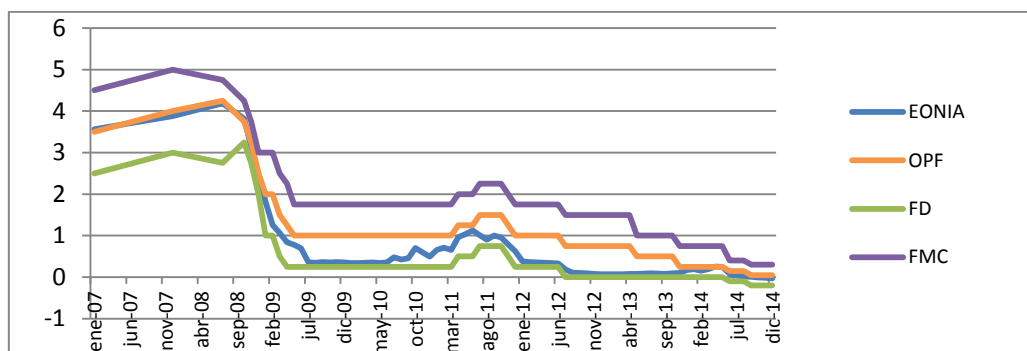
(1) Tipos de interés de las OPF del BCE y del BNE vigentes al final de cada mes.

Fuente: BCE (Statistical Data Warehouse) y Banco Nacional de Eslovaquia

El aumento de la demanda de fondos procedentes del Eurosistema por parte de los bancos, tras las medidas tomadas por el BCE de reducción de sus tipos de interés, desde octubre de 2008, para aumentar la liquidez en los mercados monetarios, ha provocado que el índice medio del tipo de interés del euro a un día en el mercado monetario, o

EONIA¹³⁵ por sus siglas en inglés (*Euro Overnight Index Average*), se situara bastante por debajo del tipo de las OPF y, aunque por encima, muy próximo al tipo de interés de la FD del BCE.

Gráfico 83. Tipos de interés del BCE y el EONIA (%) (1). 2007-2014



(1) Los tipos de interés de las OPF, la FD y la FMC del BCE son los vigentes en cada mes. Los tipos EONIA son las medias mensuales de los tipos de cierre diarios.

Fuente: BCE (Statistical Data Warehouse)

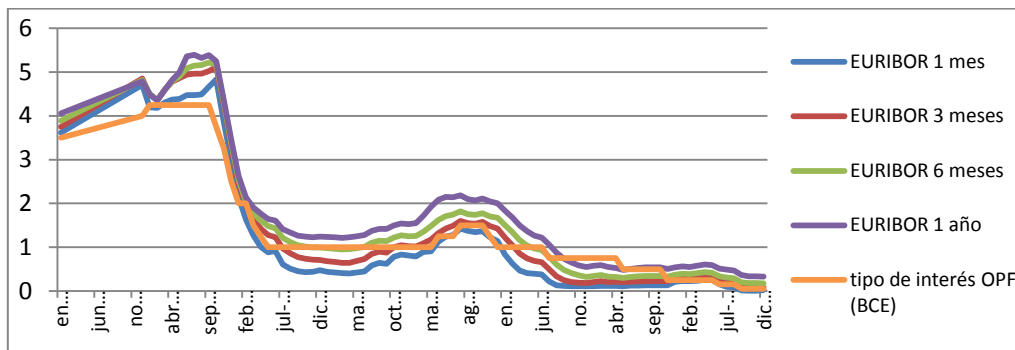
Los tipos de interés de los mercados interbancarios de la eurozona, o EURIBOR por sus siglas en inglés (*Euro Interbank Offered Rate*), a uno, tres y seis meses y a 1 año, han evolucionado muy próximos a lo largo del tiempo, aunque de octubre de 2008 a mediados de 2013, se abrió una brecha entre los mismos.

Si se compara la evolución de los tipos de OPF del BCE con la de los tipos de interés del mercado interbancario, se comprueba que, aunque los tipos del EURIBOR siguieron la misma tendencia que aquellos, a partir de 2009, los tipos interbancarios a uno y tres meses se situaron en numerosas ocasiones por debajo del tipo del BCE. Desde el último

¹³⁵ El EONIA se calcula como media ponderada de los tipos de interés de los préstamos a un día sin garantías en el mercado interbancario de la eurozona.

trimestre de 2012 hasta mayo de 2013, todos los tipos interbancarios fueron inferiores al tipo de las OPF del BCE.

Gráfico 84. Tipos de interés del BCE y EURIBOR (%) (1). 2007-2014



(1) Medias mensuales de los tipos EURIBOR y tipos vigentes al final de cada mes en las operaciones principales de financiación (OPF) del BCE.

Fuente: BCE (Statistical Data Warehouse)

La incertidumbre generada por la crisis en torno al riesgo de crédito de contraparte de las entidades bancarias distorsionó el mecanismo de transmisión de la política monetaria, lo que provocó un aumento del crédito interbancario con garantías, fundamentalmente las basadas en deuda pública, en detrimento del crédito interbancario sin garantías. En consecuencia, los cambios en la valoración de la deuda pública han podido tener un fuerte impacto sobre los mercados monetarios.

La rebaja de los tipos de interés por el BCE, además de intentar garantizar que no se viera obstaculizado el mecanismo de transmisión de la política monetaria, tenía como objetivo facilitar liquidez al conjunto de la eurozona. Sin embargo, dicha medida no pudo evitar la recesión económica ni el alejamiento de las tasas de inflación de los países integrantes de la eurozona del objetivo de mantenerse por debajo, pero cerca del 2%, a lo largo de la crisis, aunque sí ayudó, junto con otras medidas de política monetaria no convencionales, a que el sistema financiero europeo no quebrara.

Según datos del BCE¹³⁶, a partir de 2010, los tipos de interés reales empezaron a ser negativos. Cuando los tipos de interés reales son muy bajos o incluso negativos, por un lado, los inversores amantes del riesgo buscan inversiones más arriesgadas y, por otro lado, el crédito puede crecer de forma excesiva. Todo ello, puede aumentar la inestabilidad financiera. Las tasas de inflación decrecientes a lo largo del período analizado reflejan la caída en la actividad económica de los países de la eurozona como consecuencia de la crisis.

Tabla 34. Tasas de inflación de Eslovaquia y Eslovenia y tipos de referencia del BCE (%) (1). 2007-2014

| | <i>Tasas de inflación (%)</i> | | | <i>Tipos de interés OPF del BCE (%)</i> |
|-------------|-------------------------------|------------------|-----------------|---|
| | <i>Eslovaquia</i> | <i>Eslovenia</i> | <i>Eurozona</i> | |
| <i>2007</i> | 1,9 | 3,8 | 2,1 | 4,00 |
| <i>2010</i> | 0,7 | 2,1 | 1,6 | 1,00 |
| <i>2013</i> | 1,5 | 1,9 | 1,4 | 0,25 |
| <i>2014</i> | -0,1 | 0,4 | 0,4 | 0,05 |

(1) Tasas de inflación medias anuales y tipos de interés de OPF vigentes al final de cada año.

Fuente: Comisión Europea (*Eurostat*) y BCE (*Statistical Data Warehouse*)

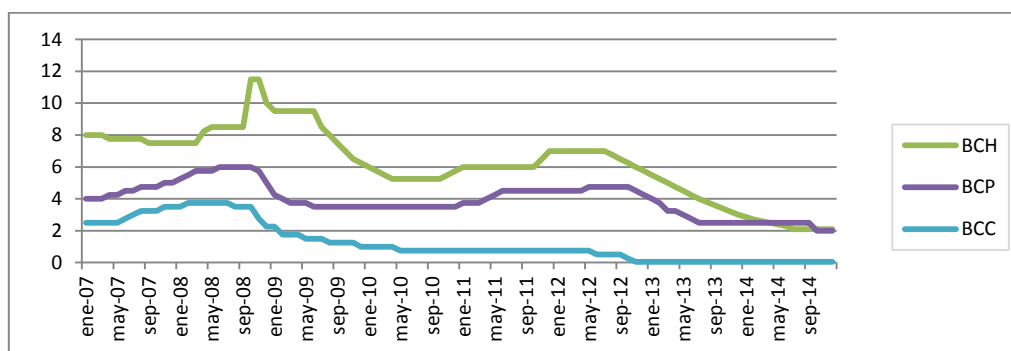
¹³⁶ BCE (2011).

1.2. Mercados monetarios de los países extra- eurozona

De 2007 a 2014, los tipos de interés de referencia de los Bancos Centrales de Hungría, Polonia y la República Checa han seguido tendencias muy parecidas, pero con grandes diferenciales entre los mismos. Los tipos de interés del Banco Central de Hungría (BCH) han sido muy superiores a los otros dos Bancos Centrales, Banco Central de Polonia (BCP) y Banco Central de la República Checa (BCC).

Actualmente, los tipos oficiales del Banco Central polaco de referencia o de las OPF, de la FMC y de la FD son del 1,5%, 2,5 % y 0,5 %, respectivamente, mientras que los tipos de la política monetaria del Banco Central húngaro son el 1,35 en las OPF, el 2,35 % el tipo de las FMC y 0,35 % el tipo de la FD. La intervención en el mercado de divisas no es un instrumento principal de la política monetaria del Banco Central checo. No obstante, el Consejo de Gobierno decidió en 2013 que intervendría en el mercado de divisas para mantener el tipo de cambio de la moneda checa frente al euro (CZK/EUR) cerca de 27 coronas checas por cada euro. Los tipos de interés oficiales del Banco emisor checo son desde el 2 de noviembre de 2012: 0,05 % el tipo con pacto de recompra (REPO) a dos semanas o de las OPF, 0,25 % el tipo de la FMC y 0,05 % el tipo de descuento de la FD.

Gráfico 85. Tipos de interés de referencia de los Bancos Centrales de Hungría, Polonia y la República Checa (%) (1). 2007-2014

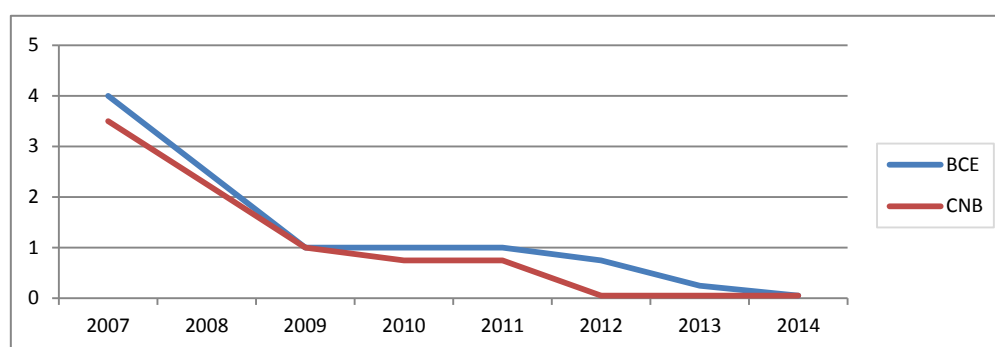


(1) Tipos de interés de las OPF vigentes al final de cada mes.

Fuente: Bancos Centrales de Hungría, Polonia y la República Checa

Comparando¹³⁷ los tipos de las OPF del Banco Central de la República Checa con los del BCE, los del primero son inferiores, aunque bastante próximos, a los del segundo, salvo en 2009 y 2014, que fueron iguales. En 2009, el BCE recortó el tipo de interés de las OPF más que el BCC, a pesar de que el PIB real se redujo por la crisis en un porcentaje mayor en la República Checa (-4,8%) que en la media de la eurozona (-4,5%). Esta diferencia entre las políticas monetarias de ambos Bancos Centrales se debió a que en ese año la tasa de inflación del país checo (0,6%) fue superior al promedio de la eurozona (0,3%), según datos de la Comisión Europea.

Gráfico 86. Tipos de interés de referencia del BCE y del CNB (%)(1). 2007-2014



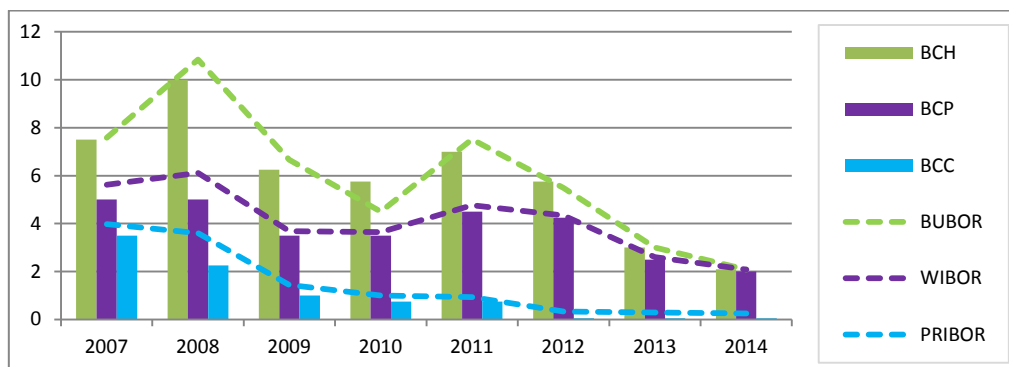
(1) Tipos de interés de las OPF vigentes al final de cada año.

Fuente: BCE y Banco Central de la República Checa

En los años 2010, 2012 y 2014, el tipo de interés interbancario a un mes de Hungría, o BUBOR por sus siglas en inglés (*Budapest Interbank Offered Rate*), se situó por debajo del tipo de interés de referencia de su Banco Central. Sin embargo, los tipos interbancarios a un mes en Polonia, WIBOR (*Warsaw Interbank Offered Rate*), y la República Checa, PRIBOR (*Prague Interbank Offered Rate*), han estado por encima de los tipos oficiales de sus respectivos Bancos Centrales en todo el período analizado.

¹³⁷ No obstante, en dicha comparación hay que tener en cuenta que las OPF del Banco Nacional checo son a dos semanas y las del BCE a una semana.

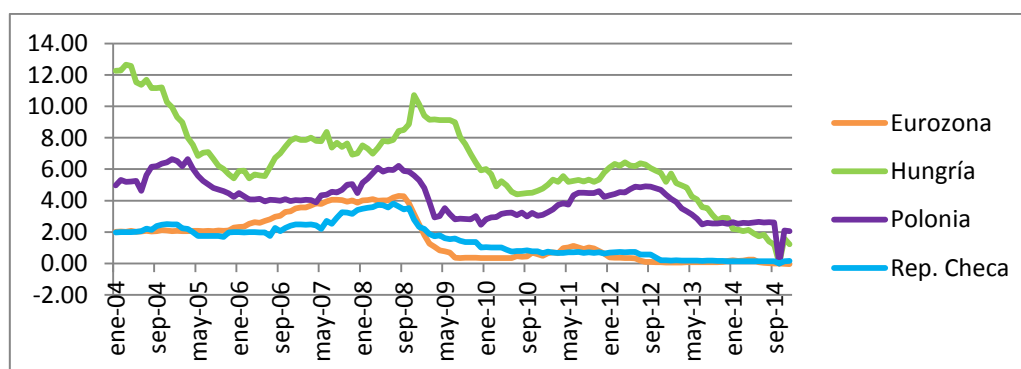
Gráfico 87. Tipos interbancarios a un mes y tipos de referencia de los Bancos Centrales de Hungría, Polonia y la República Checa (%) (1). 2007-2014



(1) Los tipos de interés oficiales son los de las OPF vigentes a 31 de diciembre de cada año. Los tipos interbancarios son promedios mensuales.
Fuente: Comisión Europea (Eurostat) y Bancos Centrales de Hungría, Polonia y la República Checa

Todos los tipos interbancarios, que dependen de la oferta y demanda de liquidez de sus mercados, siguieron la misma tendencia que las políticas monetarias de sus respectivos Bancos Centrales.

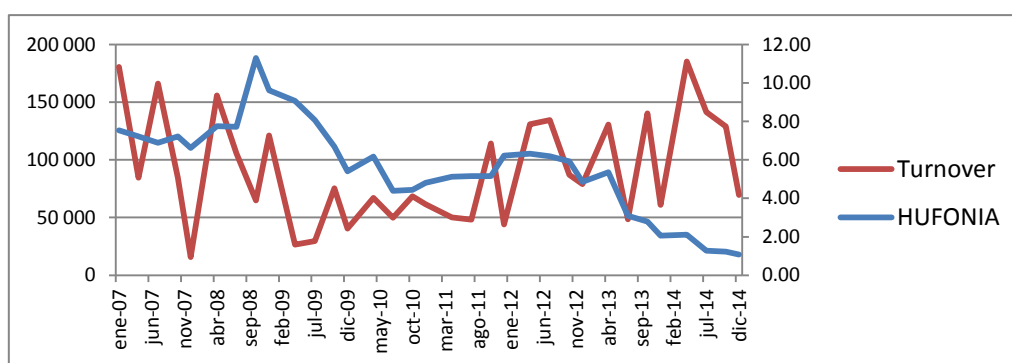
Gráfico 88. Tipos de interés interbancarios a un día en la Eurozona, Hungría, Polonia y la República Checa (%). 2007-2014



Fuente: Comisión Europea (Eurostat)

El tipo de interés del mercado monetario a un día del forint húngaro (HUF), o HUFONIA por sus siglas en inglés (*Hungarian Forint Overnight Index Average*) aumentó en la segunda mitad del año 2008 y de 2010 a 2012, debido a la escasez de liquidez generada por la incertidumbre en los mercados mayoristas internacionales. El volumen negociado en dicho mercado (*turnover*), fue descendiendo y, en consecuencia, el precio iba aumentando. A partir del segundo trimestre del año 2013, cuando los efectos de la crisis iban remitiendo, el tipo HUFONIA fue reduciéndose según iba creciendo la liquidez, como queda constatado por el crecimiento del volumen negociado en el mercado interbancario húngaro.

Gráfico 89. Tipos de interés (%) y volumen negociado (millones HUF) en el mercado interbancario a un día de Hungría (1) 2007-2014

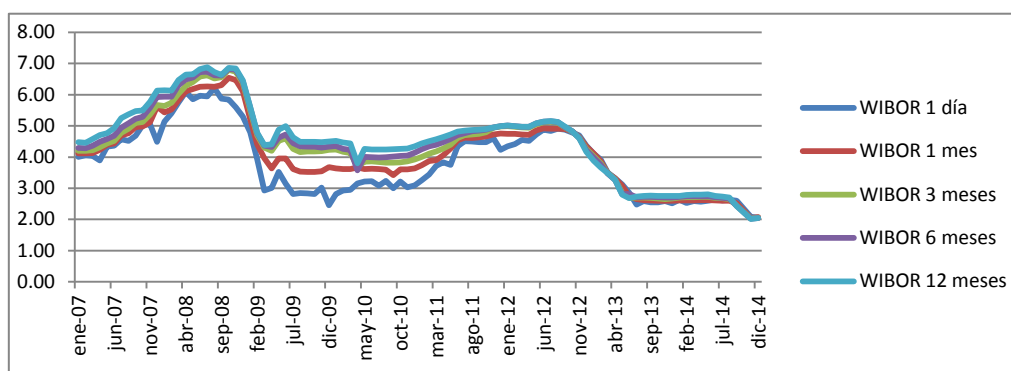


(1) Los tipos del HUFONIA, promedios mensuales, se representan en el eje izquierdo y el volumen negociado (*turnover*) en el eje derecho.

Fuente: Banco Central de Hungría

Los mercados interbancarios polacos sufrieron la crisis como el resto de los países ECE, fragmentándose en los períodos más críticos. Los tipos interbancarios WIBOR, a uno, tres, seis y doce meses, han evolucionado muy próximos desde la segunda mitad del año 2012, lo que reflejaba la remisión de las tensiones financieras.

Gráfico 90. Tipos de interés de los mercados interbancarios de Polonia (%)(1).2007-2014

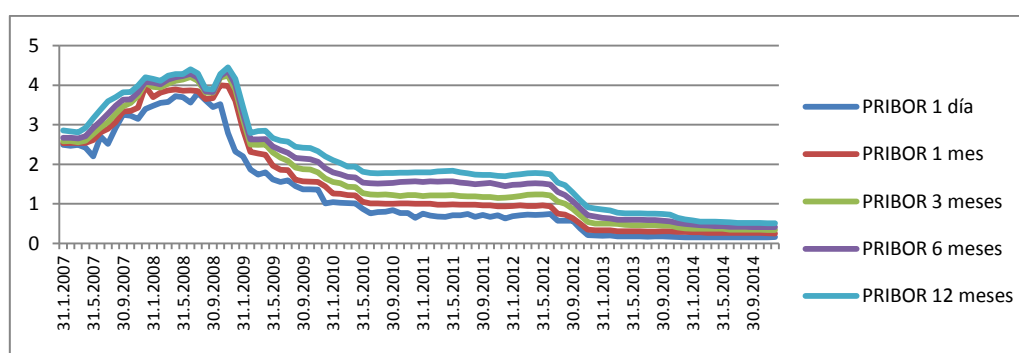


(1) Medias mensuales de los tipos WIBOR a 1, 3, 6 y 12 meses.

Fuente: Comisión Europea (Eurostat)

Los tipos de los mercados interbancarios checos, a un día y a uno, tres, seis y doce meses, han evolucionado a lo largo del tiempo con cambios tendenciales muy parecidos a los tipos interbancarios de la eurozona, y de acuerdo a la política monetaria acomodaticia de su Banco Central, aunque con mayor disparidad entre los mismos en el período de crisis. No obstante, los máximos alcanzados por los PRIBOR se situaron por debajo de los EURIBOR.

Gráfico 91. Tipos de interés de los mercados interbancarios de la República Checa (%) (1). 2007-2014



(1) Medias mensuales de los tipos del PRIBOR a 1 día y a 1, 3, 6 y 12 meses.

Fuente: Banco Central de la República Checa (Czech National Bank Statistics)

La correlación de los tipos interbancarios de estos países con los de la eurozona, que no es un buen indicador para medir la integración entre los mismos al no estar sujetos a la misma política monetaria, la cual influye en dichos mercados, sí permiten ofrecer una medida del grado y signo de la relación entre ellos.

Los mercados de Hungría y Polonia estaban más correlacionados estadísticamente durante la crisis que en los años previos. La reducción de las tasas de inflación, debida a la contracción de las economías de estos países, provocada ésta por la contracción del crédito o *credit crunch* derivado de la crisis, ha llevado a que las políticas monetarias de sus Bancos Centrales hayan convergido más que en una situación de estabilidad financiera.

Tal como se observa en la tabla 35, los mercados monetarios checos, que ya mostraban una gran correlación con la media de la eurozona antes de la crisis, durante la misma fue aún mayor, debido a que el objetivo de su política monetaria ha estado bastante próximo al del BCE. Los tipos interbancarios de Hungría y Polonia también estuvieron muy correlacionados.

Tabla 35. Matriz de correlaciones de los tipos de interés interbancarios a un mes de la Eurozona, Hungría, Polonia y la República Checa (1). 2007-2014

| | Hungría | Polonia | Rep. Checa | Eurozona |
|------------|-------------|-------------|-------------|----------|
| Hungría | 1 | | | |
| Polonia | 0,94 | 1 | | |
| Rep. Checa | 0,79 | 0,82 | 1 | |
| Eurozona | 0,68 | 0,79 | 0,96 | 1 |

Fuente: Elaboración propia con datos de la Comisión Europea (*Eurostat*) y Bancos Centrales de Hungría Polonia y la República Checa

Las tasas de inflación checa y la media de la eurozona comenzaron a ser iguales desde 2013 por la perfecta sintonía entre las políticas monetarias de sus respectivos Bancos Centrales, a pesar de haber tenido sus economías distintos ritmos de crecimiento. En

2013, la República Checa tuvo mayor recesión económica que la media de la eurozona (el incremento del PIB real fue de - 0,5% en la República Checa y - 0,3% en la eurozona). Sin embargo, en 2014, el PIB real checo creció en mayor porcentaje (2%) que el promedio de la eurozona (0,9%), según datos de la Comisión Europea¹³⁸.

Tabla 36. Tasas de inflación de Hungría, Polonia, la República Checa y la Eurozona (%). 2007-2014

| | <i>Hungría</i> | <i>Polonia</i> | <i>Rep. Checa</i> | <i>Eurozona</i> |
|-------------|----------------|----------------|-------------------|-----------------|
| <i>2007</i> | 7,9 | 2,6 | 3 | 2,1 |
| <i>2010</i> | 4,7 | 2,7 | 1,2 | 1,6 |
| <i>2013</i> | 1,7 | 0,8 | 1,4 | 1,4 |
| <i>2014</i> | 0,0 | 0,1 | 0,4 | 0,4 |

Fuente: Comisión Europea (*Eurostat*)

¹³⁸ Los últimos datos extraídos de Eurostat son del 8 de noviembre de 2015.

2. La crisis en los mercados de valores

Como se ha visto en capítulos anteriores, el desarrollo y la integración de los mercados de valores de los países ECE habían sido impulsados por su adhesión a la UE. Los valores de deuda tuvieron un gran crecimiento en los años previos a la crisis, aunque con diferencias entre países. También las Bolsas de valores tuvieron un auge, especialmente la eslovena y la polaca. Dicha adhesión y las reformas llevadas a cabo en estos países para su modernización supusieron un impulso para el desarrollo de sus mercados bursátiles. Sin embargo, la crisis ha ralentizado dicho desarrollo.

Con la crisis, se puso de manifiesto la existencia de deficiencias en la regulación y supervisión de las actividades con riesgo de las entidades de crédito y las empresas de inversión. Para afrontar estos retos, fue reformada la MiFID (Directiva 2004/39/CE). La FiFID II (Directiva 2014/65/UE), que comenzará a ser efectiva desde enero de 2017, regulará los sistemas organizados de contratación (SOC), además de las Bolsas de valores y los sistemas multilaterales de negociación (SMN).

Con esta revisión legislativa se ha pretendido facilitar el acceso de las PYME a los mercados de capitales mediante la creación de una marca de calidad. Además, se introducen algunas salvaguardias para las actividades de negociación algorítmica y de alta frecuencia, así como otras medidas dirigidas al aumento de la transparencia y la seguridad en los mercados de valores. En concreto, se ha implantado un nuevo régimen de transparencia en los mercados no participativos (obligaciones, productos de financiación estructurada y derivados). Asimismo, se han establecido normas más estrictas en la gestión de carteras, el asesoramiento de inversión y la oferta de productos financieros complejos, como los productos estructurados.

Los mercados no regulados OTC (*over the counter*) no están sujetos a la MiFID, sino al Reglamento (UE) n° 648/2012, o EMIR (*European Market Infrastructure Regulation*), el cual regula la contratación y el registro de las operaciones con derivados extrabursátiles.

La complejidad y la opacidad de los activos negociados en los mercados OTC favorecieron la crisis financiera. El Reglamento EMIR pretende aumentar la transparencia y la seguridad para las inversiones de este tipo en el ámbito de la UE. No obstante, actualmente los mercados de derivados regulados ofrecen servicios de contrapartida central (cámara de compensación) a los participantes del mercado OTC, banca de inversión y los *hedge funds* o fondos de inversión libre o de gestión alternativa con un elevado riesgo, reduciendo con ello el riesgo de contraparte. Los activos que más se negocian en los mercados OTC son los CDS.

La Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM), o ESMA en sus siglas en inglés (*European Securities and Markets Authority*), además de emitir directrices y propuestas de normas técnicas que serán aprobadas por la Comisión Europea como Reglamentos Delegados o de Ejecución, inspecciona la convergencia en la aplicación y en el cumplimiento de la normativa de la UE sobre supervisión de los mercados de valores en los Estados miembros en estrecha colaboración con las autoridades nacionales supervisoras, en el marco del SESF. Los objetivos principales de la AEVM son: aumentar la protección del consumidor de productos financieros y contribuir a la estabilidad financiera de la UE mediante una regulación y supervisión eficaz y transparente.

La puesta en marcha en junio de 2015 del sistema TARGET2-Securities (T2S), plataforma única paneuropea de liquidación de valores, impulsará la integración de los mercados de valores en la UE, a través de sus depositarios centrales de valores (DCV). Además, los DCV se encargan del registro de los valores, asignándoles el código ISIN (*International Securities Identification Number*) para su identificación según la norma ISO 6166.

Cuadro 6. Los mercados de valores regulados en los países ECE.

| | <i>Mercados Regulados</i> | <i>Autoridad Supervisora</i> |
|------------------------|--|--|
| <i>Eslovaquia</i> | Bratislava Stock Exchange | NBS (Národná Banka Slovenska) |
| <i>Eslovenia</i> | Ljubljana Stock Exchange | SMA (Securities Market Agency) |
| <i>Hungría</i> | Budapest Stock Exchange | MNB (Magyar Nemzeti Bank) |
| <i>Polonia</i> | BondSpot Securities Market | Polish FSA (Financial Supervision Authority) |
| | Warsaw Stock Exchange Bonds/Catalyst/Main Market | |
| | Warsaw Stock Exchange Commodity derivatives | |
| | Warsaw Stock Exchange Financial derivatives | |
| | Warsaw Stock Exchange/ETPS (Exchange Traded Products) | |
| | Warsaw Stock Exchange Equities/Main Market | |
| <i>República Checa</i> | Prague Stock Exchange | CNB (Czech National Bank) |
| | Power Exchange Central Europe | |
| | RM-System | |

Fuente: ESMA (European Securities and Markets Authority)

2.1. Mercados de valores de renta fija de los países intra-eurozona y extra-eurozona

Los saldos vivos de la deuda pública, como porcentaje del PIB, creció en los años previos a la crisis en Hungría y, en menor medida, en Polonia, situándose la deuda del Gobierno de estos países por encima de la media de la eurozona en 2007. En cambio, la deuda privada tuvo su mayor auge en la República Checa, aunque en éste y los otros cuatro países ECE, se encontraba aquella muy por debajo de la deuda emitida por el sector privado de la media de la eurozona.

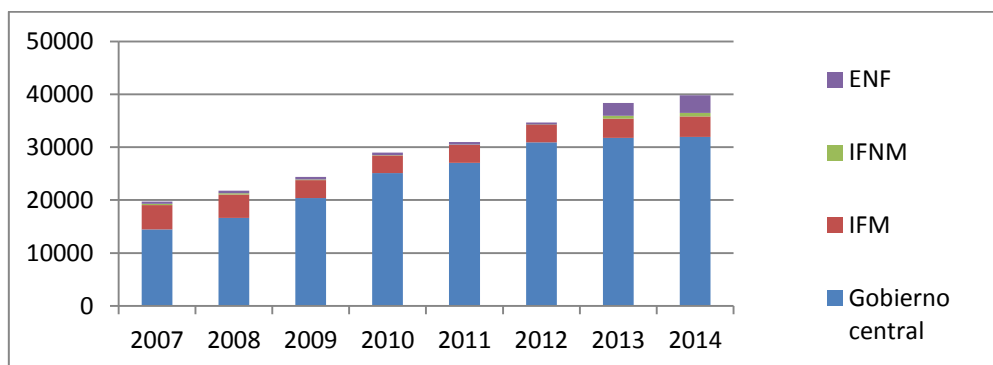
Desde 2008, la crisis ha impulsado la emisión de deuda privada, como alternativa a la financiación de las empresas, y de deuda pública, en unos casos por el crecimiento del déficit público para financiar a los bancos en dificultades por la crisis, y en otros por el aumento en el pago de intereses por la subida de la prima de riesgo en los rendimientos de la deuda soberana.

En este contexto de crisis, se analiza la estructura e integración de los mercados de valores de renta fija en los países ECE y los efectos que haya podido causar dicha crisis sobre los mismos, dentro de cada grupo de países, integrados y no integrados en la eurozona.

2.1.1. Los mercados de valores de renta fija de los países intra-eurozona

De 2008 a 2014, los saldos vivos de los valores de renta fija crecieron continuamente en Eslovaquia (gráfico 92), debido sobre todo al aumento de la deuda del Gobierno central, el cual fue del 121%. Cabe destacar el crecimiento de la deuda emitida por las empresas no financieras (ENF) del 613% y las instituciones financieras no monetarias (IFNM), multiplicándose esta última por once, en 2013 respecto al año anterior, aunque partía de unos niveles muy bajos. En cambio, la deuda pendiente de amortizar por las instituciones financieras monetarias (IFM)¹³⁹ se redujo en el 17% en todo el período analizado.

Gráfico 92. Valores de deuda por emisores en Eslovaquia (millones EUR) (1). 2007-2014



1) Saldos vivos al final de cada año.

Fuente: BCE (Statistical Data Warehouse)

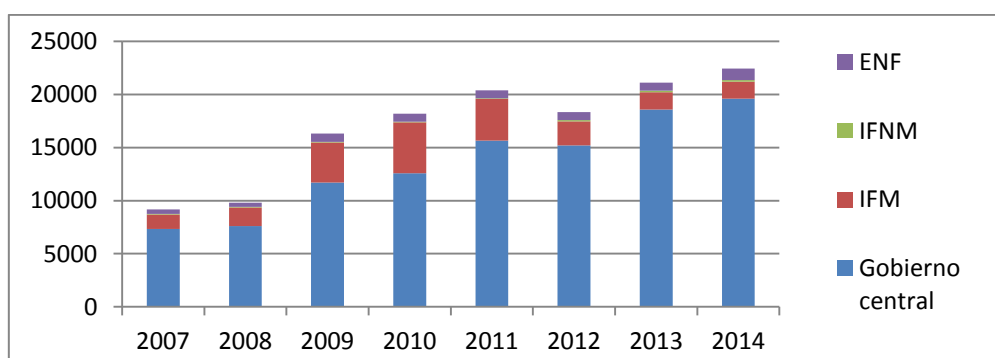
¹³⁹ Las IFM están compuestas por los bancos comerciales y otras entidades de crédito, los bancos centrales y los fondos del mercado monetario.

La crisis ha impulsado un cambio en la estructura de financiación de las empresas y, aunque los préstamos bancarios siguen siendo su principal fuente de recursos financieros, el mercado de capitales está empezando a ser una alternativa para ellas.

Los saldos vivos de las emisiones de valores de deuda en Eslovenia crecieron e todos los años de 2007 a 2014, excepto en 2012 que se redujo. Dicho crecimiento fue impulsado sobre todo por la deuda del Gobierno central, la cual aumentó en el 144% en dicho período. La deuda de la IFM, que había aumentado bastante en 2009 y 2010, comenzó a descender a partir de 2012, mientras que la del Gobierno central creció más aceleradamente. Los saldos vivos de la deuda de las ENF también han seguido una tendencia creciente en todo el período analizado, aunque con reducciones puntuales en 2008, 2010 y 2012, mientras que la deuda de las IFNM ha bajado en los dos últimos años.

El crecimiento de la deuda pública eslovena en 2013 se produjo como consecuencia del empeoramiento de su déficit presupuestario, debido éste al rescate de los bancos por el Gobierno.

Gráfico 93. Valores de deuda por sector emisor en Eslovenia (millones EUR) (1). 2007-2014



(1) Saldos vivos al final de cada año.
Fuente: BCE (Statistical Data Warehouse)

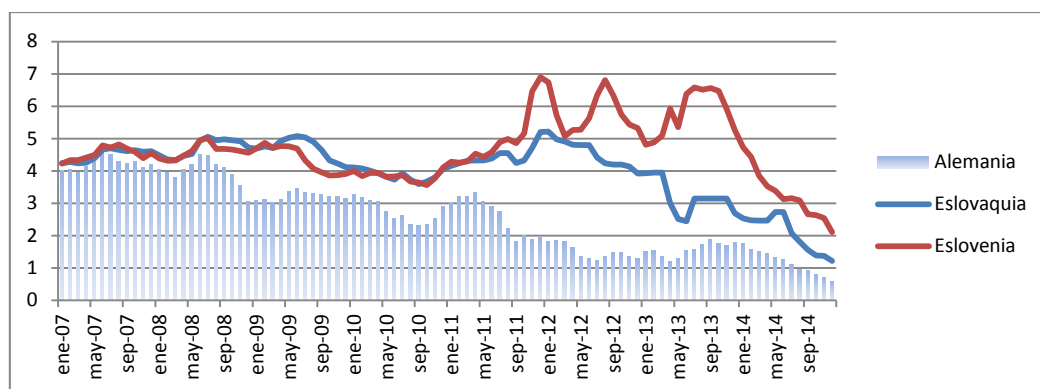
La crisis de deuda soberana ha afectado más a Eslovaquia y Eslovenia que la crisis financiera internacional, debido a su grado de integración monetaria y financiera con la eurozona. La evolución de los rendimientos de la deuda pública a largo plazo en ambos países ha sido bastante similar durante la primera fase de la crisis, de 2007 a 2009, con aumentos suaves en dicho período, aunque el *spread* con los rendimientos de la deuda pública alemana se debió principalmente a la reducción de estos últimos. A partir de 2011, dicho *spread* aumentó de forma considerable, tanto por el incremento de los tipos de interés de la deuda soberana eslovaca y eslovena, sobre todo de esta última, como por la caída de los rendimientos de la deuda alemana.

Por lo tanto, en el análisis del crecimiento de dicho *spread* no sólo se debe considerar el aumento de los rendimientos de la deuda pública de estos dos países y, por tanto, a la percepción de un mayor riesgo de insolvencia de sus Gobiernos, sino también a una disminución de los rendimientos de los bonos públicos alemanes. El mayor grado de aversión al riesgo por parte de los inversores y la “huida a la calidad”¹⁴⁰, han llevado a un aumento de la demanda de los bonos públicos alemanes, por lo que han subido sus precios y, en consecuencia, han bajado sus rendimientos. El fenómeno “huida a la calidad” se produce cuando en un “comportamiento de rebaño” los inversores huyen de los activos con riesgo buscando refugio en los activos libres de riesgo (Alonso et al., 2011).

A partir de 2013 en Eslovaquia y de 2014 en Eslovenia, el diferencial con Alemania ha descendido notablemente, lo que parecía marcar el final de la crisis en estos países.

¹⁴⁰ El grado de aversión al riesgo en las inversiones de renta variable se podría estudiar a partir de las opciones sobre un índice bursátil, siguiendo a Aparicio (2005) para el caso español.

Gráfico 94. Rendimientos de la deuda pública a largo plazo de Eslovaquia, Eslovenia y Alemania (%). 2007-2014 (1)



(1) Tipos de interés anuales correspondientes al promedio de cada mes.

Fuente: BCE (Statistics Data Warehouse)

La deuda pública, como porcentaje del PIB, de ambos países se incrementó a lo largo del período de crisis, pero especialmente la eslovena en 2013 (de 53,7% en 2012 a 70,8% en 2013), como consecuencia del gran aumento de su déficit público en ese año (de - 4,1% en 2012 a -15% en 2013), según datos de la Comisión Europea.

La correlación entre los rendimientos de Eslovaquia y Eslovenia se redujo en el período 2007-2014 con respecto a los años anteriores, lo que confirma que los mercados financieros, en este caso de deuda pública, se han fragmentado durante la crisis. Los rendimientos de los dos países, que estaban muy correlacionados positiva y estadísticamente con los de Alemania en el período previo a la crisis, de 2004 a 2007 (coeficiente de correlación lineal de Pearson de Eslovaquia y Eslovenia igual a 0,80 y 0,79, respectivamente), durante la misma, dicha correlación se ha reducido bastante en Eslovaquia y en Eslovenia se volvió negativa (tabla).

Tabla 37. *Matriz de correlaciones de los rendimientos de la deuda pública a largo plazo Eslovaquia, Eslovenia y Alemania (1). 2007-2014*

| | <i>Eslovaquia</i> | <i>Eslovenia</i> | <i>Alemania</i> |
|-------------------|-------------------|------------------|-----------------|
| <i>Eslovaquia</i> | 1 | | |
| <i>Eslovenia</i> | 0,38 | 1 | |
| <i>Alemania</i> | 0,64 | -0,11 | 1 |

(1) Coeficientes de correlación lineal de Pearson.

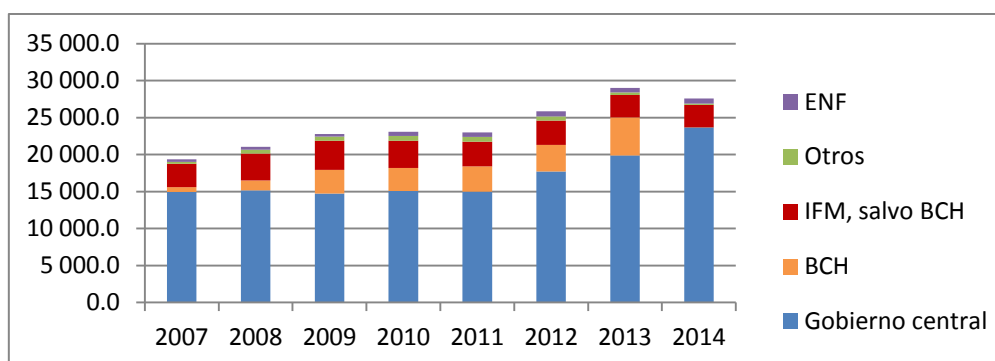
Fuente: Elaboración propia con datos del BCE (*Statistics Data Warehouse*)

2.1.2. Los mercados de valores de renta fija de los países extra-eurozona

Valores de deuda en Hungría

De 2007 a 2014, los saldos vivos de la deuda emitida por el conjunto de la economía húngara se incrementaron en un 42%, aunque en el último año se redujeron respecto a 2013. Dicho crecimiento se apoyó en el aumento de la deuda emitida por el Gobierno, sobre todo desde 2012, las instituciones financieras monetarias (IFM), sin incluir al Banco Central de Hungría (BCH), en 2008 y 2009, y las empresas o entidades no financieras (ENF). Los saldos de la deuda emitida por las ENF crecieron en un 90% a lo largo del período analizado. Los valores de deuda emitidos por el BCH, que aumentaron hasta 2013, se redujeron drásticamente en 2014, representando en este año un 0,05% del total de deuda de la economía húngara.

*Gráfico 95. Valores de deuda por sector emisor residente en Hungría (miles mill. HUF)
(1). 2007-2014*



(1) Saldos vivos al final del cuarto trimestre.

Fuente: Banco Central de Hungría (Central Bank of Hungary Statistics)

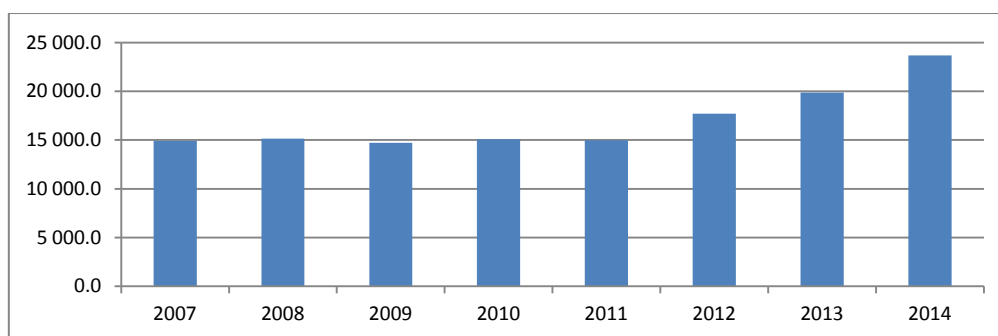
Desde el punto de vista de los inversores, las carteras de las ENF, las IFM y los hogares se componían en su mayor parte de deuda pública, repartiéndose el resto de las inversiones en deuda emitida por los sectores financiero y exterior, según datos del BCH.

La deuda pública húngara, que ya había ido aumentando durante los años previos a la crisis por el elevado déficit público (por ejemplo, -9,4% del PIB en 2006), llegó a situarse en el 81% del PIB en 2011. Aunque los desequilibrios de este país no venían solamente del crecimiento de la deuda de su Gobierno, sino también del elevado nivel de la deuda del sector privado (por ejemplo, 143,7% del PIB en 2013) y de su exposición al riesgo de cambio, al estar dicha deuda, tanto privada como pública, denominada en una gran parte en moneda extranjera, según datos de la Comisión Europea.

Durante la crisis de deuda soberana en la eurozona, la estructura de la deuda del Gobierno central húngaro sufrió un gran cambio. En abril de 2010, cuando aún no había estallado la crisis en Grecia, más del 93% de la deuda pública de Hungría la mantenían los bancos en sus carteras de inversión (47%) y los no residentes (46%).

A lo largo del período de crisis, los bancos han ido reduciendo sus inversiones en deuda pública, debido al proceso de saneamiento y reestructuración al que se ha sometido este sector, ya que estaba muy expuesto al riesgo de crédito de la deuda de su Gobierno, situándose en diciembre de 2014 en el 36% del total de la deuda pública. Sin embargo, la deuda emitida en moneda extranjera ha crecido en 2014 respecto a 2010, del 32% al 35%, la mayor parte de ella (83%) en manos de no residentes, según datos del Banco Central de Hungría. Desde 2012, el crecimiento de los saldos vivos de la deuda pública húngara se aceleró en miles de millones de forints, aunque en relación al PIB bajó del 78,3% del PIB en 2012 al 76,2% en 2014, debido a que el PIB aumentó en mayor proporción.

Gráfico 96. Valores de deuda pública en Hungría (miles millones HUF). 2007-2014



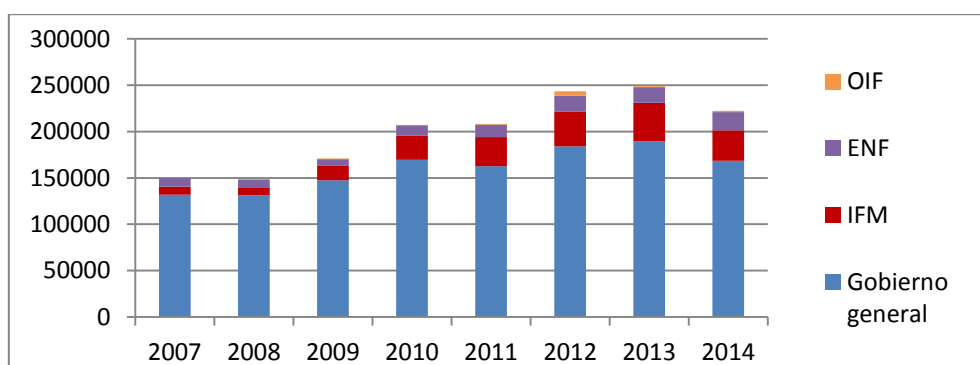
(1) Saldos vivos al final de cada año.

Fuente: Banco Central de Hungría (*Central Bank of Hungary Statistics*)

Valores de deuda en Polonia

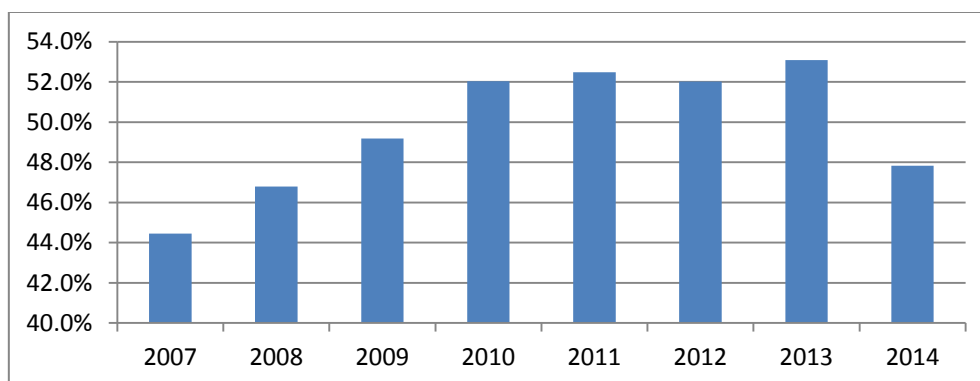
Los saldos vivos de la deuda emitida por el gobierno polaco fueron creciendo a lo largo de los años de crisis, tanto en términos monetarios, salvo en 2011, como en porcentaje del PIB. Asimismo, las ENF y las IFM aumentaron su deuda, sobre todo durante la crisis de deuda soberana de la eurozona. La escasez de liquidez en los mercados interbancarios, durante la crisis ha llevado a que tanto las empresas como los bancos hayan recurrido también a los mercados de capitales para obtener financiación.

Gráfico 97. Valores de deuda por sector emisor en Polonia (millones EUR) (1). 2007-2014



(1) Saldos vivos al final de cada año.
Fuente: BCE (Statistical Data Warehouse)

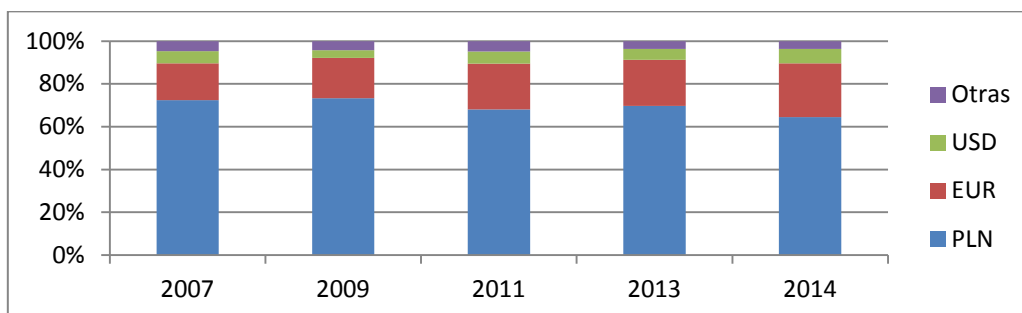
Gráfico 98. Valores de deuda pública en Polonia (% PIB). 2007-2014



Fuente: Banco Central de Polonia (*Narodowy Bank Polishki Statistics*)

El porcentaje de los saldos vivos de la deuda pública polaca denominada en euros ha ido creciendo a lo largo del período de crisis, lo contrario que en zlotys polacos.

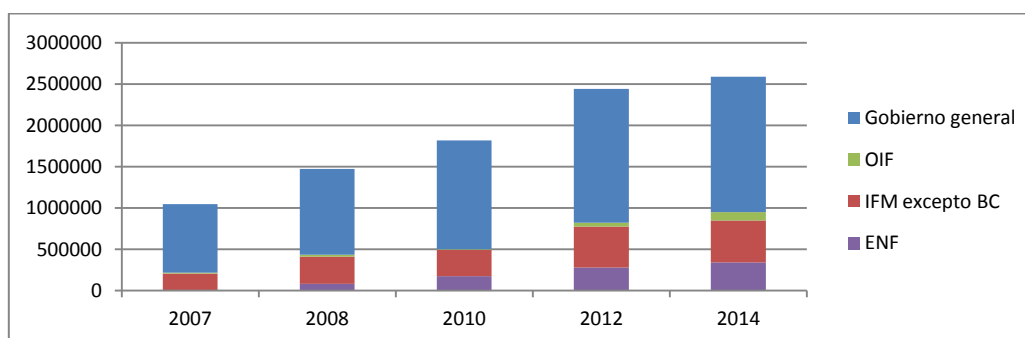
Gráfico 99. Valores de deuda pública en Polonia por monedas (%) (1). 2007-2014



Fuente: Banco Central de Polonia (*Narodowy Bank Polishki Statistics*)

Los saldos vivos de la deuda de las ENF checas, las cuales empezaron a emitirla a partir de 2006 y prácticamente toda a largo plazo, se han multiplicado por cuatro de 2007 a 2014, mientras que los de las IFM se han elevado en un 146% en dicho período. También ha aumentado bastante la emisión de deuda por OIF. La deuda pública ha crecido en un 98% en los últimos siete años, habiendo sido emitida la mayor parte con vencimiento a largo plazo (92% en 2014), según datos del Banco Central de la República Checa.

Gráfico 100. Valores de deuda por sector emisor en la República Checa (millones CZK) (1). 2007-2014

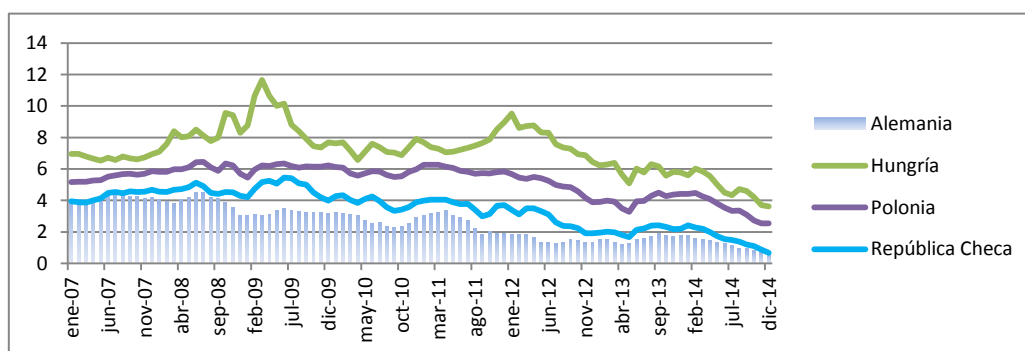


(1) Saldos vivos al final de cada año.

Fuente: Banco Central de la República Checa (*Financial market statistics*)

Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de los países ECE que aún no habían adoptado el euro en el período de análisis, mostraban grandes diferenciales entre ellos mismos y, salvo los de la República Checa, también con los de Alemania. No obstante, los rendimientos de la deuda soberana checa y polaca sí tuvieron un comportamiento tendencial bastante parecido, aunque con pequeñas subidas en 2008, 2009 y 2011. Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de Hungría han sido los más altos de los tres países ECE, resaltando los máximos alcanzados a principios de 2009 y 2012. Esto es debido a que la deuda pública húngara fue bastante superior.

Gráfico 101. Rendimientos de la deuda pública a largo plazo de Hungría, Polonia, República Checa y Alemania (%) (1). 2007-2014



(1) Tipos de interés anuales correspondientes al promedio de cada mes.

Fuente: BCE (Statistics Data Warehouse)

Las correlaciones de los rendimientos de la deuda soberana de Polonia y la República Checa con los de Alemania fueron mayores en el período de crisis que antes de la misma. En cambio, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de Hungría estuvieron menos correlacionados con los de Polonia durante dicha crisis, no mostrando cambios en este período con respecto a los de la República Checa y Alemania.

Tabla 38. *Matriz de correlaciones de los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de Hungría, Polonia, la República Checa y Alemania (1). 2007-2014*

| | <i>Hungría</i> | <i>Polonia</i> | <i>Rep. Checa</i> | <i>Alemania</i> |
|-------------------|----------------|----------------|-------------------|-----------------|
| <i>Hungría</i> | 1 | | | |
| <i>Polonia</i> | 0,80 | 1 | | |
| <i>Rep. Checa</i> | 0,76 | 0,93 | 1 | |
| <i>Alemania</i> | 0,45 | 0,75 | 0,88 | 1 |

(1) Coeficientes de correlación lineal de Pearson.

Fuente: Elaboración propia con datos del BCE (Statistics Data Warehouse)

2.2. Mercados bursátiles de los países intra-eurozona y extra-eurozona

La Bolsa de Viena fue adquiriendo participaciones de las Bolsas de Budapest, Ljubljana y Praga entre 2004 y 2009, creando en este último año el holding CEE Stock Exchange Group (CEESEG). También en 2009 se lanzaron dos índices bursátiles: CEETX-CEESEG Traded Index y CEESEG Composite Index. Ambos índices, que cotizan tanto en dólares estadounidenses como en euros, registran las cotizaciones de las acciones negociadas en las Bolsas de valores de Budapest, Praga, Ljubljana y Viena. Además, el grupo cuenta con diversos índices sectoriales: CEESEG BI (Basic Industries), CEESEG CPS (Consumer Products & Services), CEESEG FIN (Financials) y CEESEG IGS (Industrial Goods & Services) y otros dos más estilizados, el índice CEETX Fundamental y el índice CEESEG Top Dividend.

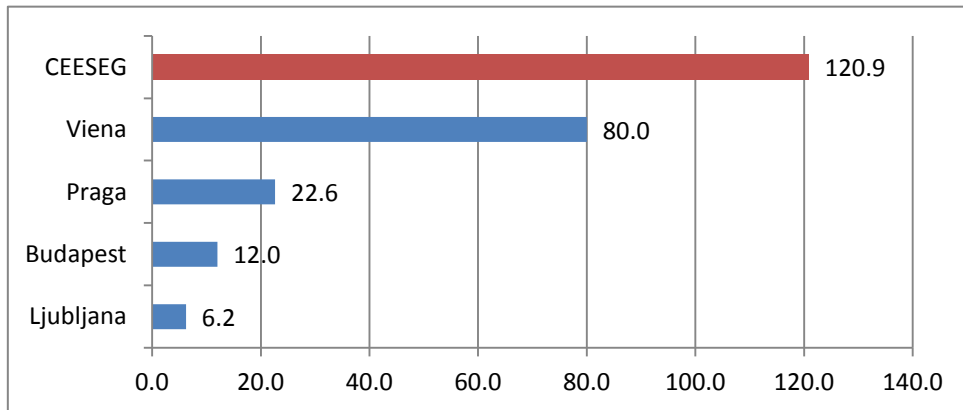
De 2010 a 2013, se fueron incorporando las cuatro Bolsas a la plataforma Xetra, actuando las mismas como miembros de la CEESEG. El objetivo principal de CEESEG es aumentar la liquidez y la proyección internacional de las cuatro Bolsas del holding.

En 2014, los dos índices principales de CEESEG, CEETX-CEESEG Traded Index y CEESEG Composite Index, sufrieron una caída en su rentabilidad porque dos de los sectores más representados por las acciones de las empresas recogidas en ellos, bancos y energía (petróleo y gas), fueron afectados por la crisis geopolítica de Ucrania y Rusia y por los bajos precios del petróleo.

La capitalización de mercado de todo el grupo se redujo en 6.200 millones de euros en 2014, que respecto al año anterior representaba el 4,8% menos. Sin embargo, el volumen de negociación creció por los aumentos en las Bolsas de Ljubljana y Viena, los cuales compensaron las disminuciones de las Bolsas de Budapest y Praga.

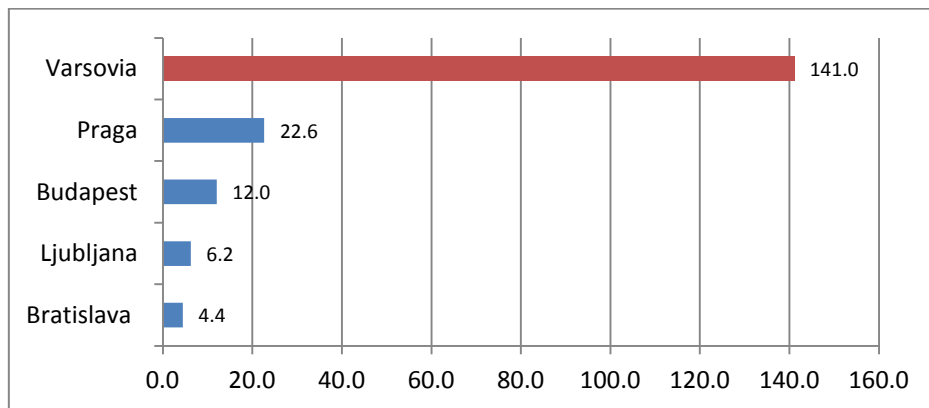
El holding CEESEG tiene menor tamaño, medido por la suma de las capitalizaciones de mercado de sus Bolsas integrantes (Budapest, Ljubljana, Praga y Viena), que la Bolsa de Varsovia. En cambio, la Bolsa de Bratislava, que tampoco pertenece a dicho grupo, es la de menor tamaño de todos los países ECE analizados.

Gráfico 102. Capitalización de mercado (acciones) de las Bolsas de CEESEG (miles de millones EUR). Diciembre 2014



Fuente: FESE (Statistics Database)

Gráfico 103. Capitalización de mercado (acciones) de las Bolsas de los países ECE (miles de millones EUR). Diciembre 2014



Fuente: FESE (Statistics Database)

2.2.1. Mercados bursátiles de los países intra-eurozona

La Bolsa de valores de Eslovaquia

En enero de 2009, la Bolsa eslovaca comenzó a operar en euros tras la adopción de la moneda única por este país. Esto hecho tan relevante para Eslovaquia permite establecer el inicio de una nueva etapa en el desarrollo e integración de sus mercados de valores con la eurozona. Además, hay que tener en cuenta el contexto de crisis económica mundial en el que se produjo dicha integración monetaria.

El desarrollo del mercado de valores eslovaco se ha apoyado fundamentalmente en el crecimiento del mercado de bonos, el cual se ha duplicado en los últimos seis años, mientras que la capitalización del mercado de acciones descendió a partir de 2009. Al mismo tiempo que fue bajando la capitalización de las acciones en el mercado principal, fue subiendo el valor del mercado paralelo, durante la crisis. En este segundo mercado se negocian acciones de sociedades que deben cumplir requisitos menos exigentes que en el primero. El tamaño del mercado libre, donde se negocian fondos de inversión (FI), ha aumentado en los últimos años, pero su crecimiento no ha sido tan acelerado como en el mercado de bonos.

Tabla 39. Capitalización de mercado de acciones y participaciones en fondos de inversión de la Bolsa de Bratislava (millones EUR) (1). 2007-2014.

| | Acciones (mercado oficial) | | | Participaciones en FI (Mercado libre) | Total Acciones y FI |
|------|-------------------------------|---------------------|----------------|--|------------------------|
| | Mercado principal | Mercado paralelo | Total acciones | | |
| 2007 | 2.524,30 | 136,39 | 2.660,69 | 2.083,35 | 4.744,04 |
| 2009 | 1.677,51 | 734,77 | 2.412,28 | 1.137,05 | 3.549,33 |
| 2011 | 1.437,04 | 737,52 | 2.174,56 | 1.473,98 | 3.648,54 |
| 2014 | 1.300,55 | 632,68 | 1.933,23 | 1.963,90 | 3.897,13 |

(1) Los datos son los de cierre del último día hábil del año.

Fuente: Bratislava Stock Exchange (*Annual Report and Monthly Statistics*)

Tabla 40. Capitalización de mercado de bonos en la Bolsa de Bratislava (millones EUR) (1). 2007-2014.

| | Mercado oficial | | Mercado libre | Total Bonos |
|------|-------------------|------------------|---------------|-------------|
| | Mercado principal | Mercado paralelo | | |
| 2007 | 10.831,92 | 1.985,20 | 562,09 | 13.379,22 |
| 2009 | 17.582,75 | 1.941,37 | 720,43 | 20.244,55 |
| 2011 | 26.179,69 | 1.163,44 | 1.058,31 | 28.401,44 |
| 2014 | 33.283,92 | 695,91 | 3.352,26 | 37.332,09 |

(1) Los datos están referidos a 31 de diciembre.

Fuente: Bratislava Stock Exchange (*Annual Report and Monthly Statistics*)

A finales de 2014, los inversores extranjeros mantenían el 48% del total de la deuda pública eslovaca y del total de los inversores residentes, el 66% eran bancos.

Tabla 41. Volumen de negociación en la Bolsa de Bratislava (millones EUR). 2007-2014 poner 2007

| | Acciones y certificados | Bonos | Total | % Cambio anual |
|------|-------------------------|-----------|-----------|----------------|
| 2007 | 21,39 | 10.361,52 | 10.382,91 | -- |
| 2008 | 15,13 | 24.329,86 | 24.344,99 | 134,47 |
| 2009 | 121,75 | 11.672,87 | 11.794,62 | -51,55 |
| 2010 | 230,27 | 6.564,34 | 6.794,61 | -42,39 |
| 2011 | 348,57 | 18.552,70 | 18.901,27 | 178,18 |
| 2012 | 126,39 | 8.333,19 | 8.459,58 | -55,24 |
| 2013 | 79,55 | 8.104,13 | 8.183,68 | -3,26 |
| 2014 | 56,07 | 8.286,19 | 8.342,26 | 1,94 |

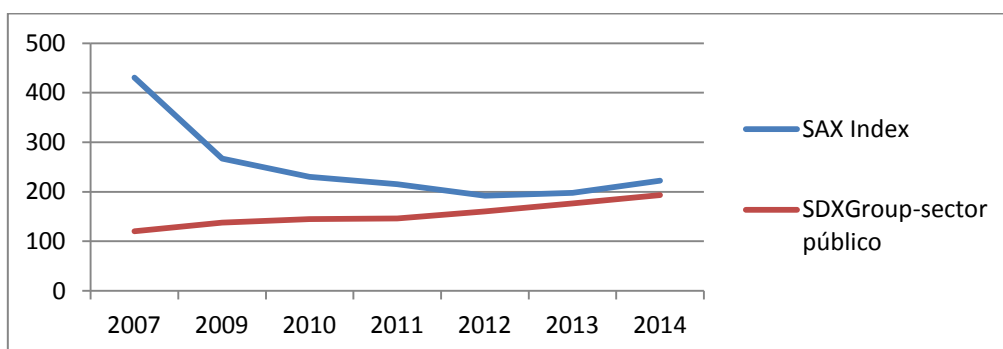
Fuente: Bratislava Stock Exchange (*Annual Report*)

La entrada de Eslovaquia en la eurozona produjo un efecto positivo sobre las cotizaciones de las acciones, aumentando también su volumen de negociación de 2009 a 2011, aunque se redujo el importe total negociado en la Bolsa eslovaca, debido a que la disminución en los bonos superó a la subida en las acciones. No obstante, los bonos

siguieron siendo los instrumentos financieros más contratados en la Bolsa de Bratislava durante esos años. En 2012 y 2013, volvió a descender la liquidez de los mercados de valores, pero esta vez tanto de las acciones como de los bonos. En 2014, casi el 96% del volumen total negociado en la Bolsa eslovaca se correspondía con bonos cotizados en el mercado principal.

La evolución de los índices de la bolsa eslovaca anuales indica la tendencia y sus cambios en los mercados de valores en el período de crisis financiera internacional y europea. El SAX Index, de renta variable, tiende a caer, mientras que el índice SDXGroup-Sector público, de deuda pública, marca una tendencia alcista, mostrando así un comportamiento similar al de los mercados de valores de la eurozona, tras haber subido la aversión al riesgo por parte de los inversores por la crisis. Si bien, a partir de 2013 vuelve a subir la cotización del SAX Index.

Gráfico 104. SAX Index y SDXGroup- sector público. 2007-2014



(1) Cotizaciones al final de cada año.

Fuente: Bratislava Stock Exchange (*Annual Report and Monthly Statistics*)

Actualmente, los objetivos principales de la Bolsa eslovaca están dirigidos hacia la modernización de la infraestructura para la provisión de servicios entre la DCV y la Bolsa, el análisis de la MiFID II y aplicación de las medidas necesarias para adaptar la actividad de la Bolsa a la nueva legislación europea, así como participar activamente en los preparativos de la UE sobre las medidas que apoyen la futura UMC.

La Bolsa de valores de Eslovenia

El 20 de diciembre de 2007, las Bolsas de Belgrado, Macedonia, Zagreb y Ljubljana firmaron un memorándum de asociación con el objeto de cooperar y promocionar sus mercados de valores a nivel regional e internacional.

En mayo de 2008, la Bolsa de Ljubljana fue reformada para ajustarse a una nueva estructura funcional e institucional, configurándose en base a los tipos y calidades de los instrumentos negociados en la misma. Desde entonces, los valores se clasifican en tres categorías: activos de renta variable, bonos y productos estructurados. Dentro de esta última categoría se encuentran los fondos de inversión, warrants y otros productos, como los certificados.

Los sistemas de negociación BTS y de información electrónico SEOnet de la Bolsa eslovena fueron actualizados en 2009, siendo BTS sustituido en 2010 por la plataforma de negociación electrónica internacional Xetra, al comenzar la Bolsa de Ljubljana a operar como miembro del holding CEESEG.

En 2010 se inició una nueva estrategia para reformar institucional y funcionalmente la Bolsa eslovena como respuesta a la crisis, intentando impulsar la confianza de los inversores y con el fin último de restaurar la economía de este país. También en ese año, la *Ljubljanska Borza* lanzó un nuevo sistema regulado de información de todos los emisores (*INFO HRAMBA*). En 2012, comenzaron a negociarse en la Bolsa eslovena letras del tesoro y valores de deuda a corto plazo privada o papel comercial emitido por las empresas para obtener financiación no bancaria directamente de los inversores.

Actualmente, el mercado bursátil de acciones comprende tres segmentos: principal, estándar y de entrada. En el mercado estándar (*Standard Market*), las empresas cumplen con los requisitos mínimos legales y tienen una liquidez intermedia, por lo que no están acreditadas con los criterios de calidad estrictos del *Prime Market*. En el mercado de entrada (*Entry Market*) se encuentran las empresas que cotizan por primera vez o que proceden del anterior mercado semioficial y no cumplen con los requisitos para cotizar en los otros dos segmentos del mercado. Además, en la Bolsa eslovena se negocian valores a corto plazo, como las letras del tesoro y papel comercial.

Tabla 42. Estructura y Tamaño del mercado bursátil esloveno (1). 2007-2014

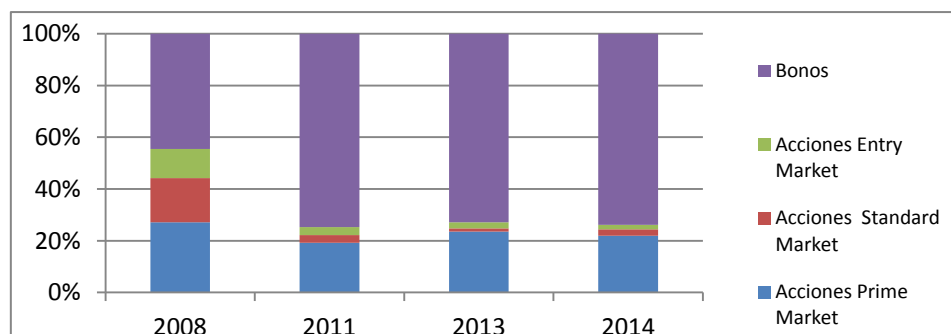
| | | Nº emisores | Nº valores | Capitalización de mercado (millones EUR) |
|------|----------------------------|----------------|---------------|--|
| 2007 | Mercado Oficial | 38 | 97 | 21.957,88 |
| | Acciones Prime Market | 8 | 8 | 12.312,43 |
| | Otras acciones | 17 | 17 | 4.569,26 |
| | Bonos | 11 | 69 | 4.914,66 |
| | Open-end Funds | 2 | 3 | 161,53 |
| | Mercado semioficial | 81 | 91 | 4.899,95 |
| | Acciones | 62 | 64 | 2.858,43 |
| | Bonos | 12 | 20 | 1.019,94 |
| | Close-end Funds | 7 | 7 | 1.021,57 |
| | Total acciones, bonos y FI | 119 | 188 | 26.857,83 |
| 2014 | Acciones | 51 | 52 | 6.214,00 |
| | - Prime Market | 9 | 9 | 5.217,00 |
| | -Standard market | 13 | 13 | 581,00 |
| | -Entry Market | 29 | 30 | 416,00 |
| | Bonos | 19 | 45 | 17.520,00 |
| | Total acciones y bonos | 70 | 97 | 23.734,00 |

(1) Los datos están referidos al 31 de diciembre.

Fuente: Bolsa de Ljubljana (Ljubljana Stock Exchange Statistics)

Desde 2007 hasta 2013 la capitalización del mercado bursátil esloveno cayó en casi el 26%. No obstante, si se realiza el análisis por tipos de instrumentos y mercados financieros, se observa que, desde que comenzó la crisis, el mercado de acciones se fue reduciendo al mismo tiempo que el mercado de bonos iba incrementando. Sin embargo, también se observa una tendencia creciente en la renta variable desde 2012 en el segmento principal y en 2014 en el mercado estándar, aunque aún se encontraba muy por debajo del que tenía al inicio de la crisis. El crecimiento de la capitalización del mercado bursátil en 2014 se debió al ascenso de los precios de las acciones y a los aumentos de capital de las empresas cotizadas en el mismo.

Gráfico 105. Capitalización bursátil por tipos de activos y mercados desde la reforma de la Bolsa de Ljubljana (1) 2008-2014

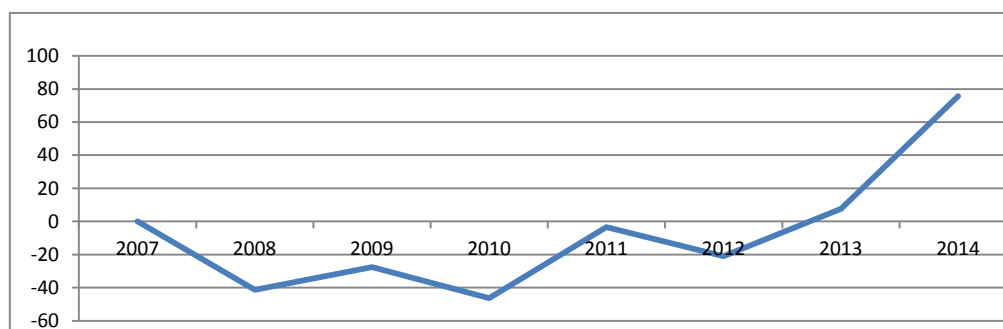


(1) las proporciones se han calculado en base a datos referidos a 31 de diciembre de cada año.

Fuente: Elaboración propia con datos de la Bolsa de la Ljubljana (Ljubljana Stock Exchange Statistics)

Tras los derrumbes del volumen negociado en la Bolsa de Ljubljana durante la crisis, de 2007 a 2010 y en 2012, se observa un cambio de tendencia desde 2013. En 2014, la liquidez del mercado bursátil esloveno, medido por el volumen negociado, aumentó en un 75% respecto al año anterior, según datos de la Bolsa eslovena.

Gráfico 106. Crecimiento del volumen negociado en la Bolsa de Valores (acciones y bonos) de Eslovenia (%). 2007-2014

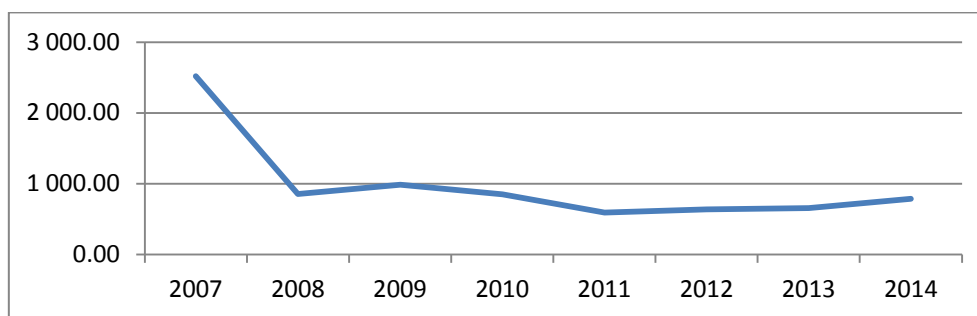


(1) Porcentaje de cambio anual a partir de datos referidos al 31 de diciembre de cada año.

Fuente: Elaboración propia con datos de la Bolsa de Ljubljana (Ljubljana Stock Exchange Statistics)

El SBI TOP-Slovene Blue-chip Index, que fue introducido en la Bolsa de valores de Eslovenia el 31 de marzo de 2006 con una base de 1000 puntos, se convirtió en 2010 en el índice de referencia de la Bolsa de Ljubljana, tras sustituir al LJSE Composite, que era el nuevo nombre que se dio al anterior SBI 20. El SBI TOP es un índice de precios ponderado por la capitalización *free-float* de las acciones recogidas en el mismo. El índice SBI TOP, además de ser en la actualidad el *benchmark* de la Bolsa de Ljubljana, sirve como subyacente en los instrumentos derivados y productos estructurados, confeccionados a medida para las empresas eslovenas. Tras las caídas de 2008 y 2011, el índice bursátil esloveno no ha logrado recuperar sus niveles de antes de la crisis.

Gráfico 107. Evolución del SBI TOP-Slovene Blue-chip Index (1). 2007-2014



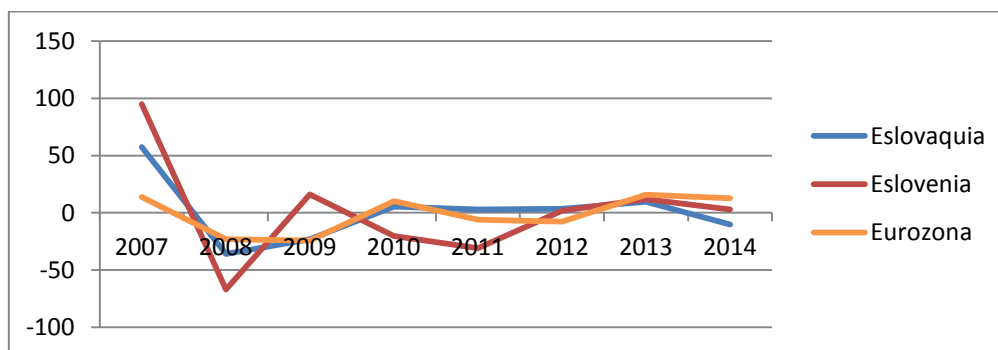
(1) Cotizaciones al final de cada año.

Fuente: FESE (Federation of European Securities Exchanges, Statistics)

La crisis financiera global ha afectado a la rentabilidad de las Bolsas de Bratislava y Ljubljana, medida ésta por la variación interanual del índice para cada país del *S&P Global Equity Indices*, cayendo en 2008 en ambos países, mientras que la crisis de deuda soberana europea afectó más a la Bolsa eslovena, en 2010 y 2011. No obstante, se observa una nueva caída de ambas en 2014.

Comprando las rentabilidades, medidas a través de las variaciones porcentuales de los índices anuales de las Bolsas de estos dos países con el conjunto de la eurozona, representado éste por el índice DJ Euro Stoxx-50, los tres siguieron la misma tendencia, pero con mínimos y máximos más acusados en la Bolsa eslovena.

Gráfico 108. Rentabilidad de las Bolsas de valores de Eslovaquia y Eslovenia (%) (1).
2007-2014



(1) Rentabilidades anuales del índice S&P Global Equity Indices para las Bolsas de Eslovaquia y Eslovenia y DJ Euro Stoxx-50 para las acciones de las 50 empresas más capitalizadas y líquidas de las Bolsas de la eurozona.

Fuente: Banco Mundial (World Development Indicators)

Las correlaciones¹⁴¹ entre las rentabilidades de los índices de las Bolsas de estos dos países han sido mayores durante la crisis que antes de la misma, pero ninguna de ellas mostró una correlación estadísticamente significativa con el índice bursátil representativo de la eurozona, el DJ Euro Stoxx 50.

Tabla 43. Correlaciones de las rentabilidades de las Bolsas de Eslovaquia, Eslovenia y la Eurozona (1). 2004-2007

| | <i>Eslovaquia</i> | <i>Eslovenia</i> | <i>Eurozona</i> |
|-------------------|-------------------|------------------|-----------------|
| <i>Eslovaquia</i> | 1 | | |
| <i>Eslovenia</i> | 0,81 | 1 | |
| <i>Eurozona</i> | 0,69 | 0,49 | 1 |

(1) Coeficientes de correlación lineal de Pearson de las rentabilidades anuales del índice S&P Global Equity Indices para las Bolsas de Eslovaquia y Eslovenia y el DJ Euro Stoxx-50.

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Mundial (*World Development Indicators*)

¹⁴¹ Hay que tener en cuenta que ésta no es una medida perfecta de la integración bursátil, como se señaló en el capítulo II de esta tesis.

2.2.2. Mercados bursátiles de los países extra-eurozona

La Bolsa de valores de Budapest

En 2010, la Bolsa de Viena ya poseía más del 50% de participaciones de la Bolsa de Budapest, pasando ésta a formar parte del holding CEESEG, aunque hasta 2013 no se implantó en Hungría el nuevo sistema de negociación electrónico Xetra.

En noviembre de 2011 comenzó a operar el mercado alternativo BETa, cuyo cometido es la negociación de acciones de empresas extranjeras, fundamentalmente europeas, con las mismas condiciones que las acciones del mercado oficial. KELLER es la entidad encargada de la compensación y liquidación de las operaciones de este mercado, actuando de contrapartida y garantizando la realización de las transacciones.

Actualmente, la estructura de los mercados de valores húngaros se configura alrededor de varios segmentos, según los tipos de valores negociados en los mismos: acciones, participaciones de FI, certificados, productos estructurados, valores de renta fija y derivados.

En Hungría se puede invertir en valores extranjeros a través del mercado BETa, en el cual la negociación se realiza en moneda nacional (HUF), por lo que la misma no conlleva costes de cambio de moneda. La liquidez de BETa está garantizada por los creadores de mercado oficiales (*market makers*). La compensación y liquidación de las negociaciones realizadas a través de este mercado se llevan a cabo por KELER Ltd. Y KELER CCP Ltd., entidades que garantizan las transacciones, actuando de contrapartida.

Desde 2007, las acciones fueron perdiendo peso de forma continua en el mercado bursátil húngaro, mientras que los bonos, que también se redujeron durante la crisis europea de deuda soberana, al final de la misma se recuperaron. En 2014, el valor de mercado de los certificados ha aumentado de forma espectacular.

Tabla 44 . Capitalización de mercado bursátil de Budapest por tipos de valores
(miles de millones EUR) (1). 2007-2014

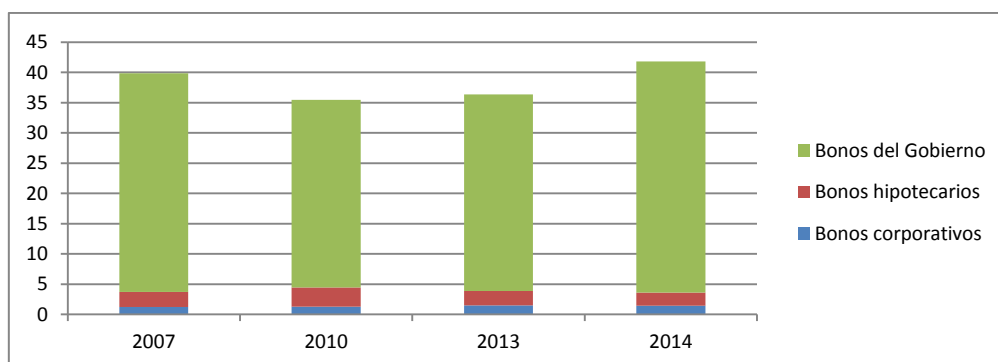
| | Acciones | OICVM | Certificados | Bonos | Letras del tesoro | Total |
|------|----------|-------|--------------|-------|-------------------|-------|
| 2007 | 32,52 | 1,50 | 0,61 | 39,83 | 6,11 | 80,58 |
| 2010 | 20,88 | 1,03 | 4,07 | 35,46 | 4,94 | 66,4 |
| 2013 | 14,36 | 1,61 | 0,32 | 36,35 | 7,08 | 59,71 |
| 2014 | 12,01 | 2,65 | 437,09 | 41,81 | 5,47 | 62,38 |

(1) Los datos están referidos al último día hábil de diciembre.

Fuente: Budapest Stock Exchange (Annual Statistics)

En 2014, del total de la capitalización de los bonos, algo más del 91% correspondía a los bonos públicos, el 5% a los bonos hipotecarios y casi el 4% a los bonos corporativos. El valor de mercado de los bonos públicos creció en el período analizado, salvo en la fase inicial de la crisis.

Gráfico 109. Capitalización de mercado de los bonos en la Bolsa de Budapest (miles de millones EUR). 2007-2014



(1) Los datos están referidos al último día hábil de diciembre.

Fuente: Budapest Stock Exchange (Annual Statistics)

En 2014, el valor de negociación de las acciones representó casi el 97 % del total negociado.

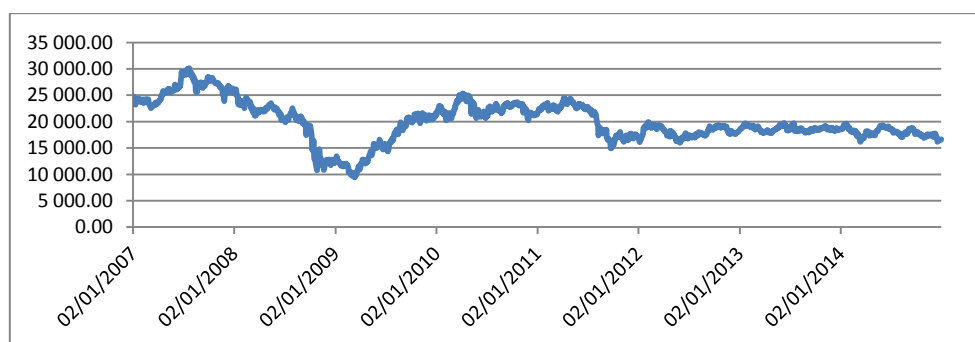
Tabla 45 . *Importe negociado en el mercado oficial de liquidación inmediata (cash markets) de la Bolsa de Budapest (millones EUR). 2007-2014*

| | Acciones | Participaciones FI | Certificados y otros | Bonos | Letras del tesoro | Total |
|------|----------|--------------------|----------------------|-------|-------------------|----------|
| 2007 | 34.573,6 | 74,8 | 0,5 | 843,4 | 58,1 | 35.550,4 |
| 2010 | 20.001,8 | 37,7 | 205,6 | 750,7 | 83,8 | 21.079,6 |
| 2013 | 7.863,65 | 24,51 | 202,39 | 1,31 | 13,84 | 8.105,69 |
| 2014 | 6.066,17 | 26,46 | 175,41 | 2,53 | 3,5 | 6.274,07 |

Fuente: Budapest Stock Exchange (*Annual Report and Monthly Statistics*)

A partir de 2007, se invirtió la tendencia creciente del BUX Index de años anteriores, destacando las caídas de 2009 y 2012, coincidiendo con los momentos más críticos de la crisis económica mundial y la crisis de deuda soberana en la eurozona.

Gráfico 110. *Evolución del BUX Index (1). 2007-2014*

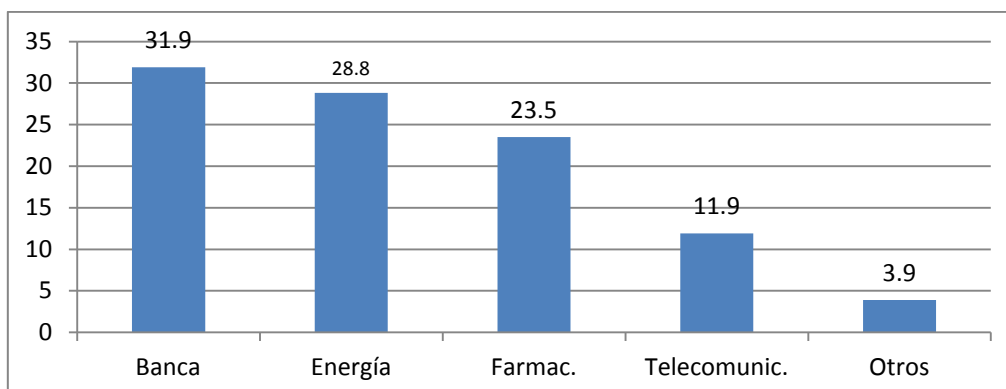


(1) Valores de cierre diarios.

Fuente: Bolsa de Budapest (*Budapest Stock Exchange Statistics*)

El sector bancario tiene un peso bastante significativo en la cesta del BUX Index, representado a finales de 2014 casi del 32% del total. Otros sectores con representatividad importante en el BUX Index son, por este orden: energía (petróleo y gas), sector farmacéutico y telecomunicaciones (gráfico).

Gráfico III. Peso sectorial (%) en el BUX Index. 2014



Fuente: Bolsa de Budapest (Budapest Stock Exchange Statistics)

El volumen negociado en los mercados de futuros financieros, los cuales tuvieron un gran desarrollo en los años previos a la crisis y desde la adhesión de Hungría a la UE, cayó en un 70% de 2007 a 2014.

Tabla 46. Volumen negociado en los mercados de derivados financieros de Hungría (millones EUR). 2007-2014

| | Futuros sobre acciones | Futuros sobre índices | Futuros sobre divisas | Futuros sobre tipos de interés | Total |
|------|------------------------|-----------------------|-----------------------|--------------------------------|-----------|
| 2007 | 9.299,46 | 4.183,15 | 12.984,68 | 4,52 | 26.471,80 |
| 2010 | 4.499,54 | 2.997,96 | 6.732,20 | 0 | 14.229,71 |
| 2013 | 2.021,35 | 257,16 | 6.145,19 | 0 | 8.423,70 |
| 2014 | 1.523,07 | 191,13 | 6.136,11 | 0 | 7.850,31 |

Fuente: Budapest Stock Exchange (*Annual Report and Monthly Statistics*)

La Bolsa de valores de Varsovia

Actualmente, los mercados de valores en la Bolsa de Polonia se clasifican en tres categorías: principal o *main market*, mercado alternativo NewConnet y mercados extrabursátiles. Las acciones de empresas que cumplen las normas de máxima calidad internacionales y los propios requisitos impuestos por la Bolsa polaca se negocian en el mercado principal y las de empresas que quieran obtener financiación para sus proyectos innovadores en el segmento NewConnet. La contratación de valores de deuda - corporativa, municipal e hipotecaria - se realiza a través de la plataforma Catalyst, que fue lanzada en septiembre de 2009.

Existe la posibilidad de contratar una gran variedad de productos en los mercados de valores polacos: acciones, productos estructurados, instrumentos derivados y bonos.

Cuadro 7. Instrumentos negociados en los mercados de valores de Polonia

- Acciones, warrants, certificados de inversión, ETFs (fondos cotizados), certificados de asignación o PDA en sus siglas en polaco (*Prawa Do Akcji*).
- Productos estructurados sobre: certificados, bonos y warrants.
- Instrumentos derivados: futuros y opciones.
- Bonos: corporativos, del Tesoro, municipales e hipotecarios.

Bolsa de Varsovia

En abril de 2013, la Bolsa polaca introdujo el nuevo sistema de contratación UTP (*Universal Trading Platform*), en línea con los sistemas de negociación bursátil más avanzados del mundo.

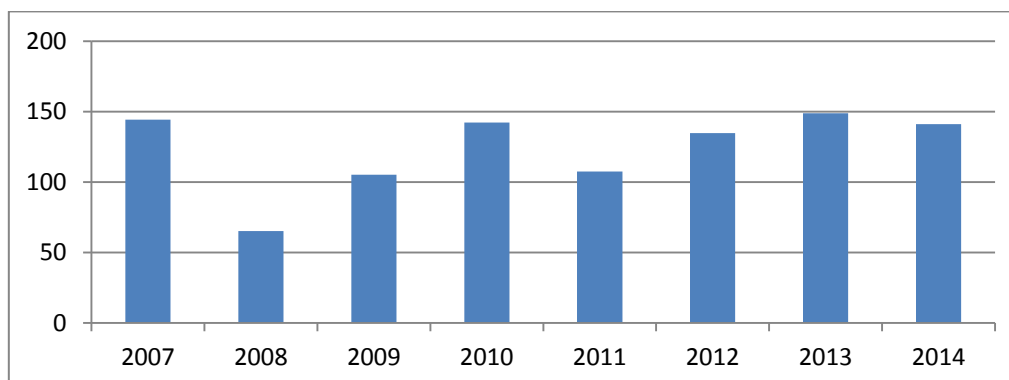
En 2014, la Bolsa de Varsovia era una de las más dinámicas de Europa con 471 empresas cotizadas en el mercado principal, de las cuales 51 eran extranjeras, según

datos de la Bolsa de Varsovia. A finales de 2007, el número de empresas cuyas acciones cotizaban en la Bolsa polaca eran 328 nacionales y 23 extranjeras.

El volumen de contratación en el mercado de derivados de Polonia ha tenido un gran crecimiento en los últimos años, convirtiéndose en el más grande y desarrollado de los países del Este y Centro de Europa.

La capitalización de la Bolsa de valores de Varsovia, la cual había tenido un gran crecimiento desde su adhesión a la UE, se redujo en más de un 50% en 2008, siguiendo el comportamiento del resto de las bolsas mundiales y europeas, y en 2011 en un 25%, según datos de FESE¹⁴². No obstante, el tamaño del mercado bursátil polaco se fue recuperando a partir de 2012, aunque en 2014 sufrió un retroceso debido a los problemas geopolíticos de su entorno.

Gráfico 112. Capitalización de mercado (acciones) de la Bolsa de Varsovia (miles mill. EUR) (1). 2007-2014



(1) Datos a 31 de diciembre.

Fuente: FESE (*Statistics Database*)

¹⁴² La metodología utilizada por FESE para el cálculo de la capitalización de mercado de las acciones que cotizan en las Bolsas de los países ECE no coincide con la utilizada en las estadísticas de las propias Bolsas. En FESE no se consideran las acciones de empresas extranjeras que no cotizan exclusivamente en una determinada Bolsa de valores, mientras que en los datos de las Bolsas de estos países sí están incluidas.

El valor de mercado de las acciones extranjeras, que en 2004 representaba un 26,5% del total de las acciones, en 2007 pasó a representar casi el 53% y, aunque volvió a bajar de 2007 a 2013, en los últimos años ha vuelto a aumentar hasta situarse en el porcentaje inicial. En cambio, la capitalización de los bonos extranjeros ha ido perdiendo peso continuamente, al mismo tiempo que lo iba ganando la de los bonos nacionales a lo largo del período analizado, según datos de la Bolsa de Varsovia.

Tabla 47 . *Capitalización de mercado (acciones y bonos) de la Bolsa de Varsovia (miles de millones EUR) (1). 2007-2014*

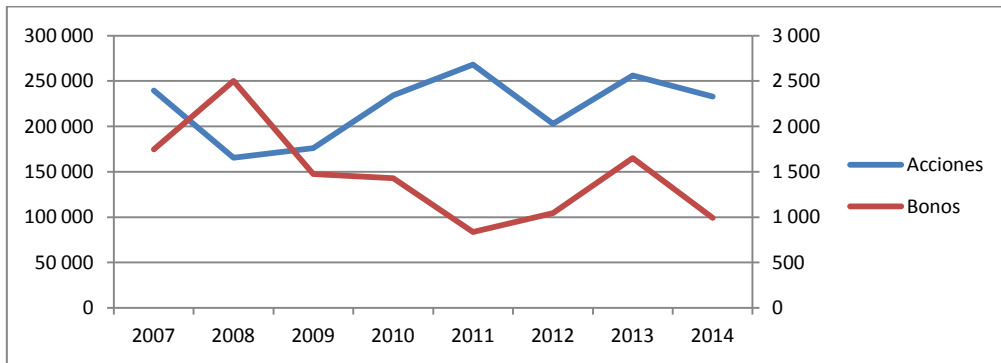
| | | 2007 | 2010 | 2013 | 2014 |
|---|--|--------|--------|--------|--------|
| Acciones Mercados principal y paralelo | Empresas nacionales | 141.24 | 137.03 | 143.00 | 137.16 |
| | Empresas extranjeras | 158.00 | 64.10 | 59.59 | 153.55 |
| | Total | 299.24 | 201.13 | 202.60 | 290.71 |
| | % Cambio respecto al período anterior | -- | -32.79 | 0.73 | 43.49 |
| Bonos | Nacionales | 96.73 | 122.85 | 142.23 | 123.43 |
| | Extranjeros | 0.20 | 0.15 | 0.02 | 0.02 |
| | Total | 96.93 | 123.00 | 142.26 | 123.45 |
| | % Cambio respecto al período anterior | -- | 26.90 | 0.94 | -13.22 |

(1) Los datos de capitalización en el último día hábil de diciembre de cada año. Para convertir a euros los datos en zlotys polacos se ha aplicado el tipo de cambio EUR/PLN al final de cada año.

Fuente: Elaboración propia con datos de la Bolsa de Varsovia (Annual Report and Monthly Statistics)

El volumen negociado de los bonos ha bajado durante todo el período, pero si el mismo se analiza anualmente se comprueba que aumentó puntualmente en los años 2008, 2009 y 2012, respecto al año inmediato anterior. El crecimiento de la negociación de bonos se apoyó sobre todo en el crecimiento de la contratación de deuda emitida por el Gobierno polaco.

Gráfico 113. Volumen negociado (acciones y bonos) de la Bolsa de Varsovia (millones PLN) (1). 2007-2014

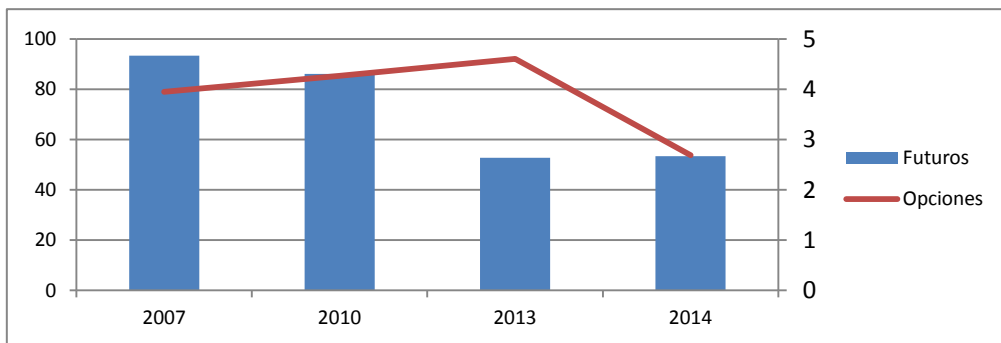


(1) El valor negociado de las acciones se representa en el eje izquierdo y de los bonos en el eje derecho.

Fuente: Bolsa de Varsovia (*Warsaw Stock Exchange, Statistics*)

Tras el *boom* de los mercados de futuros financieros a partir de la adhesión de Polonia a la UE, el total del volumen contratado en los mismos se fue reduciendo a lo largo del período de crisis. Las opciones, aunque representaban una proporción muy poco significativa sobre el total negociado en estos mercados, siguieron hasta 2013 la tendencia creciente ya iniciada antes de la crisis, aunque en 2014 se redujeron.

Gráfico 114. Volumen negociado (miles de millones EUR) en los mercados de derivados de la Bolsa de Varsovia (1). 2007-2014

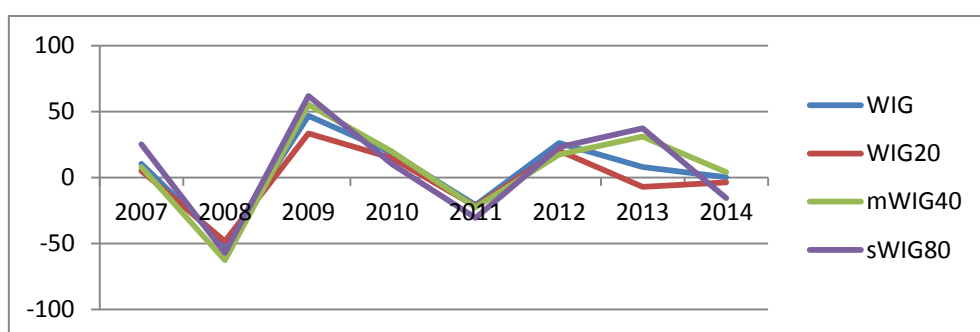


(1) Para convertir a euros los datos en zlotys polacos se ha aplicado el tipo de cambio EUR/PLN al final de cada año. En el eje izquierdo los futuros y en el eje derecho las opciones.

Fuente: Elaboración propia con datos de la Bolsa de Varsovia (*Annual Report and Monthly Statistics*)

Las rentabilidades de los cuatro índices principales de la Bolsa de Varsovia han tenido un comportamiento muy parecido, aunque se observan máximos más altos en el sWIG80 y el mWIG40, por ese orden. Las mayores pérdidas se produjeron en los años con mayores tensiones en los mercados, derivadas de la crisis financiera internacional en 2008 y la crisis deuda soberana en 2011. En 2013, las rentabilidades de los índices WIG y WIG20 se redujeron y las de los índices de las acciones de las PYME (sWIG80 y mWIG40) subieron, mientras que en 2014 cayeron todos los índices, excepto el WIG20.

Gráfico 115. Rentabilidades anuales (%) de los principales índices de la Bolsa de Varsovia (1). 2007-2014

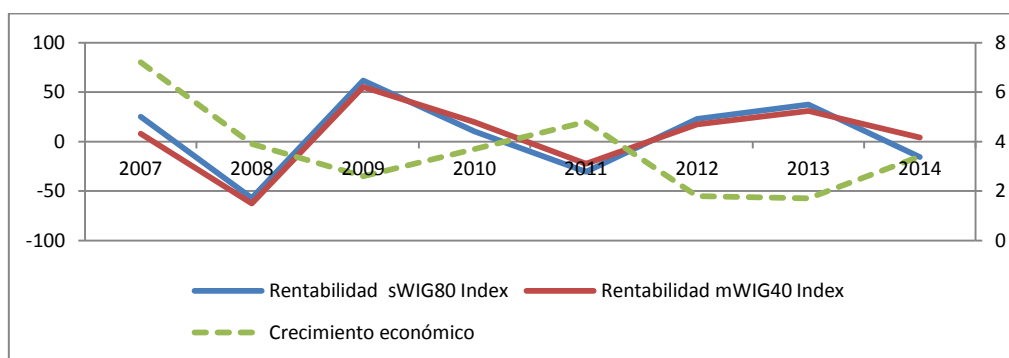


(1) Rentabilidades medias anuales de los valores de los índices al final de cada año.
Fuente: Bolsa de Varsovia (Annual Report and Monthly Statistics)

Las rentabilidades negativas de los índices mWIG40 y sWIG80 en los años de crisis financiera de 2008 y 2011 pueden estar señalizando las expectativas de los inversores, anticipando las crisis económicas posteriores de 2009 y 2012-2013 (gráfico).

Por otra parte, estos dos índices representan el valor de mercado de las acciones de las pequeñas (sWIG80 Index) y medianas (mWIG40 Index) empresas, que son las que han sentido de forma más acusada la crisis. El pico más alto alcanzado por el sWIG80 Index, en 2006, puede estar reflejando la existencia de una burbuja bursátil, que suele ser típica en los períodos previos a una crisis financiera. El comportamiento del WIG20, que comprende los precios de mercado de las acciones de las veinte empresas más grandes y líquidas de Polonia, podría estar más correlacionado con las bolsas internacionales.

Gráfico 116. Rentabilidades anuales (%) de los índices sWIG80 y mWIG40 de la Bolsa de Varsovia y crecimiento del PIB real de Polonia (%) (1). 2007-2014



(1) Las rentabilidades medias anuales de los valores de los índices al final de cada año se representan en el eje izquierdo y el crecimiento del PIB real en el eje derecho.

Fuente: Bolsa de Varsovia (*Annual Report and Monthly Statistics*) y Comisión Europea (*Eurostat*)

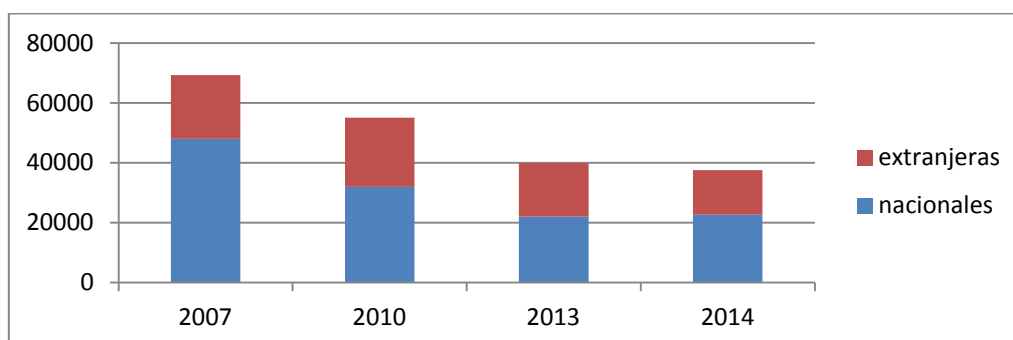
La Bolsa de valores de Praga

En la actualidad, los mercados de valores checos se clasifican en tres tipos de mercado, uno oficial y dos basados en un SNM, el mercado libre y el *start market*. A su vez, el mercado oficial o regulado se divide en cuatro clases en función de los valores negociados en el mismo: mercados de acciones, que comprende dos segmentos, principal o *prime market* y estándar; mercado de valores de deuda, clasificados según los sectores de los emisores, público, corporativo y financiero; productos estructurados (certificados, ETF y warrants); y valores de inversión colectiva (ETF, fondos de inversión colectiva y fondos de inversores cualificados).

Tanto en el mercado libre como en el *start market* se negocian acciones y valores de deuda y, además, en el primero productos estructurados. El *start market* es un segmento de mercado para pequeñas y medianas empresas innovadoras y dinámicas con necesidades de capital.

La capitalización de mercado de las acciones extranjeras que cotizaban en la Bolsa de valores checa, que representaba el 31% en 2007, pasó al 40% en 2014. Si bien, la capitalización en millones de euros cayó por la crisis.

Gráfico 117. Capitalización de mercado de acciones nacionales y extranjeras en la Bolsa de Praga (millones EUR) (1). 2007-2014



(1) Los datos están referidos a 31 de diciembre.

Fuente: Bolsa de Praga (*Prague Stock Exchange Statistics*)

La liquidez de la Bolsa checa, medida por el valor negociado de las acciones y bonos, aumentó en un 98 % de 2007 a 2010, mientras que a partir de 2010 se redujo continuamente, cayendo en un 81% hasta 2013 (tabla).

Tabla 48 . Volumen negociado en acciones, participaciones de fondos de inversión y bonos en la Bolsa de Praga (millones EUR). 2007-2014

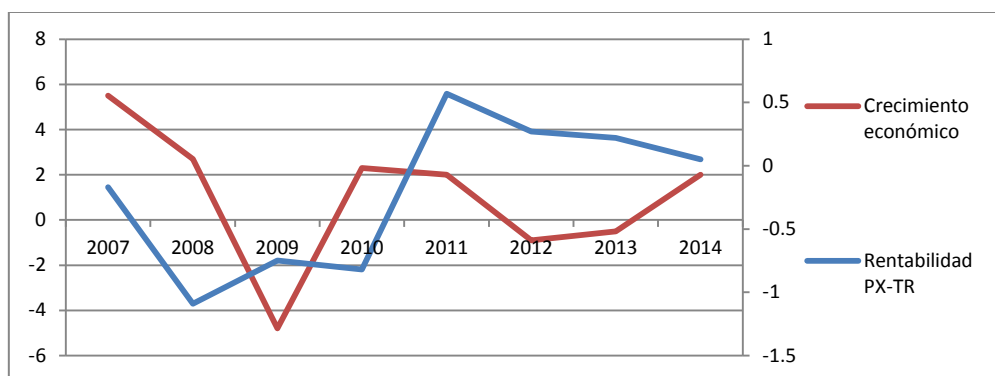
| | Acciones y participaciones FI | Bonos | Total | % Cambio sobre período anterior |
|------|-------------------------------|---------|--------|---------------------------------|
| 2007 | 36528.2 | 18387.8 | 54916 | -- |
| 2010 | 15391.1 | 20938.9 | 36330 | 97,6 |
| 2013 | 6735.2 | 74.2 | 6809.4 | -81,3 |
| 2014 | 5575.7 | 298.4 | 5874.1 | -13,7 |

Fuente: Bolsa de Praga (*Prague Stock Exchange Statistics*) y cálculos propios

La rentabilidad de las acciones más capitalizadas y líquidas de la Bolsa checa ha seguido la misma tendencia que el resto de Bolsas europeas y mundiales, con caídas en los mayores momentos de tensión de los mercados financieros derivados de la crisis

(gráfico). No obstante, la caída de la Bolsa checa en los años de crisis financiera y económica internacional, que la afectó más que la crisis de deuda soberana de la eurozona, no fue tan acusada como la contracción de su crecimiento económico.

Gráfico 118. Evolución del PX-TR de la Bolsa de Praga y crecimiento del PIB real (%) de la República Checa (1). 2007-2014

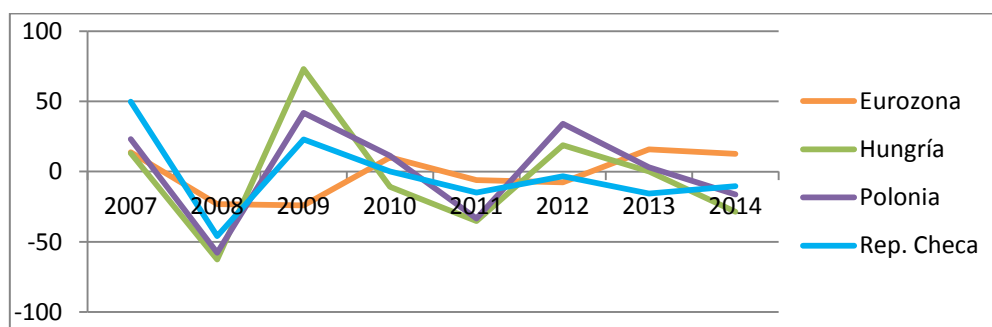


(1) Las rentabilidades anuales de los valores del índice bursátil al final de cada año se representan en el eje izquierdo y el crecimiento del PIB real en el eje derecho.

Fuente: Bolsa de Praga (*Prague Stock Exchange Statistics*)

Comprando las Bolsas de valores de los tres países ECE no integrados en la eurozona (gráfico), se observa que la húngara y la polaca fueron las que mayores pérdidas registraron en 2008, siendo también la primera la más rentable en 2009. La Bolsa checa tuvo menos ganancias, pero también menos pérdidas en los años de mayores turbulencias en los mercados financieros internacionales y de la eurozona, 2008 y 2011, respectivamente.

Gráfico 119. Rentabilidades de los mercados bursátiles de la Eurozona, Hungría, Polonia y la República Checa (%). 2007-2014



(1) Rentabilidades anuales del *S&P Global Equity Indices* para las Bolsas de Hungría, Polonia y la República Checa y el DJ Euro Stoxx-50 para las principales Bolsas de la eurozona.

Fuente: Banco Mundial (*World Development Indicators*)

En el período de crisis, las rentabilidades de las bolsas húngara y polaca mostraron una elevada correlación estadística (tabla 49) entre ellas, mientras que la Bolsa checa, que estaba muy correlacionada con la húngara en años anteriores (coeficiente de correlación de Pearson igual a 0,93 de 2004 a 2007), dicha correlación se redujo de 2007 a 2014, aunque siguió siendo significativa al estar ambas integradas en el holding CEESEG. Las rentabilidades de las Bolsas polaca y checa mostraron bastante correlación, mientras que ninguna de las dos anteriores estaba correlacionada con el DJ Euro Stoxx 50, índice representativo de las acciones más líquidas y capitalizas de las principales Bolsas de la eurozona, como sí lo estuvieron en los años previos a la crisis.

Tabla 49. Correlaciones de las rentabilidades de las Bolsas de Hungría, Polonia, la República Checa y la Eurozona, (1). 2007-2014

| | Hungría | Polonia | Rep. Checa | Eurozona |
|------------|-------------|-------------|------------|----------|
| Hungría | 1 | | | |
| Polonia | 0,92 | 1 | | |
| Rep. Checa | 0,72 | 0,77 | 1 | |
| Eurozona | -0,12 | 0,14 | 0,28 | 1 |

(1) Coeficientes de correlación lineal de Pearson de las rentabilidades anuales del *S&P Global Equity Indices* para las Bolsas de cada país y del DJ Euro Stoxx-50.

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Mundial (*World Development Indicators*)

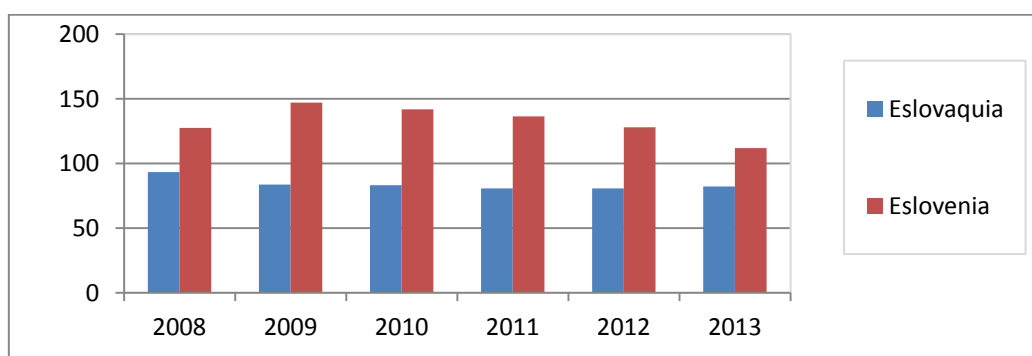
3. La crisis en el sector bancario

3.1. Sector bancario de los países intra-eurozona

Desarrollo del sector bancario de Eslovaquia y Eslovenia

Los activos de las entidades de crédito, como porcentaje del PIB, de Eslovenia llegaron a ser casi el doble que los de Eslovaquia, lo que confirma el mayor grado de desarrollo alcanzado por el sector bancario esloveno en los años previos a la crisis (Gráfico). Sin embargo, los activos bancarios en Eslovenia se han ido reduciendo respecto al PIB durante el período de crisis de deuda soberana de la eurozona, debido a la caída en los préstamos de los bancos de dicho país.

Gráfico 120. Activos bancarios (% PIB) en los países ECE. 2008-2013



Fuente: European Banking Authority. Aggregate Statistical Data.

Los bancos extranjeros, en su mayor parte de la UE, impulsaron la modernización y la eficiencia de los bancos de los países ECE. No obstante, a lo largo del período de crisis, la proporción de activos extranjeros sobre el total de activos bancarios en Eslovaquia se fue reduciendo, aunque seguía siendo bastante significativa. En Eslovenia también se redujeron los activos de bancos extranjeros, pero aún fue mayor la caída en los activos de bancos nacionales.

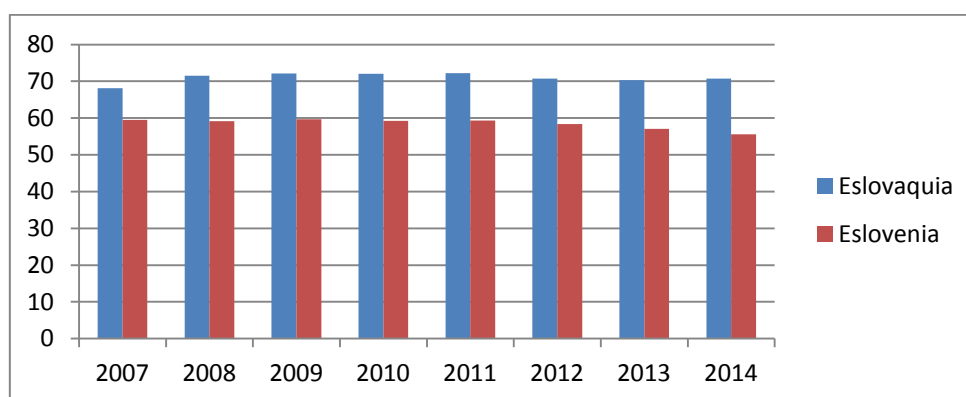
Tabla 50. Activos de bancos extranjeros sobre el total de activos bancarios de Eslovaquia y Eslovenia (%). 2008-2013

| | 2008 | 2010 | 2013 |
|------------|------|------|------|
| Eslovaquia | 96,2 | 93,4 | 88,1 |
| Eslovenia | 28,4 | 26,5 | 31,3 |

Fuente: Elaboración propia con datos del BCE (*Consolidated Banking Data Statistics*).

Para medir si la competencia bancaria de estos países ha cambiado con la crisis, se puede analizar el grado de concentración de su sector bancario. Dicho sector está más concentrado en Eslovaquia que en Eslovenia (gráfico). Además, en este último país se redujo la concentración por el proceso de reestructuración llevado a cabo desde 2012 por la crisis, reduciéndose el número de instituciones de crédito en ese año.

Gráfico 121. Concentración del sector bancario en Eslovaquia y Eslovenia (%).2007-2014

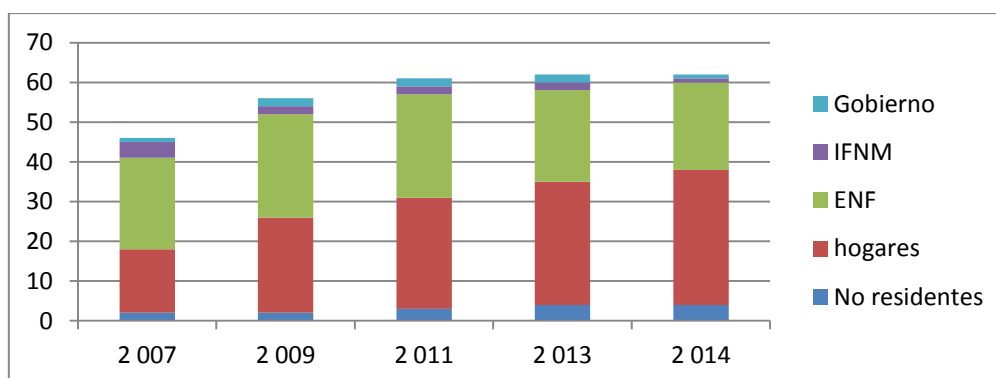


Fuente: BCE (Statistical Data Warehouse)

Estructura y tipos de interés de préstamos y depósitos en el sector bancario de Eslovaquia

En Eslovaquia, el valor de los préstamos a los hogares pasó de representar el 16% en 2007 al 34% en 2014 del total de los activos bancarios. Los préstamos concedidos a las empresas y al Gobierno se mantuvieron bastante estables, representando el 22% y 1% de los activos totales bancarios, respectivamente. Los préstamos a no residentes, que tan sólo representaban un 2% del activo en 2007, se multiplicaron por dos a lo largo del período de crisis, pero se redujeron los que estaban denominados en moneda extranjera desde 2009, al haber entrado Eslovaquia en la eurozona, la mayor parte de esos préstamos en euros se reclasificaron en préstamos en moneda nacional.

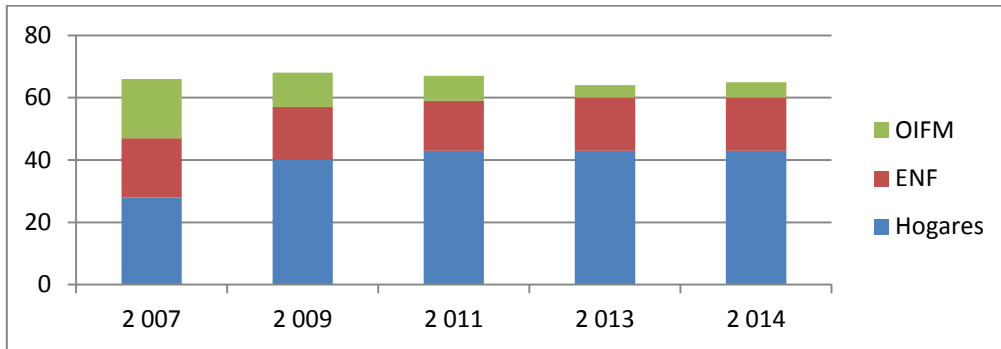
Gráfico 122. *Estructura de los préstamos bancarios en Eslovaquia (% sobre el total de activos bancarios). 2007-2014*



Fuente: Banco Nacional de Eslovaquia (*National Bank of Slovakia. Statistics*)

En 2007 a 2014, el 87% de los depósitos bancarios eslovacos procedía de clientes residentes y una gran parte de los mismos tenían su origen en el ahorro de los hogares. No obstante, estos depósitos fueron reduciéndose, a la vez que los de las ENF aumentaron, a lo largo del año. En 2007, los depósitos de hogares y ENF representaban el 28% y 19% del total de los pasivos bancarios, respectivamente.

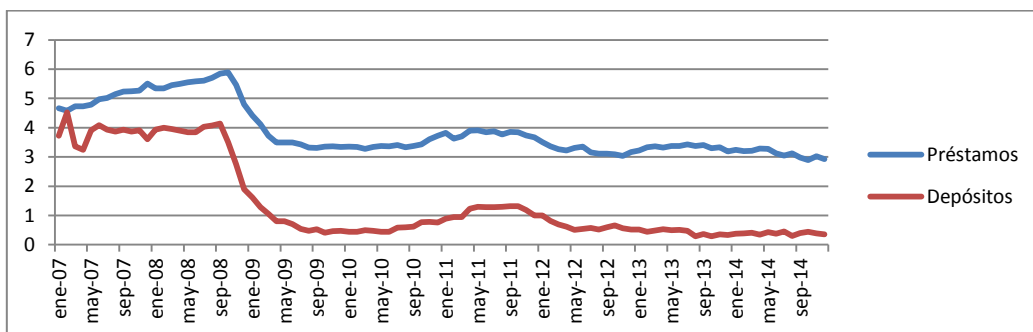
Gráfico 123. Estructura de los depósitos bancarios en Eslovaquia (% sobre el total de pasivos bancarios). 2007-2014



Fuente: Banco Nacional de Eslovaquia (National Bank of Slovakia. Statistics)

Los tipos de interés de préstamos, excepto los de consumo, y depósitos bancarios en Eslovaquia han seguido la senda marcada por el BCE, con subidas hasta el comienzo de la intensificación de la crisis financiera internacional y en 2011 por el temor del Banco emisor europeo de una subida de la inflación ante el aumento de los precios de la energía. No obstante, los precios de préstamos y depósitos, tanto de las ENF como de los hogares, se fueron distanciando a partir de 2009. Los tipos de los préstamos a las ENF mostraron en dicho período cierta rigidez a la baja.

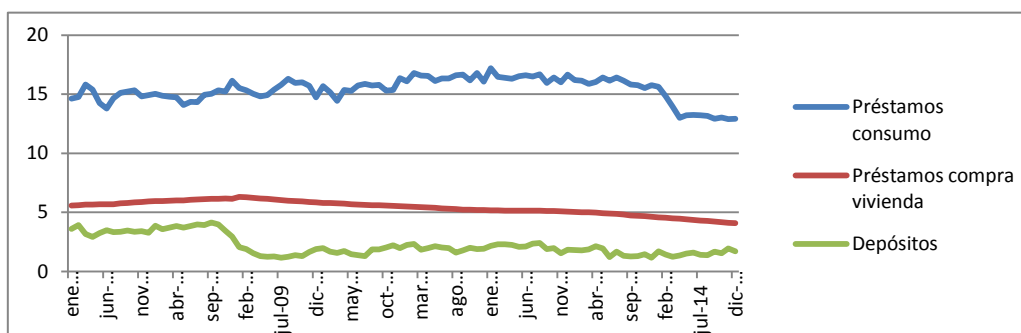
Gráfico 124. Tipos de interés de préstamos/depósitos bancarios a/de empresas en Eslovaquia (%) (1). 2007-2014



(1) Tipos de interés anuales de depósitos y préstamos hasta un año. Promedios mensuales.

Fuente: BCE (Statistical Data Warehouse)

Gráfico 125. Tipos de interés de préstamos/depósitos bancarios a/de hogares en Eslovaquia (%) (1). 2007-2014



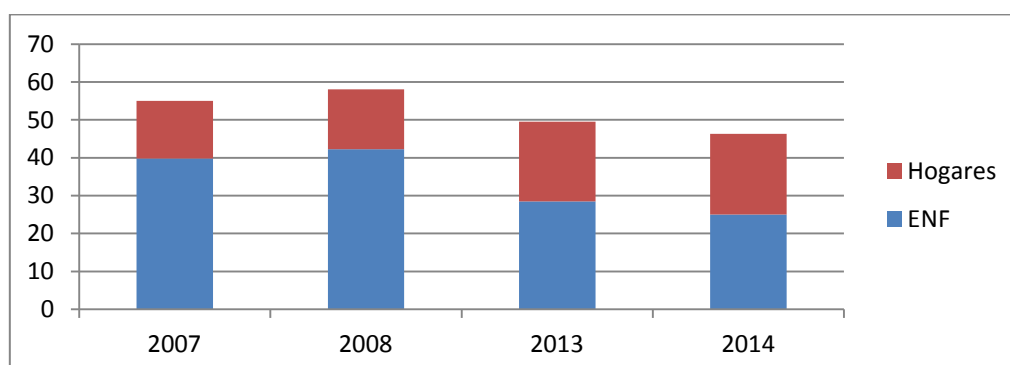
(1) Tipos de interés anuales de préstamos al consumo (todos los plazos), compra de vivienda (más de 5 años) y depósitos (hasta 1 año). Promedios mensuales.

Fuente: BCE (Statistical Data Warehouse)

Estructura y tipos de interés de préstamos y depósitos en el sector bancario de Eslovenia

Los préstamos bancarios a los hogares eslovenos aumentaron en 2013 y 2014 en proporción al total de activos bancarios, mientras que los concedidos a las ENF se redujeron bastante como consecuencia del desapalancamiento de este sector.

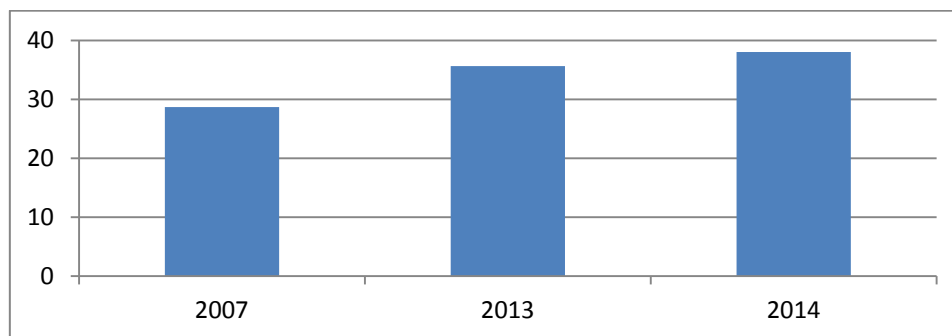
Gráfico 126. Estructura de los préstamos bancarios en Eslovenia (% sobre el total de activos bancarios). 2007-2014



Fuente: Banco de Eslovenia (Annual Report)

Los depósitos de los hogares fueron ganando peso en los balances de los bancos eslovenos.

Gráfico 127. *Depósitos bancarios de los hogares en Eslovaquia (% sobre el total de pasivos bancarios). 2007-2014*

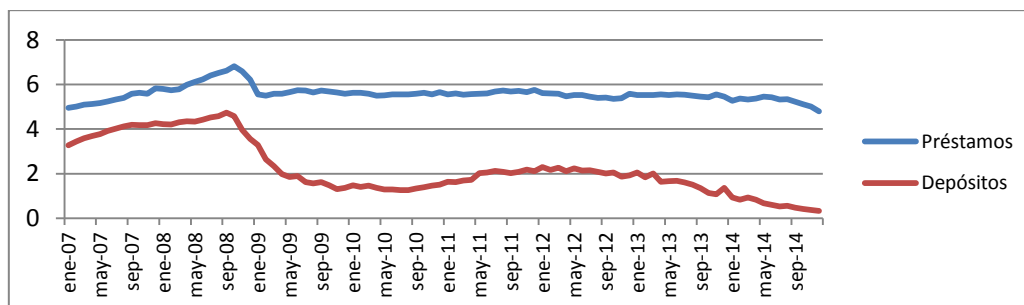


Fuente: Banco de Eslovenia (*Annual Report*)

Como en Eslovaquia, los tipos de interés de los depósitos de las ENF y los hogares, así como de los préstamos para la compra de vivienda, en Eslovenia siguieron la misma tendencia que los tipos de referencia del BCE, mientras que los tipos de los préstamos a ENF mostraron más resistencia a la baja, por lo que el margen entre ambos tipos bancarios, préstamo-depósitos aumentó en el período de crisis, por lo que se vieron perjudicadas las empresas.

El diferencial entre tipos de préstamos-depósitos se amplió más en Eslovenia que en Eslovaquia. Incluso, los precios de los préstamos a los hogares para consumo aumentaron en el período de crisis de deuda soberana de la eurozona.

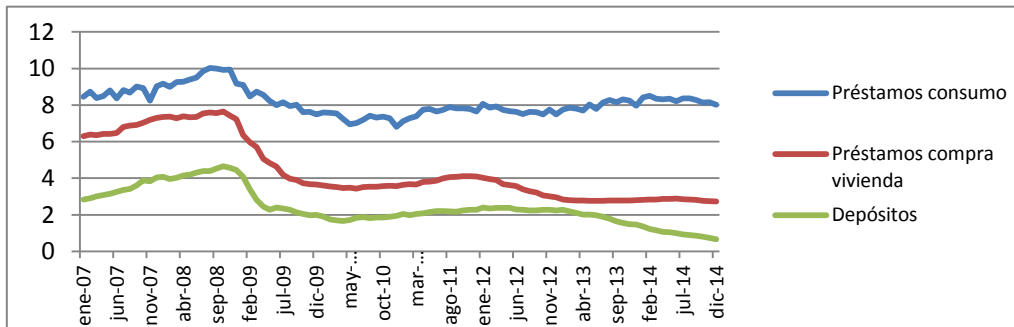
Gráfico 128. Gráfico . *Tipos de interés de préstamos/depósitos bancarios a/de empresas en Eslovenia (%) (1). 2007-2014*



(1) Tipos de interés anuales de depósitos y préstamos de/a empresas hasta un año. Promedios mensuales.

Fuente: BCE (Statistical Data Warehouse)

Gráfico 129. Tipos de interés de préstamos y depósitos bancarios a/de hogares en Eslovenia (%). 2007-2014

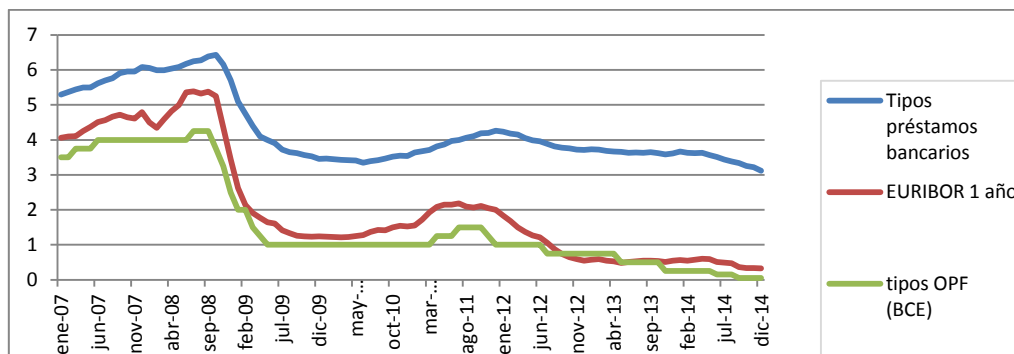


(1) Tipos de interés anuales de préstamos al consumo (todos los plazos), compra de vivienda (más de 5 años) y depósitos (hasta 1 año). Promedios mensuales.
Fuente: BCE (Statistical Data Warehouse)

Integración de los mercados de préstamos bancarios en Eslovaquia y Eslovenia

De septiembre de 2012 a mayo de 2013, el EURIBOR a un año se colocó por debajo del tipo de las OPF del BCE, mientras que los tipos de interés de los préstamos bancarios se fueron distanciando cada vez más de los dos anteriores, lo que corrobora que el mecanismo de transmisión de la política monetaria no ha funcionado correctamente en la eurozona.

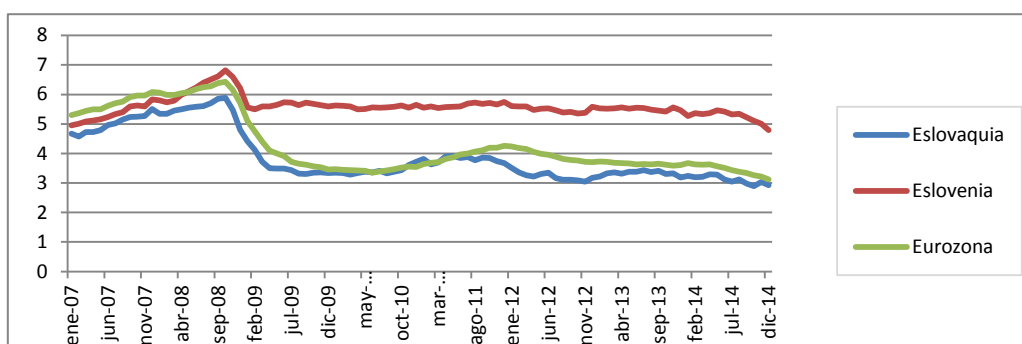
Gráfico 130. Tipos de interés de referencia del BCE, tipos EURIBOR a un año y tipos de interés de los préstamos bancarios a las empresas en la Eurozona (%) (1) 2007-2014



(1) Tipos de las OPF del BCE vigentes a finales de cada mes, medias mensuales de tipos EURIBOR a 1 año y tipos al final de cada mes de préstamos bancarios a ENF hasta 1 año de la media de la eurozona.
Fuente: BCE (Statistical Data Warehouse)

En 2007, los tipos de interés de los préstamos bancarios a las ENF de Eslovaquia y Eslovenia estaban por debajo de la media de la eurozona, pero a partir de mayo de 2008 los del segundo país se situaron por encima de los otros dos. Desde entonces, el diferencial de Eslovenia con la media de la eurozona fue en ascenso, inducido por la exposición al riesgo de los bancos eslovenos, ante el aumento de los préstamos morosos.

Gráfico 131. Tipos de interés de los préstamos bancarios a las empresas en Eslovaquia y Eslovenia (%) (1) 2007-2014



(1) Tipos al final de cada mes de los préstamos bancarios a ENF hasta 1 año en Eslovaquia, Eslovenia y la media de la eurozona.

Fuente: BCE (Statistical Data Warehouse)

Durante la crisis se ha reducido el grado de integración de los mercados de préstamos concedidos por los bancos de Eslovaquia y Eslovenia a las empresas o ENF y entre cada uno de ellos y la eurozona, según los resultados obtenidos en el cálculo de las correlaciones. Si bien dichas correlaciones siguen siendo elevadas, sobre todo de Eslovaquia con el resto de países de la eurozona. La integración de los bancos eslovenos se ha reducido tanto respecto a Eslovaquia como frente a la media de la eurozona.

Tabla 51 . Matriz de correlaciones de los tipos de interés de préstamos bancarios a las empresas en Eslovaquia, Eslovenia y la Eurozona (%) (1) 2007-2014

| | <i>Eslovaquia</i> | <i>Eslovenia</i> | <i>Eurozona</i> |
|-------------------|-------------------|------------------|-----------------|
| <i>Eslovaquia</i> | 1 | | |
| <i>Eslovenia</i> | 0,84 | 1 | |
| <i>Eurozona</i> | 0,96 | 0,81 | 1 |

(1) Coeficientes de correlación lineal de Pearson. Tipos de interés anuales al final de cada mes de los préstamos de IFM, no incluidos el BC y fondos del mercado monetario, a entidades no financieras hasta un año.

Fuente: Elaboración propia con datos del BCE (*Statistical Data Warehouse*)

Solvencia, rentabilidad y riesgo de crédito del sector bancario de Eslovaquia y Eslovenia

En cuanto a la rentabilidad (tabla), tanto la financiera (ROE) como la económica (ROA), se redujo bastante en el sector bancario esloveno durante el período de crisis, de 2008 a 2013, como consecuencia del deterioro de la calidad de sus activos por el crecimiento de la tasa de morosidad de los préstamos, y los costes de reestructuración bancaria. La rentabilidad financiera del sector bancario de Eslovaquia también se redujo durante la crisis, aunque menos que en Eslovenia, debido a que el porcentaje de los préstamos morosos respecto al total de préstamos bancarios eslovacos tuvo un menor crecimiento.

En 2014, mejoró la rentabilidad económica del sector bancario de Eslovaquia, mientras que en Eslovenia, aunque se había reducido, la misma seguía siendo negativa, debido a la creciente tasa de morosidad. En 2012, dicha tasa se situó en el 15,2% del total de préstamos bancarios. No obstante, la solvencia de los bancos eslovacos y eslovenos ha mejorado bastante en los últimos años por la reestructuración y la aplicación de las nuevas normas de calidad de sus activos impuestas por la Autoridad Bancaria Europea, o EBA por sus siglas en inglés (*European Banking Authority*), en línea con Basilea III.

Tabla 52 . Solvencia del sector bancario de Eslovaquia y Eslovenia (%).2007-2014

| | Eslovaquia | | | Eslovenia | | |
|----------------|------------|------------------|------|-----------|------------------|------|
| | 2007 | 2008-2013 (1) | 2014 | 2007 | 2008-2013 (1) | 2014 |
| CRB/APR | 12,8 | 13,7 | 17,3 | 11,2 | 12,0 | 18,0 |
| Tasa morosidad | 2,5 | 4,9 | 5,3 | 1,8 | 9,4 | 11,7 |
| Provisiones | 93,3 | 61,9 | 49,1 | 86,4 | 47,5 | 62,9 |
| ROA | 1,0 | 1,0 | 1,2 | 1,4 | -1,5 | -0,2 |
| ROE | 16,6 | 10,4 | 10,4 | 16,3 | -20,4 | -1,9 |

(1) Promedios del período 2008-2013.

Fuente: FMI (Financial Soundness Indicators) y cálculos propios

Según el informe del BCE de 2014 sobre los resultados de los *stress-tests* en términos de solvencia y el análisis de calidad de los activos, o AQR (*asset quality review*), sólo dos bancos de Eslovenia, NLB y NKBM, no han aprobado el test ante el escenario base, ya que su nivel de resistencia no ha superado el mínimo requerido, aunque en un hipotético escenario más adverso para el período 2014-2016, estas entidades sí han obtenido un buen resultado.

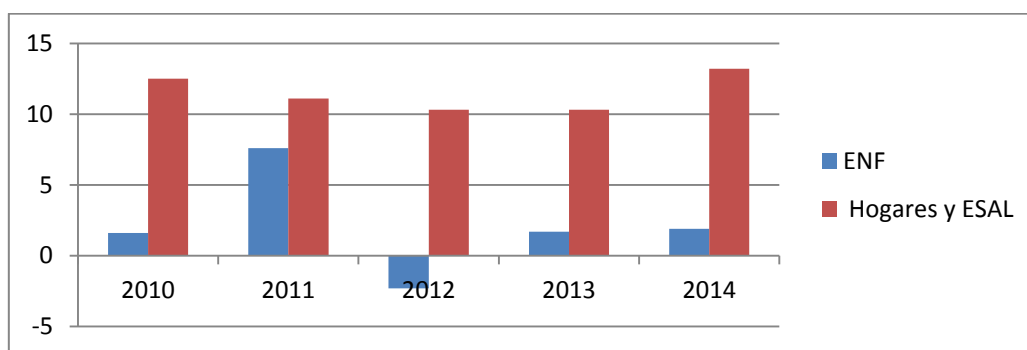
El riesgo de crédito de los préstamos del sector bancario puede analizarse a través de varios indicadores: la tasa de morosidad, el porcentaje de préstamos en moneda extranjera y la tasa de crecimiento de los mismos.

Antes de entrar Eslovaquia en la eurozona, la mayor parte de los préstamos bancarios de este país en moneda extranjera estaba denominada en euros y los bancos eslovenos, que en 2008 mantenían una cuota del 7% de sus préstamos en francos suizos (CHF), fueron reduciendo dicha cuota durante la crisis hasta situarla en 2014 en un 3,8%, por lo que los préstamos de los bancos de estos dos países no están expuestos a un riesgo significativo de tipo de cambio.

Comparando las tasas de crecimiento de los préstamos concedidos por las entidades bancarias a las empresas y a los hogares y ESAL, se confirma que la crisis ha impactado más al sector bancario de Eslovenia, reduciéndose más los préstamos en este país, lo que pone de manifiesto que se produjeron varios hechos relevantes.

El sector bancario esloveno ha seguido un proceso de desapalancamiento durante la crisis debido a factores que influyen tanto sobre la oferta como sobre la demanda de préstamos. Por el lado de la oferta, el mayor coste de financiación para los bancos por la incertidumbre generada en los mercados mayoristas desde que se iniciara la crisis llevó a que se contrajera el crédito. Por el lado de la demanda, las empresas que redujeron su producción, ante la baja demanda del consumo, solicitaron menos préstamos, y las catalogadas como de dudoso cobro o insolventes ya no obtenían tan fácilmente financiación bancaria, por lo que ambos tipos de empresas se vieron abocadas al desapalancamiento.

Tabla 132. Tasa de crecimiento de los préstamos bancarios en Eslovaquia (%) (1). 2007-2014



(1) Tasa de crecimiento al final de cada año
Fuente: BCE (Statistical Data Warehouse)

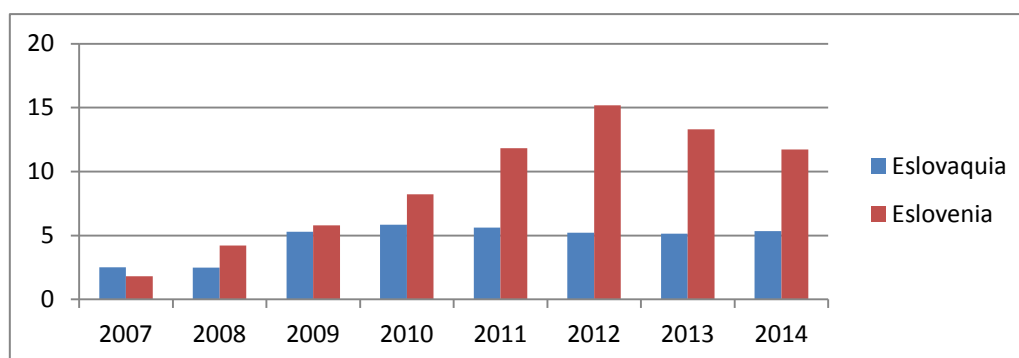
Tabla 133. Tasa de crecimiento de los préstamos bancarios en Eslovenia (%) (1). 2007-2014



(1) Tasa de crecimiento al final de cada año
Fuente: BCE (Statistical Data Warehouse)

El riesgo de crédito de los préstamos bancarios, medido por la tasa de morosidad de sus préstamos, creció de 2009 a 2011 en Eslovaquia, pero después se mantuvo bastante estable, mientras que en Eslovenia, dicho riesgo creció bruscamente desde 2008 hasta alcanzar una tasa de morosidad del 15,2% en 2012.

Gráfico 134. Tasa de morosidad de préstamos bancarios en Eslovaquia y Eslovenia (%) 2007-2014



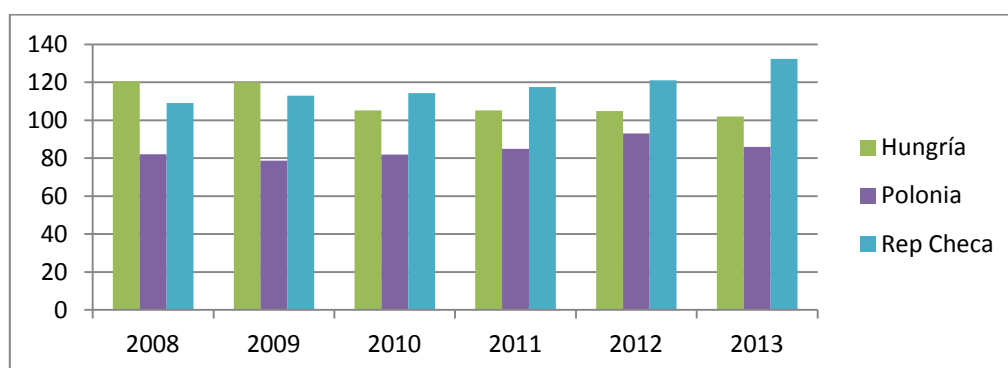
Fuente: World Bank (World Development Indicators)

3.2. Sector bancario de los países extra-eurozona

Desarrollo del sector bancario en Hungría, Polonia y la República Checa

Al inicio de la crisis, el tamaño del sector bancario húngaro, medido a través de los activos de los bancos respecto al PIB, era el mayor de los tres países ECE, pero según iba transcurriendo aquella, se fue deteriorando debido a los problemas de deuda y riesgos financieros. En 2013, el sector bancario checo era el más grande y con mayor estabilidad de los tres. La influencia de los bancos extranjeros en el sector bancario del país checo ha apoyado su desarrollo eficiente y le ha dotado de mayor resistencia ante la crisis.

Gráfico 135. Activos bancarios en Hungría, Polonia y la República Checa (% PIB). 2008-2013



Fuente: EBA (European Banking Authority. Aggregate Statistical Data)

Según datos del BCE, el porcentaje de instituciones de crédito con control extranjero (tabla) respecto al total es bastante bajo en Polonia y Hungría, en comparación con la República Checa. En cuanto a su evolución, dicho porcentaje se redujo a lo largo de todo el período de crisis, salvo en Hungría, que aumentó en su primera fase internacional.

Tabla 53 . Activos de bancos extranjeros sobre el total de activos bancarios en Hungría, Polonia y la República Checa (%). 2008-2013

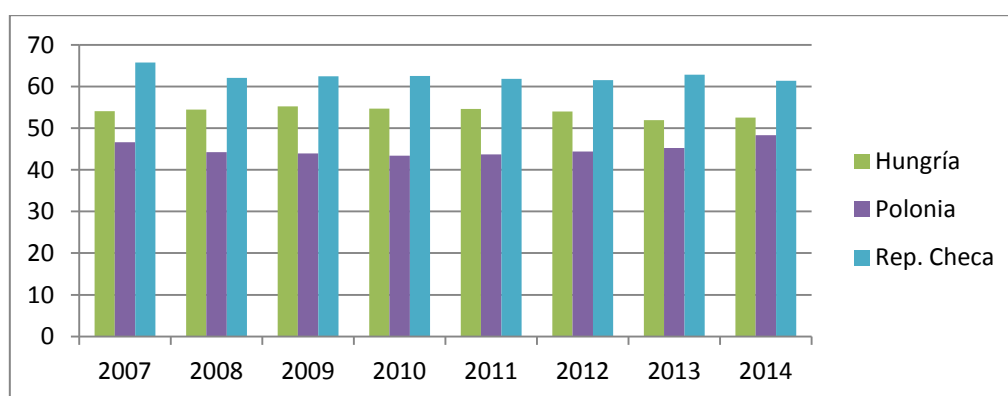
| | 2008 | 2010 | 2013 | 2014 |
|-----------------|------|------|------|------|
| Hungría | 61,2 | 61,4 | 55,5 | |
| Polonia | 72,5 | 66,8 | 61,3 | |
| República Checa | 95,9 | 95,4 | 92,3 | |

Fuente: Elaboración propia con datos del BCE (*Consolidated Banking Data Statistics*).

Al final de la crisis, la solvencia de los bancos, medida a través del coeficiente del capital regulatorio bancario en relación a los activos ponderados por riesgo (CRB/APR) creció en todos los países ECE, debido a su recapitalización durante la misma.

La concentración del sector bancario, medida a través de la cuota de las cinco entidades de crédito más grandes sobre el total de activos, en la República Checa se ha reducido un poco a lo largo de la crisis, aunque sigue siendo la mayor de los tres países ECE.

Gráfico 136. Concentración del sector bancario en Hungría, Polonia y la República Checa (%). 2007-2014

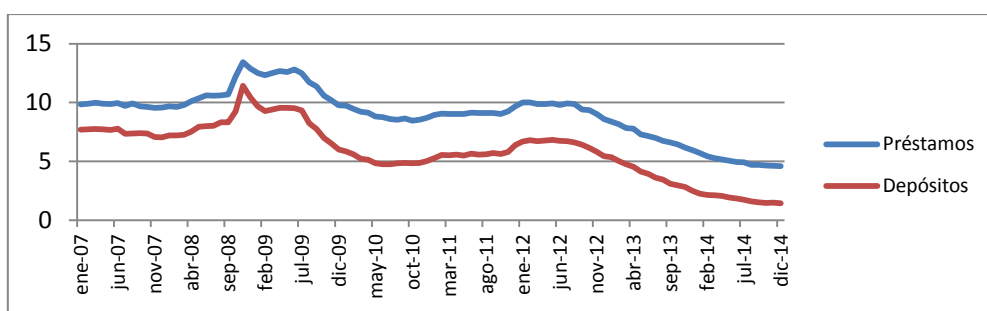


Fuente: FMI (Global Financial Stability Report)

Estructura y tipos de interés de préstamos y depósitos del sector bancario de Hungría

Los diferenciales de los tipos de interés de préstamos y depósitos a/de las ENF han sido bastante reducidos en todo el período analizado, aunque se han ampliado un poco durante la crisis. No obstante, los niveles de los tipos bancarios en Hungría fueron bastante elevados en comparación con el resto de países ECE, si bien, a partir de 2012 se redujeron bastante, siguiendo la tendencia de los tipos oficiales del Banco Central de Hungría.

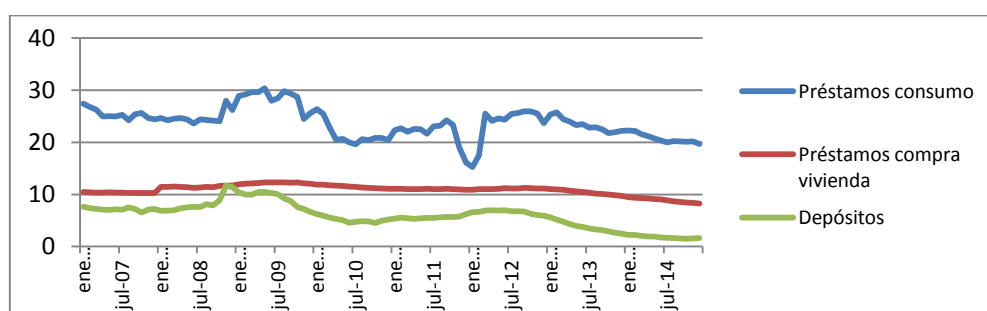
Gráfico 137. *Tipos de interés de préstamos/depósitos bancarios a/de empresas en Hungría (%) (1) 2007-2014*



(1) Tipos de interés anuales de préstamos y depósitos hasta un año. Promedios mensuales.

Fuente: BCE (Statistical Data Warehouse)

Gráfico 138. *Tipos de interés de préstamos/depósitos bancarios a/de hogares y ESAL en Hungría (%) (1). 2007-2014*



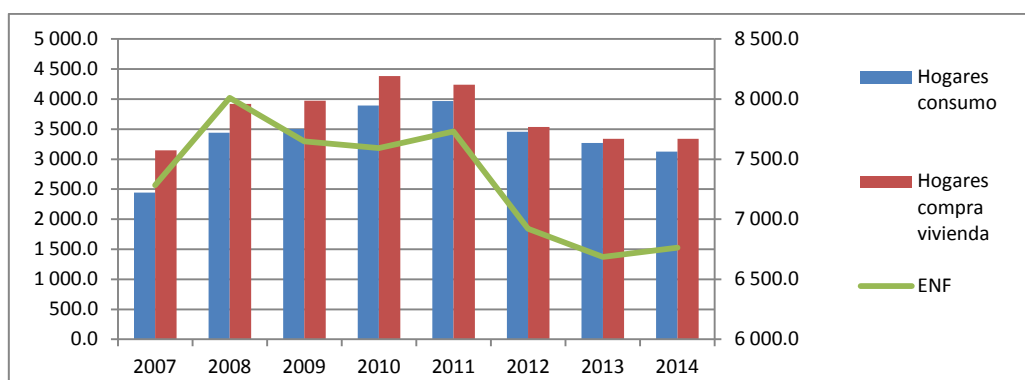
(1) Tipos de interés anuales de préstamos al consumo (todos los plazos), compra de vivienda (más de 5 años) y depósitos (hasta 1 año). Promedios mensuales.

Fuente: BCE (Statistical Data Warehouse)

La reducción de los préstamos bancarios a los hogares y, sobre todo a las empresas desde 2012, confirma el proceso seguido en los bancos húngaros de despalacamiento del sector privado no financiero a partir de la crisis de deuda soberana de la eurozona. Los préstamos a las ENF representaban un porcentaje bastante elevado de la suma de préstamos bancarios concedidos a hogares y empresas en 2014 (51%) en comparación con los otros países ECE.

Por otra parte, casi el 50% de los préstamos a hogares y el 70% a ENF, ambos a más de cinco años, están denominados en moneda extranjera, lo que supone un riesgo de tipo de cambio añadido al riesgo de crédito. No obstante, el porcentaje correspondiente a los préstamos a las ENF se ha reducido hasta el 54% en 2014.

Gráfico 139. Estructura de préstamos del sector bancario de Hungría (miles millones HUF). 2007-2014

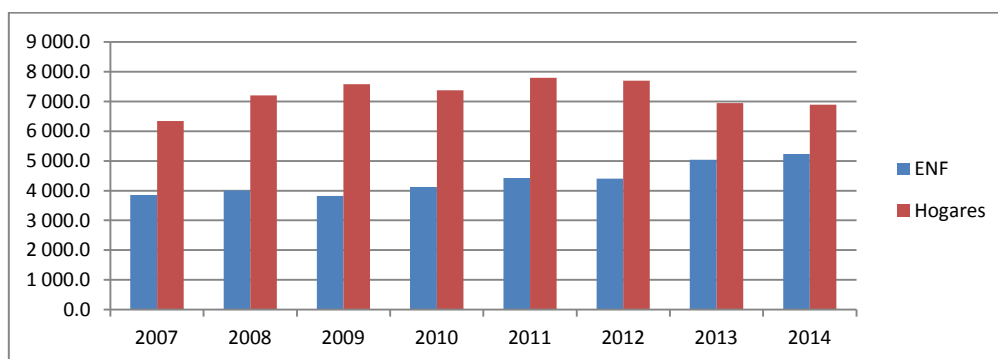


(1) Los préstamos a hogares se representan en el eje izquierdo y a las entidades no financieras (ENF) en el eje derecho.

Fuente: Banco Central de Hungría (Central Bank of Hungary, Statistics)

Los depósitos de los hogares tuvieron una fase alcista al comienzo de la crisis financiera internacional y otra de descenso desde 2013. La reducción de los tipos de interés bancarios, inducida por la política acomodaticia del Banco Central de Hungría, ha llevado que los inversores reasignen sus ahorros a otras inversiones, como los bonos públicos, los fondos de inversión o de pensiones, y los más arriesgados a los mercados bursátiles.

Gráfico 140. Estructura de préstamos del sector bancario de Hungría (%).

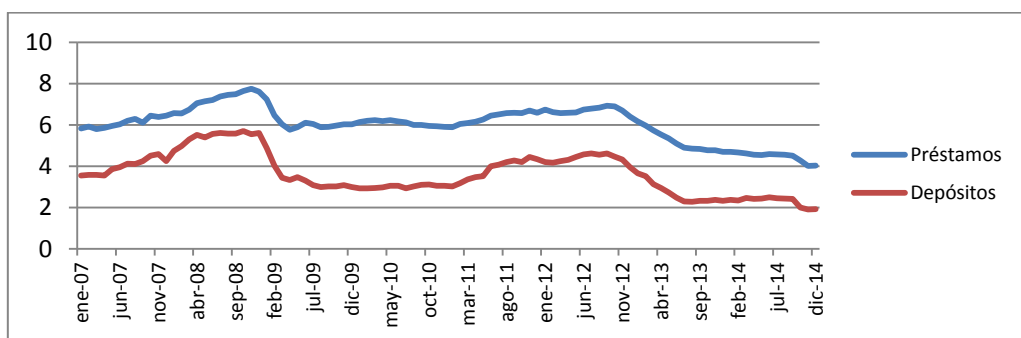


Fuente: Banco Central de Hungría (Central Bank of Hungary, Statistics)

Estructura y tipos de interés de préstamos y depósitos del sector bancario de Polonia

Durante la crisis, los tipos de interés de las operaciones de préstamos de los bancos polacos siguieron la misma tendencia que la de su Banco Central. Los diferenciales entre los tipos de préstamos/depósitos bancarios a/de las ENF son bastante bajos si se comparan con los diferenciales de los préstamos para consumo y los depósitos de los hogares.

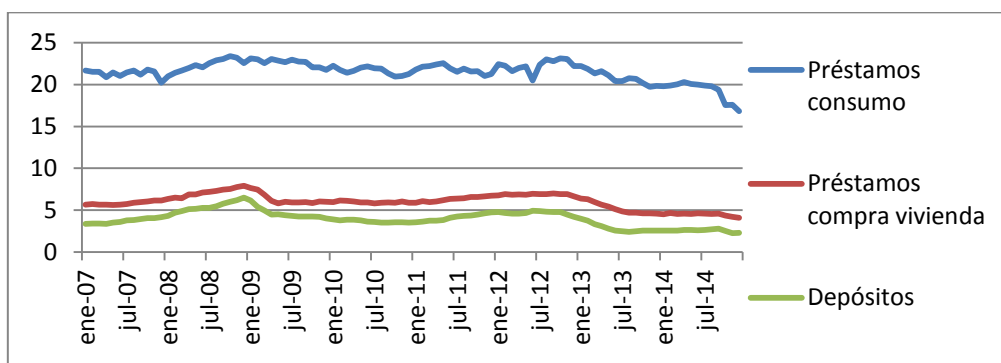
Gráfico 141. Tipos de interés de préstamos/depósitos bancarios a/de empresas en Polonia (%) (1) 2007-2014



(1) Tipos de interés anuales de préstamos y depósitos hasta un año. Promedios mensuales.

Fuente: BCE (Statistical Data Warehouse)

Gráfico 142. *Tipos de interés de préstamos/depósitos bancarios a/de hogares en Polonia (%) (1) 2007-2014*

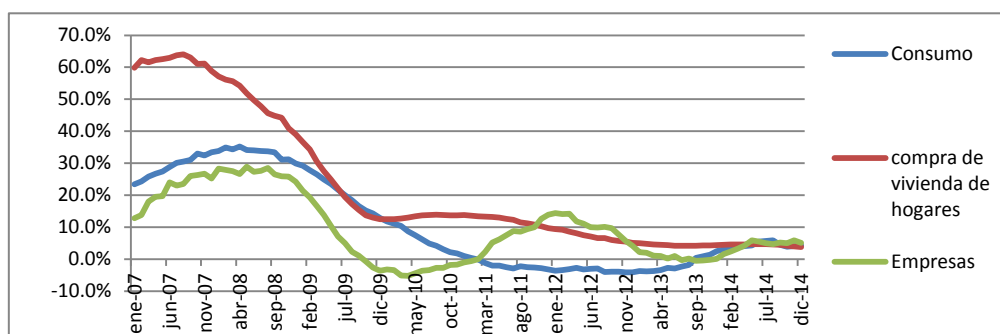


(1) Tipos de interés anuales de préstamos al consumo (todos los plazos), compra de vivienda (más de 5 años) y depósitos (hasta 1 año). Promedios mensuales.

Fuente: BCE (Statistical Data Warehouse)

La tasa de crecimiento de los préstamos para compra de vivienda era muy elevada al comienzo de la crisis, lo que suponía un gran riesgo ante una caída de la actividad inmobiliaria derivada de la crisis.

Gráfico 143. *Tasa de crecimiento de los préstamos bancarios al sector privado no financiero en Polonia (%) 2007-2014*

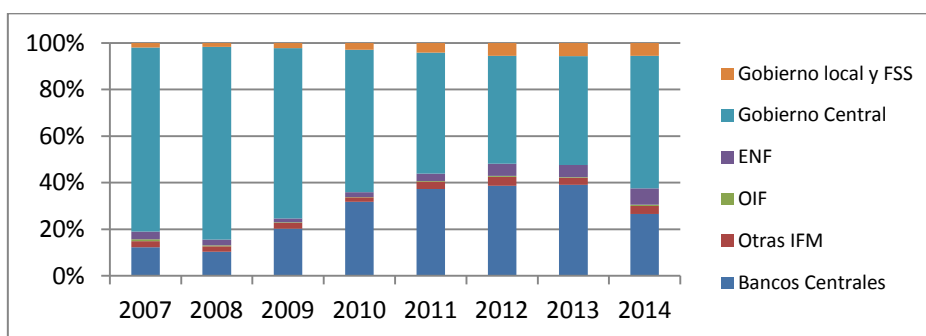


Fuente: Banco Central de Polonia (*National Bank of Poland Statistics*)

La exposición a la deuda pública de los bancos polacos fue muy elevada en los primeros años de crisis, representando las inversiones en deuda emitida por el Gobierno central entre un 73% y un 83% del total de la cartera de renta fija. A partir de 2009 fue

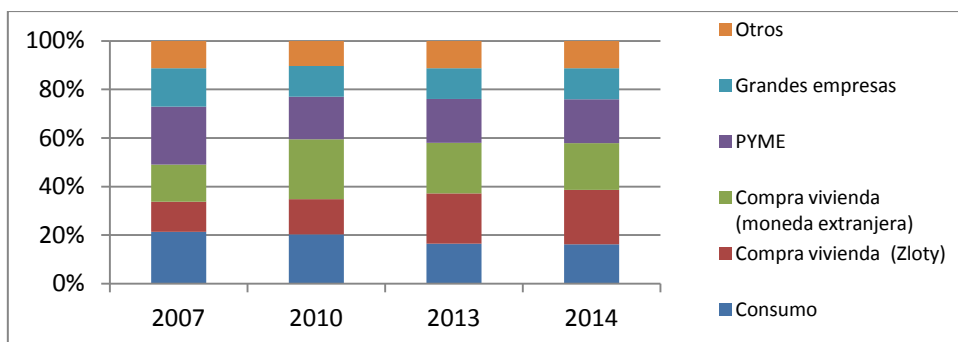
reduciéndose dicho porcentaje, a la vez que aumentaba el de las inversiones en deuda emitida por Bancos Centrales, aunque más recientemente ha vuelto a subir aquella.

Gráfico 144. Cartera de inversión de las entidades bancarias en valores de deuda por emisor en Polonia (%) 2007-2014



Fuente: Banco Central de Polonia (*National Bank of Poland Statistics*)

Gráfico 145. Estructura de los préstamos bancarios al sector no financiero Polonia (%). 2007-2014

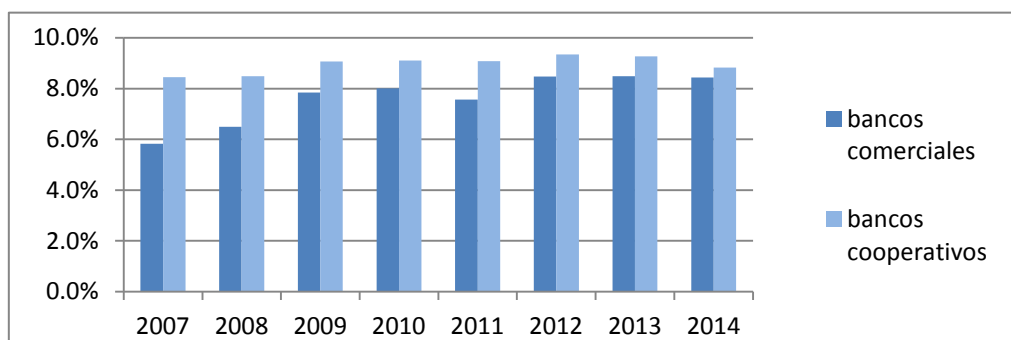


(1) Datos de diciembre de cada año, salvo en 2015 que se refieren a marzo.

Fuente: Banco Central de Polonia (*National Bank of Poland Statistics*)

En 2007, la ratio de apalancamiento de los bancos comerciales era menor que en las cooperativas de crédito. Durante el período de crisis, ha crecido el apalancamiento en ambos tipos de entidades, aunque ha aumentado más en los comerciales que en las cooperativas, estrechándose el margen entre ambos tipos de entidades.

Gráfico 146. Ratio de apalancamiento de bancos comerciales y cooperativas de crédito en Polonia (%). 2007-2014

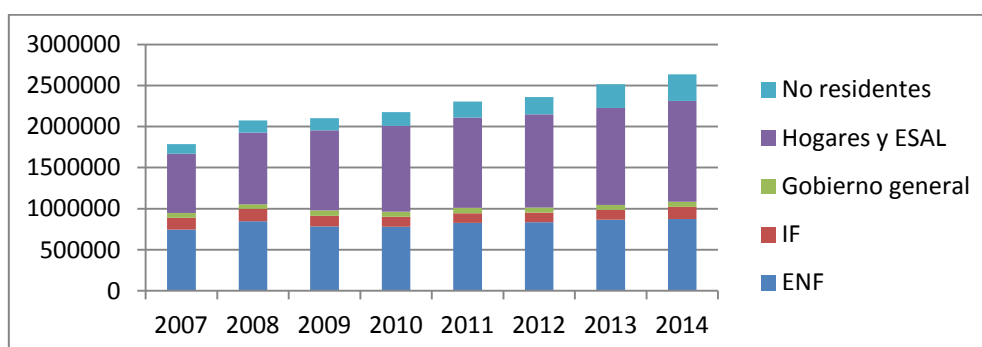


Fuente: Banco Central de Polonia (*National Bank of Poland, Statistics*)

Estructura y tipos de interés de préstamos y depósitos del sector bancario de la República Checa

El total de préstamos bancarios fue aumentando a lo largo del período de crisis. Por prestatarios, los que más crecieron fueron los concedidos a los hogares y, aunque los préstamos a las empresas o ENF también crecieron, dicho crecimiento fue más lento. Otro sector que está aumentando en los últimos años es el de no residentes. Según datos del Banco Central de la República Checa, la exposición al riesgo de crédito, medida por la tasa de morosidad de los préstamos, de residentes está disminuyendo, mientras que la de no residentes está aumentando. Por vencimientos, han crecido los préstamos a largo plazo (a partir de cinco años), del 57% en 2007 al 72% de 2014 sobre el total de préstamos.

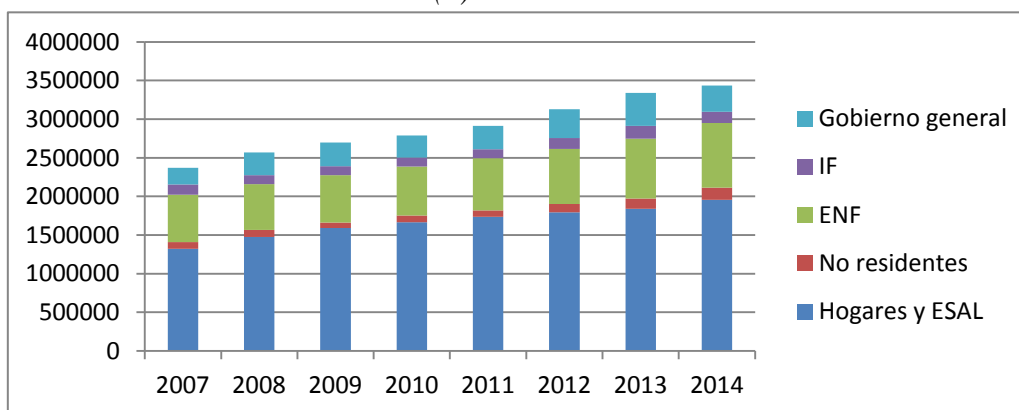
Gráfico 147. Préstamos bancarios por sectores en la República Checa (millones CZK) (1)2007-2014



Fuente: Banco Central de la República Checa (*ARAD Database*)

Los depósitos de los hogares en los bancos checos representan más del 50% del total de depósitos, los cuales aumentaron de 2007 a 2014.

Gráfico 148. *Depósitos bancarios por sectores en la República Checa (millones CZK)*
(1)2007-2014

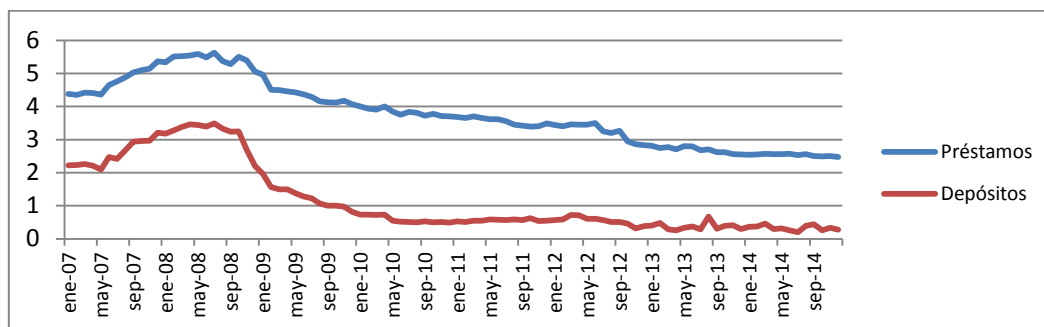


Fuente: Banco Central de la República Checa (ARAD Database)

Los factores que más han contribuido a la estabilidad del sector bancario checo durante la crisis son, entre otros, sus altos niveles de adecuación del capital y de liquidez, la baja dependencia a largo plazo de la financiación del mercado interbancario, una significativa cuota de préstamos con garantía real y una reducida proporción de préstamos en moneda extranjera.

La tendencia de los tipos de interés en la República Checa, que era creciente en el año de comienzo de la crisis, en 2007, se volvió decreciente a finales de 2008, desde que el Banco Central checo redujera sus tipos oficiales, aunque se amplió el diferencial entre los tipos de préstamos y depósitos a/de las ENF hasta la primera mitad del año 2012.

Gráfico 149. *Tipos de interés de préstamos/depósitos bancarios a/de empresas en la República Checa (%) (1)2007-2014*

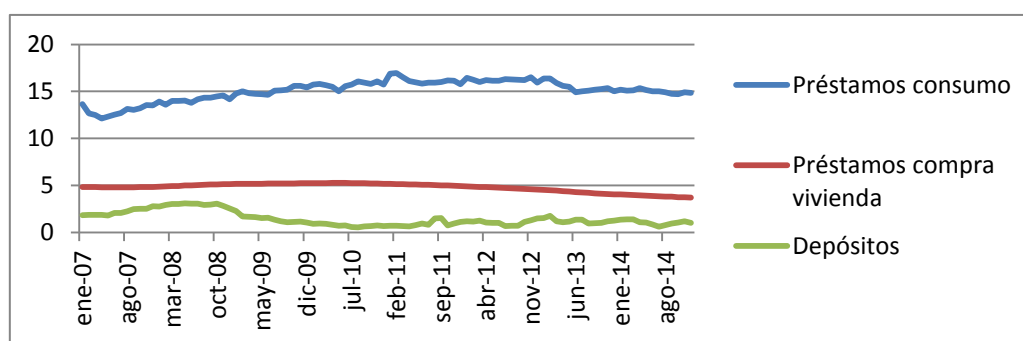


(1) Tipos de interés anuales de préstamos y depósitos hasta un año. Promedios mensuales.

Fuente: BCE (Statistical Data Warehouse)

No obstante, la ampliación del diferencial es mucho mayor en los préstamos a los hogares para consumo, al haber aumentado los tipos de esa clase de préstamos y, a la vez, disminuido los de depósitos, mientras que los tipos de los préstamos para la compra de vivienda muestran un comportamiento bastante estable.

Gráfico 150. *Tipos de interés de préstamos/depósitos bancarios a/de hogares en la República Checa (%) (1)2007-2014*



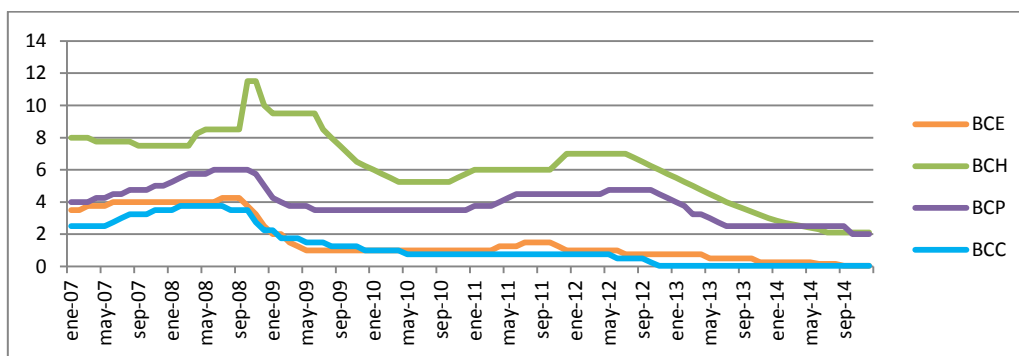
(1) Tipos de interés anuales de préstamos al consumo (todos los plazos), compra de vivienda (más de 5 años) y depósitos (hasta 1 año). Promedios mensuales.

Fuente: BCE (Statistical Data Warehouse)

Integración de los sectores bancarios de Hungría, Polonia y la República Checa

Los diferenciales de los tipos de interés de referencia de las operaciones principales de financiación (OPF) de las instituciones de crédito de Hungría, Polonia y la República Checa por sus respectivos Bancos Centrales, condicionan las divergencias entre los tipos de los préstamos de aquellas.

Gráfico 151. Tipos de interés de referencia de los Bancos Centrales de Hungría, Polonia y la República Checa y el BCE (%) (1) 2007-2014



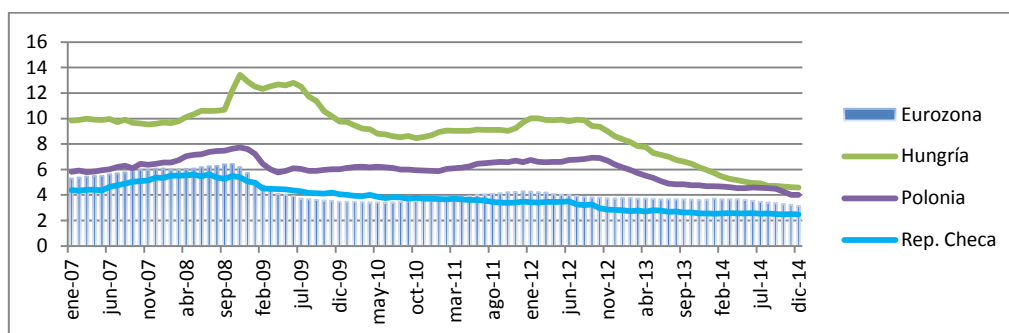
(1) Tipos de interés de las OPF vigentes al final de cada mes.

Fuente: BCE y Bancos Centrales de Hungría, Polonia y la República Checa

En el período de crisis de deuda soberana, la tasa de crecimiento de los nuevos préstamos otorgados por las IFM a las entidades no financieras, dentro del grupo de los países ECE-no euro, ha crecido cada vez en menor porcentaje en la República Checa y Polonia, mientras que en Hungría la tasa negativa se ha reducido en los años 2012 y 2013.

Los tipos de interés de Hungría siguieron la misma tendencia que los de Polonia, pero con un menor diferencial respecto a los de la eurozona.

Gráfico 152. Tipos de interés de los préstamos bancarios a las empresas en Hungría, Polonia y la República Checa (%) (1) 2007-2014



(1) Tipos de interés de los préstamos bancarios a ENF hasta 1 año al final de cada mes.

Fuente: BCE (Statistical Data Warehouse)

La política monetaria expansiva aplicada por los Bancos Centrales de estos tres países durante el período de crisis, ha llevado a que haya un elevado grado de integración de sus mercados de crédito bancario, medido éste a través de las correlaciones entre los tipos de interés de los préstamos concedidos por sus bancos a las ENF. No obstante, la integración los bancos checos con los de la eurozona en el segmento de préstamos, aunque sigue siendo elevada, ha disminuido durante la crisis.

Tabla 54 . Matriz de correlaciones de los tipos de interés de préstamos bancarios a las empresas en Hungría, Polonia y República Checa (%) (1) 2007-2014

| | Hungría | Polonia | Rep. Checa | Eurozona |
|------------|-------------|---------|-------------|----------|
| Hungría | 1 | | | |
| Polonia | 0,82 | 1 | | |
| Rep. Checa | 0,78 | 0,74 | 1 | |
| Eurozona | 0,51 | 0,67 | 0,82 | 1 |

(1) Coeficientes de correlación lineal de Pearson. Tipos de interés anuales al final de cada mes de los préstamos de IFM, no incluidos el BC y fondos del mercado monetario, a entidades no financieras hasta un año.

Fuente: BCE (Statistical Data Warehouse)

Solvencia, rentabilidad y riesgo de crédito del sector bancario de Hungría, Polonia y la República Checa

En términos generales, la rentabilidad de los sectores bancarios de los tres países ECE ha sido muy baja durante los años de crisis, tanto por el deterioro de la calidad de sus activos, debido fundamentalmente al crecimiento de la tasa de morosidad de los préstamos, como por los mayores costes de reestructuración bancaria. Sin embargo, los datos muestran diferencias entre países, lo que requiere un análisis de la solvencia y rentabilidad del sector bancario de cada uno de ellos.

La solvencia de los bancos polacos era mayor que la de bancos checos y húngaros al inicio de la crisis, mientras que en 2014, los bancos más solventes eran los húngaros, en términos de adecuación al capital regulatorio respecto a los activos ponderados por riesgo (CRB/APR). No obstante, la tasa de morosidad de los préstamos bancarios en Hungría, que era bastante baja antes de la crisis, se disparó desde 2009 y, sobre todo, durante la crisis de deuda soberana, alcanzando el 16,8% en 2013, lo que ha llevado a una mayor exposición de los bancos húngaros al riesgo de crédito y a la reducción de su rentabilidad, tanto económica como financiera.

Tabla 55. *Solvencia de las entidades bancarias de Hungría (%). 2007-2014*

| | 2007 | 2008-2013 (1) | 2014 |
|----------------|------|---------------|-------|
| CRB/APR | 10,4 | 14,4 | 17,9 |
| Tasa morosidad | 2,3 | 11,3 | 15,6 |
| Provisiones | 64,8 | 46,0 | 59,4 |
| ROA | 1,2 | 0,1 | -1,9 |
| ROE | 18,4 | 2,1 | -17,2 |

(1) Medias del período 2008-2013.

Fuente: FMI (*Financial Soundness Indicators*) y cálculos propios

En Polonia, la tasa de morosidad de los préstamos bancarios, que era la más alta de los tres países antes del período de crisis, durante la misma se fue reduciendo.

Tabla 56. *Solvencia de las entidades bancarias de Polonia (%)*. 2007-2014

| | 2007 | 2008-2013 (1) | 2014 |
|----------------|------|---------------|------|
| CRB/APR | 12,0 | 13,7 | 14,9 |
| Tasa morosidad | 5,2 | 4,8 | 4,9 |
| Provisiones | 67,3 | 66,8 | 69,3 |
| ROA | 1,9 | 1,1 | 1,1 |
| ROE | 24,9 | 14,5 | 12,6 |

(1) Medias del período 2008-2013.

Fuente: FMI (*Financial Soundness Indicators*) y cálculos propios

La rentabilidad financiera de los bancos checos, que era bastante elevada en 2007, se fue reduciendo a lo largo de los años de crisis, aunque en 2014 sigue siendo la más alta de los tres países ECE.

Tabla 57. *Solvencia de las entidades bancarias de la República Checa (%)*. 2007-2014

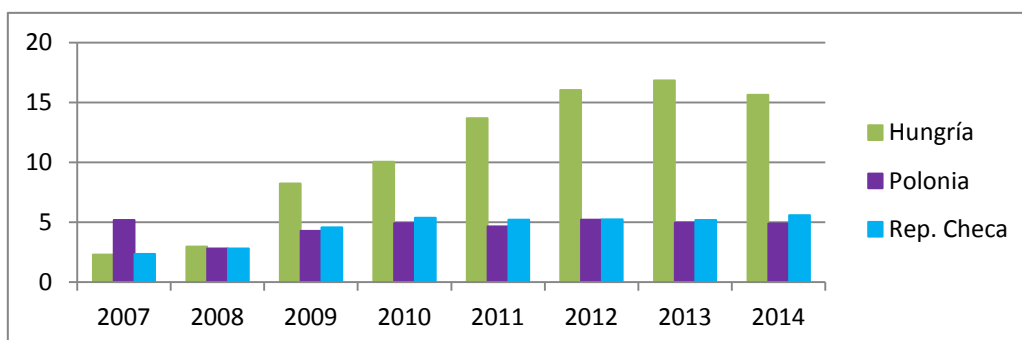
| | 2007 | 2008-2013 (1) | 2014 |
|----------------|------|------------------|------|
| CRB/APR | 11,5 | 14,8 | 16,7 |
| Tasa morosidad | 2,8 | 4,8 | 5,6 |
| Provisiones | 70,2 | 52,4 | 47,8 |
| ROA | 1,3 | 1,3 | 1,2 |
| ROE | 24,4 | 20,4 | 16,4 |

(1) Medias del período 2008-2013.

Fuente: FMI (*Financial Soundness Indicators*) y cálculos propios

En la República Checa, la tasa de morosidad de los préstamos bancarios ha crecido a lo largo del período analizado, sobrepasando a la de Polonia, pero aún se encontraba muy por debajo de la húngara.

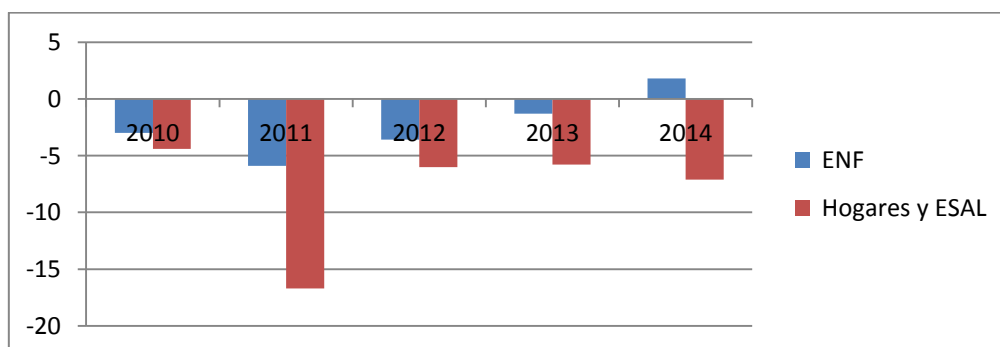
Gráfico 153. Préstamos morosos respecto al total de préstamos bancarios en Hungría, Polonia y la República Checa (%) 2007-2014



Fuente: World Bank (*World Development Indicators*)

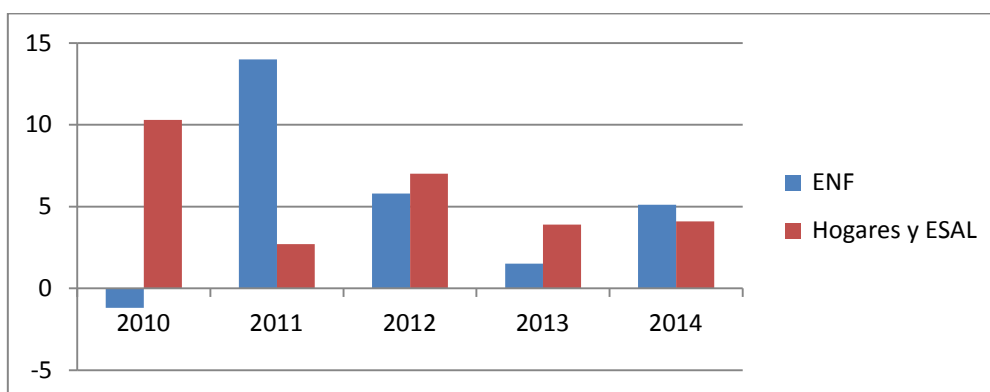
La tasa de crecimiento de los préstamos se redujo en todos los países durante la crisis de deuda soberana, pero más enérgicamente en Hungría, donde la misma se volvió negativa. El desapalancamiento del sector privado durante la crisis ha sido más intenso en este país, debido a sus niveles de deuda en los años anteriores a la misma, los cuales llegaron a ser muy elevados.

Gráfico 154. Tasa de crecimiento de los préstamos bancarios en Hungría (%) (1)2007-2014



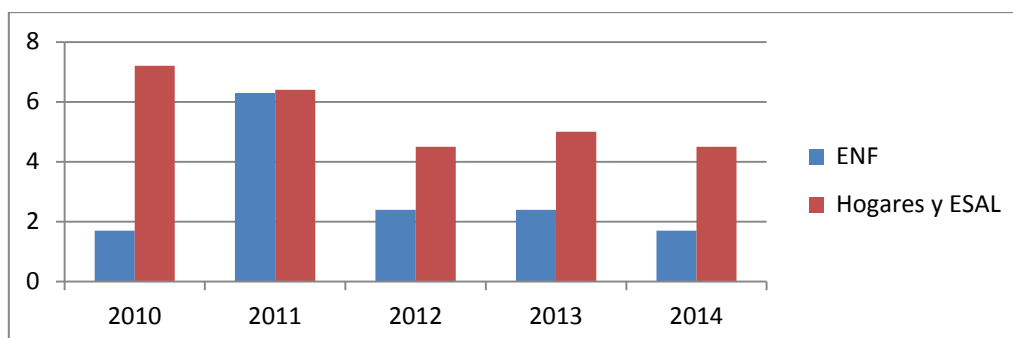
Fuente: BCE (Statistical Data Warehouse)

Gráfico 155. Tasa de crecimiento de los préstamos bancarios en Polonia (%) (1)2007-2014



Fuente: BCE (Statistical Data Warehouse)

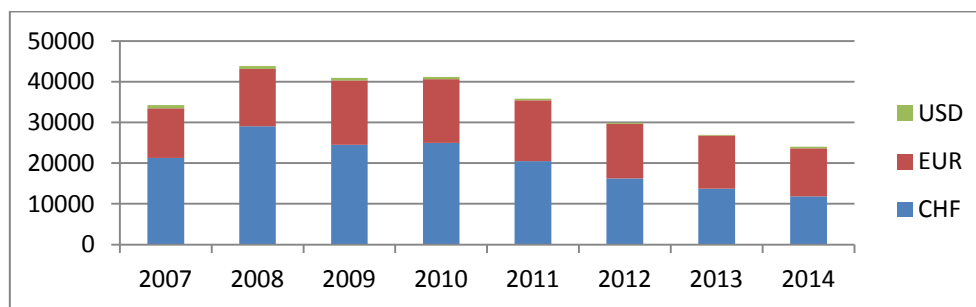
Gráfico 156. Tasa de crecimiento de los préstamos bancarios en la República Checa (%) (1)2007-2014



Fuente: BCE (Statistical Data Warehouse)

En cuanto a los préstamos en moneda extranjera, los bancos checos están más expuestos al riesgo de tipo de cambio de su moneda frente al euro (EUR), mientras que los bancos polacos y húngaros están, además, expuestos al tipo de cambio frente al franco suizo (CHF) y todos ellos están muy poco expuestos al dólar estadounidense (USD).

*Gráfico 157. Préstamos bancarios en moneda extranjera en Hungría (millones EUR)
(1). 2007-2014*



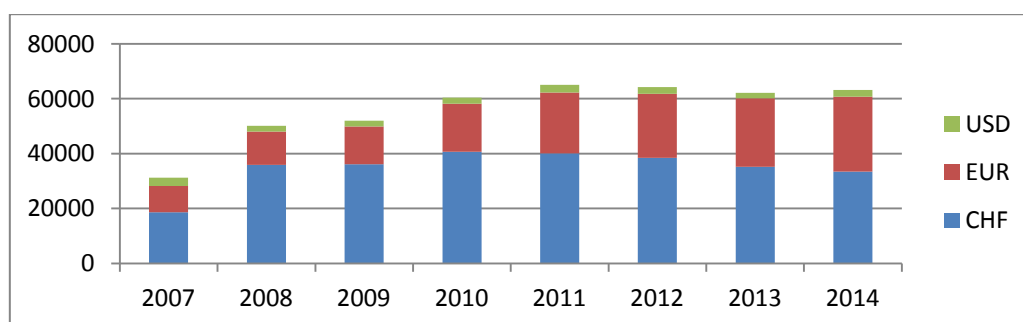
(1) Al finales de año.

Fuente: BCE (Statistical Data Warehouse)

De 2007 a 2009, sobre todo en 2008, una gran parte de los préstamos bancarios concedidos a los hogares para la compra de vivienda estaban denominados en francos suizos, mientras que en 2010 y 2011, los préstamos denominados en euros representaban el mayor porcentaje del total de préstamos en moneda extranjera. De 2008 a 2011 aumentaron los préstamos bancarios denominados en euros, pero a partir de 2012 se redujeron.

En 2012 y 2013, los préstamos en moneda nacional, el zloty polaco, fueron ganando en importancia, llegando a situarse en el 98% del total de préstamos en septiembre de 2013. Los préstamos en dólares de Estados Unidos representaban cerca del 6% en 2008, pasando a menos del 1% en 2009 y 0% a partir de 2010.

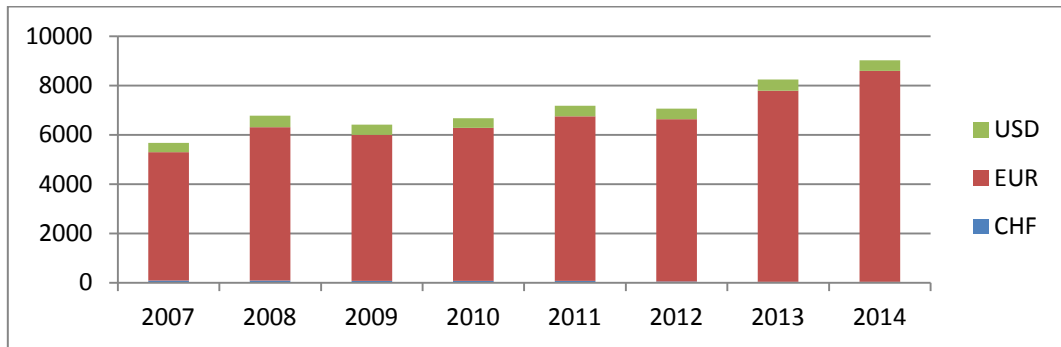
*Gráfico 158. Préstamos bancarios en moneda extranjera en Polonia (millones EUR)
(1). 2007-2014*



(1) Datos a finales de año.

Fuente: BCE (Statistical Data Warehouse)

Gráfico 159. Préstamos bancarios en moneda extranjera en la República Checa (millones EUR) (1). 2007-2014



(1) Al finales de año.

Fuente: BCE (Statistical Data Warehouse)

4. La crisis en el sector asegurador y los fondos de pensiones

Como se señala en el último informe¹⁴³ de la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (AESPJ), o EIOPA en sus siglas en inglés (*European Insurance and Occupational Pensions Authority*), el entorno de bajos tipos de interés ha incentivado la inversión en productos de ahorro a largo plazo, los cuales son ofrecidos por las compañías de seguros y fondos de pensiones.

La AESPJ cumple una función fundamental para la formulación de normas técnicas y las directrices que garanticen la aplicación coherente y en términos de convergencia de las Directivas de la UE. La prueba de resistencia de la AESPJ, en base a un escenario adverso elaborado por la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS), o en sus siglas en inglés ESRB (*European Systemic Risk Board*), puso de manifiesto que existían algunas vulnerabilidades estructurales en el sector de los seguros, no contempladas por la normativa anterior, Solvencia I, lo que dio lugar a la revisión de la misma y a la aprobación de la nueva Directiva 2009/138/CE, denominada Solvencia II.

Solvencia II, complementada por la Ómnibus II, establece un marco legal para el acceso a la actividad de seguro y de reaseguro y su ejercicio en toda la Unión, intentando eliminar las diferencias significativas entre legislaciones nacionales. No quedan sujetas a esta Directiva las empresas de seguros muy pequeñas que tengan un nivel de ingresos brutos por primas inferior a 5 millones de euros anuales, salvo si ya estaban autorizadas en virtud de las Directivas anteriores. Incluso las entidades de seguros excluidas del ámbito de aplicación de esta Directiva, pueden opcionalmente acogerse a la autorización única de la misma. La JERS, según su informe anual¹⁴⁴ de 2014, tenía como uno de sus objetivos prioritarios el análisis de las exposiciones soberanas en la legislación bancaria y de seguros, tanto a nivel de la UE como a escala mundial, para determinar la interacción de la sostenibilidad de la deuda soberana y la solvencia de los sectores bancario y de seguros, que ha sido uno de los problemas de la crisis, y las posibles

¹⁴³ Véase EIOPA (2015).

¹⁴⁴ Véase ESRB (2015).

actuaciones al respecto. Otra cuestión prioritaria para la JERS ha sido la coordinación entre las autoridades macroprudenciales.

4.1. El sector asegurador y los fondos de pensiones de los países intra-eurozona

De 2007 a 2014, los activos del sector asegurador han aumentado en Eslovaquia y Eslovenia. En dicho período, los activos de los fondos de pensiones se han multiplicado casi por cuatro en Eslovaquia, mientras que en Eslovenia han subido un 56%. El total de activos, tanto de las compañías de seguros como de los fondos de pensiones, de estos dos países eran mayores en 2014 que siete años atrás. El total de activos de ambos segmentos aumentó en casi el 114% en Eslovaquia y en el 61,5% en Eslovenia.

Tabla 58. Activos de compañías de seguros y fondos de pensiones en los países ECE (millones EUR). 2007-2014

| | | Seguros | Fondos de Pensiones | Total Seguros y fondos de pensiones | % cambio 2007-2014 |
|------------|------|---------|---------------------|-------------------------------------|--------------------|
| Eslovaquia | 2007 | 4.825 | 2.274 | 7.099 | 113,7 |
| | 2014 | 7.260 | 7.910 | 15.170 | |
| Eslovenia | 2007 | 4.332 | 1.087 | 5.419 | 61,5 |
| | 2014 | 7.054 | 1.697 | 8.751 | |

Fuente: BCE (Statistical Data Warehouse)

Las primas brutas totales de los seguros crecieron moderadamente en 2013 y 2014, tras varios años de caída por la crisis. En 2014, el aumento de las primas en los seguros de no vida compensaron las caídas en las primas de los seguros de vida.

Tabla 59. Primas brutas de las compañías de seguros nacionales de los países ECE (millones EUR). 2007-2013

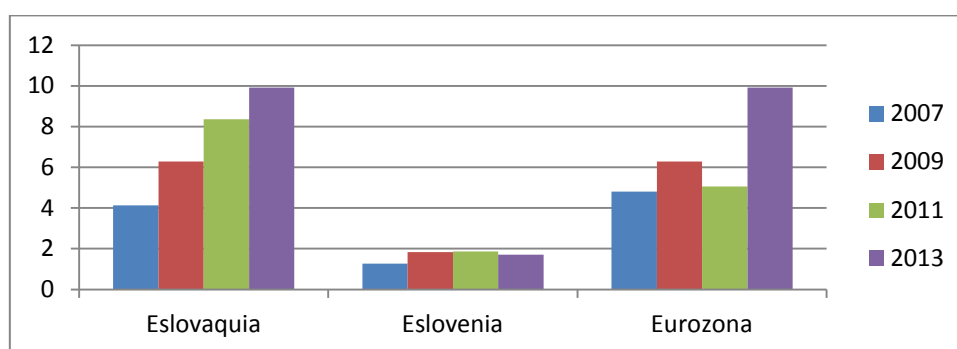
| | | 2007 | 2010 | 2013 | % cambio 2007-2013 |
|------------|---------|---------|---------|---------|-----------------------|
| Eslovaquia | Vida | 124,19 | 164,17 | 190,19 | 84,6 |
| | No vida | 2,79 | 9,72 | 0 | -100 |
| | Mixtas | 1.557,1 | 1.840,5 | 1.892,1 | 51,8 |
| Eslovenia | Vida | 84,41 | 105,55 | -- | 403,3 |
| | No vida | 293,77 | 334,78 | -- | 38,9 |
| | Mixtas | 1.421,2 | 1.474,8 | -- | 25,4 |

(1) No hay datos disponibles de Eslovenia para 2013. El período del porcentaje de cambio para este país es 2007-2012.

Fuente: EIOPA (Financial Stability Statistics)

Los activos de los fondos de pensiones, como porcentaje del PIB, crecieron durante la crisis en Eslovaquia hasta situarse en el nivel de la eurozona en 2013, mientras que en Eslovenia se redujeron al final de la misma.

Gráfico 160. Activos de los fondos de pensiones en Eslovaquia, Eslovenia y la Eurozona (% PIB). 2007-2013



(1) No hay datos disponibles de Eslovenia para 2013, en su lugar se ha puesto el de 2012

Fuente: Banco Mundial (global Financial Development Database)

4.2. El sector asegurador y los fondos de pensiones de los países extra-eurozona

De 2007 a 2014, los activos del sector asegurador han aumentado en Polonia y la República Checa, mientras que en Hungría que se han reducido. En dicho período, los activos de los fondos de pensiones se han multiplicado por dos en la República Checa. En contraste, en Hungría y Polonia han bajado los fondos de pensiones. El total de activos de ambos segmentos, seguros y fondos de pensiones, se redujo en el 38,9% en Hungría.

Las primas brutas totales de los seguros crecieron moderadamente en 2013 y 2014, tras varios años de caída por la crisis. En 2014, el aumento de las primas en los seguros de no vida compensaron las caídas en las primas de los seguros de vida.

Tabla 60 . Activos de compañías de seguros y fondos de pensiones en Hungría, Polonia y la República Checa (millones EUR). 2007-2013

| | | Seguros | Fondos de Pensiones | Total | % cambio 2007-2013 |
|------------|------|---------|---------------------|--------|--------------------|
| Hungría | 2007 | 8.580 | 11.536 | 20.116 | -38,9 |
| | 2014 | 7.889 | 4.505 | 12.394 | |
| Polonia | 2007 | 30.984 | 37.009 | 67.993 | 8,7 |
| | 2014 | 37.825 | 36.060 | 73.885 | |
| Rep. Checa | 2007 | 11.317 | 6.022 | 17.339 | 65,6 |
| | 2014 | 16.403 | 12.319 | 28.722 | |

(1) No hay datos disponibles de Eslovenia para 2013. El período del porcentaje de cambio para este país es 2007-2012.

Fuente: EIOPA (Financial Stability Statistics) y cálculos propios

Tabla 61. Primas brutas de las compañías de seguros nacionales en Hungría, Polonia y la República Checa (millones EUR). 2007-2013

| | | Seguros | Fondos de Pensiones | Total | % cambio 2007-2013 |
|------------|---------|---------|---------------------|---------|--------------------|
| Hungría | Vida | 2.034 | 1.627,3 | 1.666,5 | 36,5 |
| | No vida | 1.671 | 1.432,7 | 1.031,9 | -33,7 |
| Polonia | Vida | 6.743,2 | 7.865,7 | 7.434,8 | 95,3 |
| | No vida | 4.816,6 | 5.692,4 | 6.287,5 | 61,6 |
| Rep. Checa | Vida | 47 | 93 | 72 | 111,7 |
| | No vida | 164 | 244 | 275 | 143,3 |
| | Mixtas | 4.436 | 5.459 | 5.049 | 37,4 |

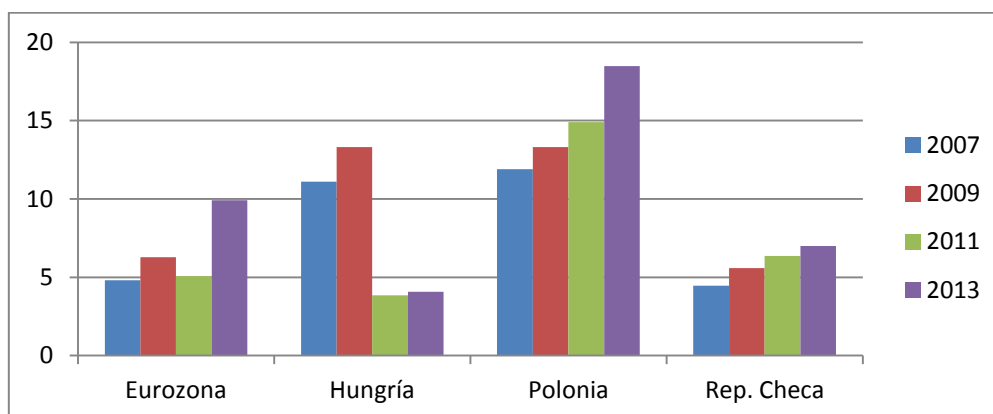
(1) No hay datos disponibles de Eslovenia para 2013. El período del porcentaje de cambio para este país es 2007-2012.

Fuente: EIOPA (Financial Stability Statistics) y cálculos propios

De 2005 a 2013, las primas brutas recibidas por las compañías nacionales en los seguros de vida han aumentado en todos los países, destacando el gran crecimiento en Eslovenia y la República Checa. En los seguros de no vida, las primas no han crecido en todos los países ECE, reduciéndose en Eslovaquia y Hungría, mientras que en la República Checa han crecido en más del 140%. Las primas de las compañías mixtas o multirramo, que sólo se han establecido en Eslovenia, Eslovaquia y República Checa, han experimentado un crecimiento medio en estos países en un rango comprendido entre 25% y 52%.

Los activos de los fondos de pensiones, como porcentaje de PIB, en Hungría y Polonia, que tuvieron un gran desarrollo desde la adhesión de estos países a la UE, durante la crisis, en el segundo país se fue desarrollando aún más, mientras que en el primero se redujo de forma drástica a partir de la crisis de deuda soberana de la eurozona.

Gráfico 161. Activos de los fondos de pensiones en la Eurozona, Hungría, Polonia y la República Checa (% PIB). 2007-2013



(1) No hay datos disponibles de la República Checa para 2013, en su lugar se ha puesto el de 2012.

Fuente: Banco Mundial (global Financial Development Database)

El sector de los seguros de vida en la República Checa está muy concentrado, tres compañías, Česká insurance, cooperativa y Allianz, dominan el mercado de este tipo de seguros, con una cuota conjunta de más del 50% del total. El volumen total de las primas brutas de seguros no ha experimentado muchos cambios de 2010 a 2014. En este último año crecieron las primas en un 0,8% respecto al año anterior, debido al pequeño aumento en el segmento de no vida del 1,9%, mientras que en los seguros de vida se redujeron en un 0,6%. Si bien aumentó el número de pólizas totales suscritas en el seguro de no vida, el ritmo de crecimiento de las primas se redujo respecto a años anteriores, debido a una mayor competencia en el mercado.

En 2013, las cuentas de los fondos de pensiones individuales (pilar 1) pasaron a administrarse por entidades gestoras, como parte de la reforma general del sistema de pensiones en la República Checa.

5. Conclusiones

Durante la crisis europea de deuda soberana, la actuación del BCE, con sucesivas rebajas de sus tipos de interés y otras medidas menos convencionales, tenía como objetivo inmediato el suministro de liquidez al sector bancario y como fin último preservar la estabilidad financiera y la transmisión eficiente de su política monetaria en la eurozona. Sin embargo, dicha actuación no pudo evitar la contracción económica, derivada de la falta de financiación generada por la crisis en muchos países del área, como Eslovaquia, o la recesión, como Eslovenia.

Por su parte, los Bancos Centrales de los países ECE que no habían adoptado aún el euro en el período de crisis también implementaron políticas monetarias expansivas ante el temor de una recesión prolongada de sus socios europeos y porque querían paliar los efectos de la crisis financiera y económica internacional que ya habían sentido sus economías.

No obstante, las medidas tomadas por el BCE y los Bancos Centrales de Hungría, Polonia y la República Checa marcaron el rumbo de sus economías y sistemas financieros, los cuales ya habían experimentado un gran crecimiento desde su adhesión a la UE, sobre todo en los mercados de deuda pública y las Bolsas de valores, aunque con diferencias entre países.

El desarrollo de los mercados de valores y del sector bancario, los seguros y fondos de pensiones de los países ECE, que inicialmente fue impulsado por la normativa de la UE, la cual incentivaba la prestación de servicios y el establecimiento en otros Estados miembros de bancos y otras entidades financieras, se vio obstaculizado por la crisis.

También se ralentizó con la crisis el proceso de integración de los mercados financieros, de renta fija y de crédito. Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de Eslovaquia y Eslovenia con Alemania, que estaban bastante correlacionados en los años previos a la crisis, durante la misma se distanciaron, debido al aumento de la prima de riesgo soberana en el segundo país. Sin embargo, los tipos de la deuda a largo plazo de Polonia y la República Checa mostraron mayor correlación con la Alemania que antes de la crisis. Sus políticas fiscales se acercaron más ante el objetivo de superar la crisis y

porque el proceso de crecimiento continuo de la deuda pública se iba haciendo insostenible.

La solvencia del sector bancario polaco, en cuanto a la adecuación de su capital, era mayor que la de bancos checos y húngaros a comienzos de la crisis. En cambio, al final de la misma, los bancos polacos se volvieron menos solventes y los checos y húngaros más solventes por haber emprendido un proceso de reestructuración por sus Gobiernos respectivos. No obstante, esta medida aplicada para paliar los desequilibrios financieros supuso el agravamiento de desequilibrios macroeconómicos, como el déficit presupuestario. Además, la tasa de morosidad de los préstamos bancarios en Hungría se aceleró durante la crisis de deuda soberana, alcanzando el 16,8% en 2013, lo que redujo su rentabilidad y aumentó su exposición al riesgo de crédito. Sin embargo, los bancos polacos, que tenían la mayor tasa de morosidad de los cinco países al inicio de la crisis, durante la misma la redujeron de forma significativa.

Los bancos eslovacos y checos, aunque también han sufrido la crisis, reduciéndose su rentabilidad financiera y elevándose la tasa de morosidad de sus préstamos, han sido los que más fortaleza demostraron frente a aquella, dada su eficiencia, la cual fue favorecida por la transferencia de capital, tecnología y experiencia de los bancos extranjeros, procedentes en su mayor parte de otros Estados miembros de la UE.

La integración de los tipos de los tipos de interés de los préstamos otorgados por los bancos eslovenos y eslovacos con el resto de países de la eurozona se redujo en el período de crisis. En contraste, los precios de los préstamos de bancos polacos, checos y húngaros estaban más correlacionados durante la crisis que en años previos, debido a que los objetivos de las políticas monetarias de sus respectivos Bancos Centrales estaban más armonizados en este período. Sin embargo, la integración de los bancos checos con los de la eurozona en el segmento de préstamos, aunque siguió siendo elevada, disminuyó durante la crisis.

El desarrollo de las Bolsas de valores, que fue bastante elevado desde la adhesión de estos países a la UE, se vio truncado durante la crisis, aunque la Bolsa polaca experimentó un crecimiento positivo neto en todo el período. Las rentabilidades de las Bolsas de valores húngara, polaca y checa mostraron una elevada correlación. Los

mercados bursátiles eslovaco y esloveno, que estuvieron bastante correlacionados entre ellos, se distanciaron, no obstante, de los eurozona en el período de crisis.

La emisión de valores de deuda pública aumentó con la crisis en todos los países ECE por el crecimiento del déficit público. La contracción del crédito bancario llevó a las empresas a acudir más al mercado de capitales, lo que ha impulsado el crecimiento de la emisión de bonos corporativos, especialmente en Eslovaquia y la República Checa.

A pesar de la crisis, los activos de las compañías aseguradoras y de los fondos de pensiones crecieron en Eslovaquia y la República Checa, aunque el país ECE con mayor desarrollo en los fondos de pensiones ha sido Polonia, mientras que en Hungría, que tuvieron un auge antes de la crisis, se redujeron a lo largo de la misma.

Aunque desde la segunda mitad de 2013 parecía que ya habían remitido los efectos de la crisis, la misma ha dejado secuelas y aún en 2014 persistían algunos factores de vulnerabilidad en algunos de los países ECE, como el apalancamiento del sector privado, el elevado nivel en Hungría y el excesivo incremento en Eslovenia de la deuda pública, así como la fragilidad del sistema bancario esloveno.

A partir del estudio realizado en este capítulo sobre los efectos de la crisis en cada uno de los dos grupos de países, los integrados - Eslovaquia y Eslovenia - y los no integrados - Hungría, Polonia y la República Checa - en la eurozona, se puede establecer un marco comparativo entre los mismos para el análisis del impacto de dicha crisis sobre sus sectores financieros que se llevará a cabo en el capítulo posterior.

CAPÍTULO V. ANÁLISIS COMPARADO DEL IMPACTO DE LA CRISIS SEGÚN EL GRADO DE INTEGRACIÓN MONETARIA DE LOS PAÍSES DEL ESTE Y CENTRO DE EUROPA DE LA UNIÓN EUROPEA

En este capítulo se analiza el impacto de la crisis financiera internacional y la crisis europea de deuda soberana en los sistemas financieros de los países ECE, bajo un enfoque comparativo entre los países ECE integrados - Eslovenia y Eslovaquia (en adelante, países ECE-euro) - y no integrados en la eurozona - Hungría, Polonia y la República Checa (en adelante, países ECE-no euro), durante el período 2008-2014. Aunque dicho estudio se inicia en 2008, los datos se muestran la mayoría de las veces para el período 2007-2014, debido a que 2007 se toma como año de referencia para examinar los cambios producidos a partir del mismo, salvo en los casos en que sea preciso analizar los años previos a la crisis, que será desde su adhesión a la UE, en 2004. Ello cumple un doble objetivo. En primer lugar, se considera que los desequilibrios macroeconómicos y financieros acumulados antes de dicha crisis han llevado a que unos países sean más vulnerables que otros a los efectos de la misma. En segundo lugar, es fundamental comparar la situación de crisis con el período anterior. Siempre que se describan las perspectivas económicas de estos países para 2015 y 2016, éstas se referirán a las últimas previsiones disponibles de la Comisión Europea, que son las de otoño de 2015.

Por otra parte, el análisis en este capítulo se centra en el sector bancario y los mercados de valores de los países ECE, con el fin de comprobar si la crisis ha modificado la estructura del sector financiero de estos países, desde uno basado en el sector bancario hacia otro más orientado a los mercados de valores. Si bien, no se espera que los mercados hayan aventajado a los bancos en su papel como intermediarios principales financieros, sí hay evidencia de que la contracción del crédito bancario derivada de la crisis ha empujado a las empresas a acudir a los mercados en busca de la necesaria financiación de sus inversiones productivas, que son las verdaderas promotoras del crecimiento económico.

1. Impacto de la crisis en los sectores real y financiero de los países del Este y Centro de Europa intra y extra eurozona

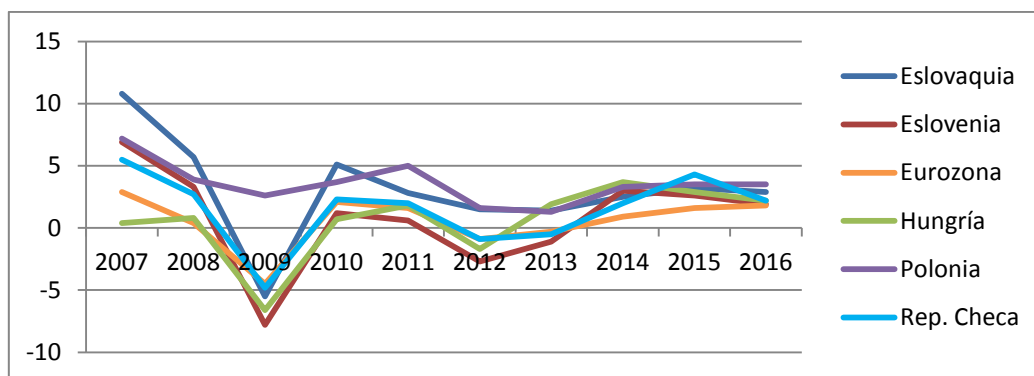
Desde la adhesión a la UE de los países ECE, el entorno financiero europeo y mundial de bajos tipos de interés facilitó la expansión del crédito y el crecimiento económico de estos países hasta 2007. Sin embargo, durante los años de recesión económica que siguieron a la crisis financiera internacional, 2008-2009, el PIB real de los países ECE fue cayendo e incluso en 2009 se volvió negativo, excepto en Polonia. Y, tras la recuperación económica de 2010, la cual no fue sostenible debido a los problemas de financiación derivados de la fase anterior de recesión, la crisis europea de deuda soberana afectó de nuevo a la economía de los países ECE, especialmente a Hungría, que creció negativamente en 2012, y a Eslovenia y la República Checa, por este orden, que tuvieron recesiones en 2012 y 2013.

La contracción de la economía polaca fue menos intensa, debido a que es menos dependiente del sector exterior y, por tanto, está menos expuesta a los *shocks* externos. La economía eslovaca, aunque se contrajo de 2011 a 2013, debido sobre todo a la reducción de la inversión, no llegó a caer en recesión debido al buen comportamiento de las exportaciones netas, según datos de la Comisión Europea.

Terazi y Senel (2011) señalan que esta crisis afectó a la economía real de estos países¹⁴⁵, a través de dos efectos. En primer lugar, la contracción del crédito influyó negativamente sobre la financiación del sector privado, produciendo efectos adversos sobre la inversión y la demanda de consumo. En segundo lugar, la desaceleración de la economía mundial llevó a una reducción en sus exportaciones.

¹⁴⁵ Su estudio se extiende a otros dos países de Europa Oriental, los cuales entraron en la UE en 2007, Bulgaria y Rumanía.

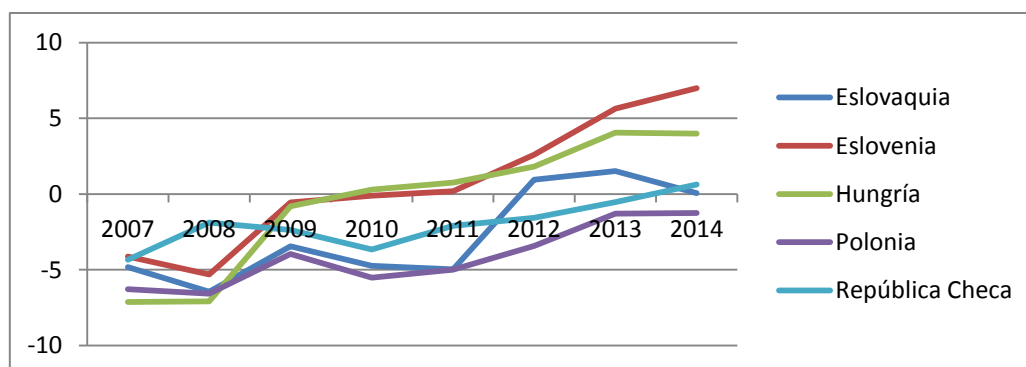
Gráfico 162. Crecimiento del PIB real en los países ECE (%). 2007-2016



Fuente: Comisión Europea (*Eurostat y European Economic Forecast, Autumn 2015*)

El crecimiento económico de los países ECE durante los años previos a la crisis no fue equilibrado, con déficit en sus balanzas por cuenta corriente, lo que elevó su deuda externa. Sin embargo, durante la segunda fase de la crisis, la disminución de las importaciones, dentro de la dinámica general de la caída del consumo, ha permitido que mejorara el saldo exterior neto. En 2014, Polonia aún presentaba déficit en su balanza por cuenta corriente.

Gráfico 163. Saldo balanza cuenta corriente países ECE (% PIB) 2007-2014

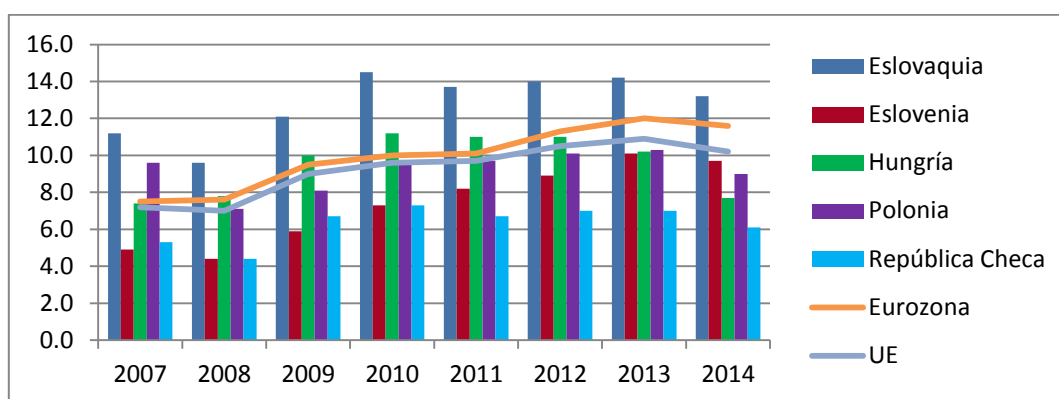


Fuente: FMI (*World Economic Outlook Database*)

En 2014, Eslovaquia seguía teniendo la tasa de paro (13,2%) más alta de los cinco países ECE, situándose, además, por encima de las medias de la UE (10,2%) y la

eurozona (11,6%), mientras que la República Checa tuvo en ese año la tasa de desempleo más baja (6,1%) de todos los países de la UE.

Gráfico 164. *Tasa de desempleo países ECE (%) 2007-2014*



Fuente: Comisión Europea (*Eurostat*)

La demanda interna ha contribuido al crecimiento económico de 2014 en todos los países ECE y, además, la demanda externa en Eslovenia. Según las previsiones de la Comisión Europea para 2015 y 2016, se espera un crecimiento económico positivo para el conjunto de los países ECE por encima de las medias de la eurozona (1,6% para 2015 y 1,8% para 2016) y la UE (1,9% para 2015 y 2% para 2016), aunque con diferencias entre países. En general, se estima que el crecimiento del PIB real crecerá a un ritmo mayor en 2015, se reducirá en 2016 y volverá a aumentar en 2017.

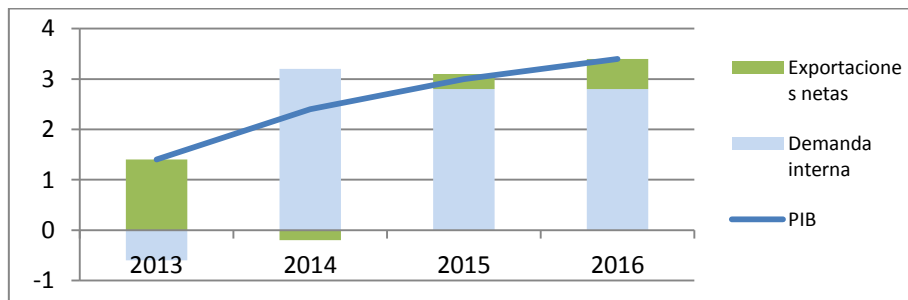
La Comisión prevé una recuperación moderada del consumo privado en todos los países, destacando el aumento en Polonia. Sin embargo, la formación bruta del capital fijo tiende a bajar, mientras que las exportaciones netas se recuperan en todos los países, excepto en Eslovenia, cuyo saldo positivo se reducirá al crecer las importaciones más que las exportaciones, según dichas previsiones. Cabe destacar la fuerte contribución de la inversión productiva al crecimiento del PIB real en Hungría y Polonia en 2014.

Tabla 62. Previsiones de crecimiento económico en Eslovaquia (%).
2013-2016

| | | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|------------|---------------------------------|------|------|------|------|
| Eslovaquia | PIB | 1.4 | 2.4 | 3.0 | 3.4 |
| | Consumo privado | -0.7 | 2.2 | 2.4 | 2.7 |
| | Consumo público | 2.4 | 4.4 | 2.4 | 2.8 |
| | Formación bruta de capital fijo | -2.7 | 5.7 | 4.6 | 3.7 |
| | Exportaciones | 5.2 | 4.6 | 4.2 | 5.6 |
| | Importaciones | 3.8 | 5.0 | 4.1 | 5.2 |
| Eurozona | PIB | -0.3 | 0.9 | 1.6 | 1.8 |

Fuente: Comisión Europea (European Economic Forecast Autumn 2015)

Gráfico 165. Contribución de la demanda interna y las exportaciones netas al crecimiento económico de Eslovaquia. (%). 2013-2016



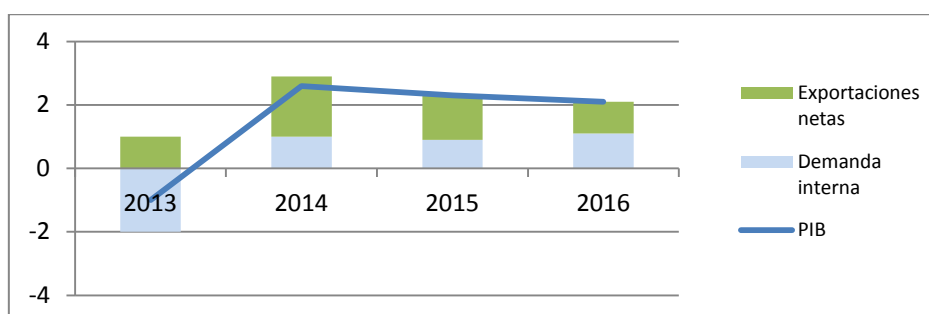
Fuente: Comisión Europea (European Economic Forecast Autumn 2015)

Tabla 63. Previsiones de crecimiento económico en Eslovenia (%).
2013-2016

| | | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|-----------|---------------------------------|------|------|------|------|
| Eslovenia | PIB | -1.0 | 2.6 | 2.3 | 2.1 |
| | Consumo privado | -3.9 | 0.3 | 0.7 | 1.3 |
| | Consumo público | -1.1 | -0.5 | -1.5 | 2.0 |
| | Formación bruta de capital fijo | 1.9 | 4.8 | 4.3 | 0.3 |
| | Exportaciones | 2.6 | 6.3 | 5.2 | 5.3 |
| | Importaciones | 1.4 | 4.1 | 3.8 | 4.5 |
| Eurozona | PIB | -0.3 | 0.9 | 1.6 | 1.8 |

Fuente: Comisión Europea (European Economic Forecast Autumn 2015)

Gráfico 166. Contribución de la demanda interna y las exportaciones netas al crecimiento económico de Eslovenia (%). 2013-2016



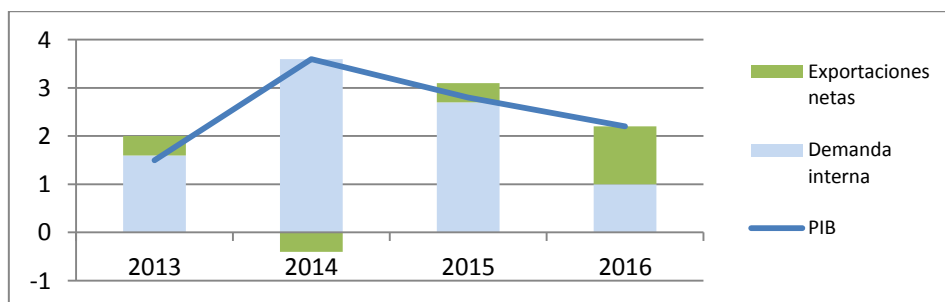
Fuente: Comisión Europea (European Economic Forecast Autumn 2015)

Tabla 64. Previsiones de crecimiento económico en Hungría. Variación anual (%). 2013-2016

| | | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|----------------|---------------------------------|------|------|------|------|
| <i>Hungría</i> | PIB | 1.5 | 3.6 | 2.8 | 2.2 |
| | Consumo privado | -0.1 | 1.6 | 3.0 | 2.7 |
| | Consumo público | 3.2 | 2.4 | 0.9 | -0.5 |
| | Formación bruta de capital fijo | 5.2 | 11.7 | 4.6 | -1.0 |
| | Exportaciones | 5.9 | 8.7 | 7.3 | 7.5 |
| | Importaciones | 5.9 | 10.0 | 7.5 | 6.8 |
| <i>UE</i> | PIB | 0.2 | 1.4 | 1.9 | 2.0 |

Fuente: Comisión Europea (European Economic Forecast Autumn 2015)

Gráfico 167. Contribución de la demanda interna y las exportaciones netas al crecimiento económico de Hungría (%). 2013-2016



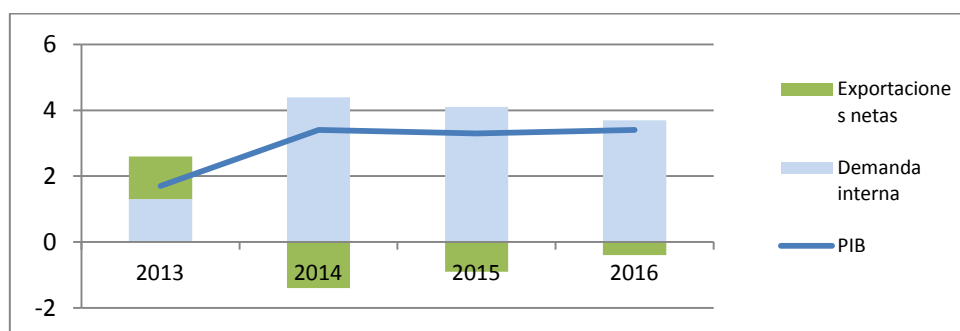
Fuente: Comisión Europea (European Economic Forecast Autumn 2015)

Tabla 65. Previsiones de crecimiento económico en Polonia. Variación anual (%) (1)
2013-2016

| | | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|---------|---------------------------------|------|------|------|------|
| Polonia | PIB | 1.3 | 3.3 | 3.5 | 3.5 |
| | Consumo privado | 0.2 | 2.5 | 3.4 | 3.4 |
| | Consumo público | 2.2 | 4.9 | 4.1 | 3.1 |
| | Formación bruta de capital fijo | -1.1 | 9.8 | 6.5 | 5.5 |
| | Exportaciones | 6.1 | 6.4 | 5.6 | 5.8 |
| | Importaciones | 1.7 | 10.0 | 5.6 | 6.6 |
| UE | PIB | 0.2 | 1.4 | 1.9 | 2.0 |

Fuente: Comisión Europea (European Economic Forecast Autumn 2015)

Gráfico 168. Contribución de la demanda interna y las exportaciones netas al crecimiento económico de Polonia (%). 2013-2016



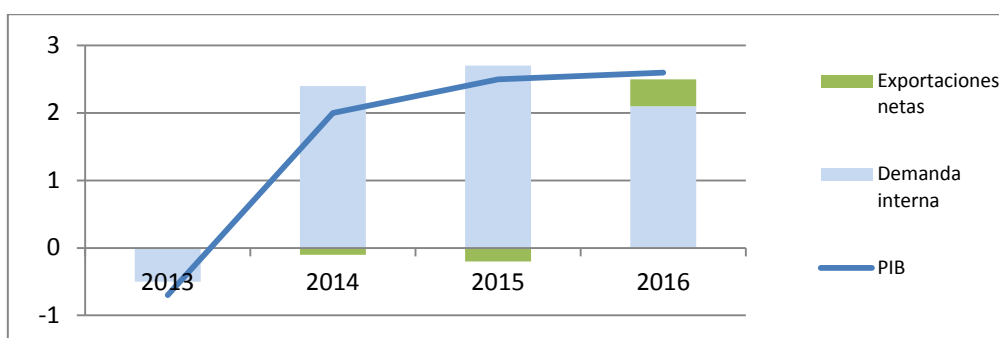
Fuente: Comisión Europea (European Economic Forecast Autumn 2015)

Tabla 66. Previsiones de crecimiento económico en la República Checa. Variación anual (%). 2013-2016

| | | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|-----------------|---------------------------------|------|------|------|------|
| República Checa | PIB | -0.5 | 2.0 | 4.3 | 2.2 |
| | Consumo privado | 0.7 | 1.5 | 3.0 | 2.8 |
| | Consumo público | 2.3 | 1.8 | 2.8 | 2.2 |
| | Formación bruta de capital fijo | -2.7 | 2.0 | 7.6 | 0.0 |
| | Exportaciones | 0.0 | 8.9 | 6.7 | 5.8 |
| | Importaciones | 0.1 | 9.8 | 7.5 | 5.9 |
| UE | PIB | 0.2 | 1.4 | 1.9 | 2.0 |

Fuente: Comisión Europea (European Economic Forecast Autumn 2015)

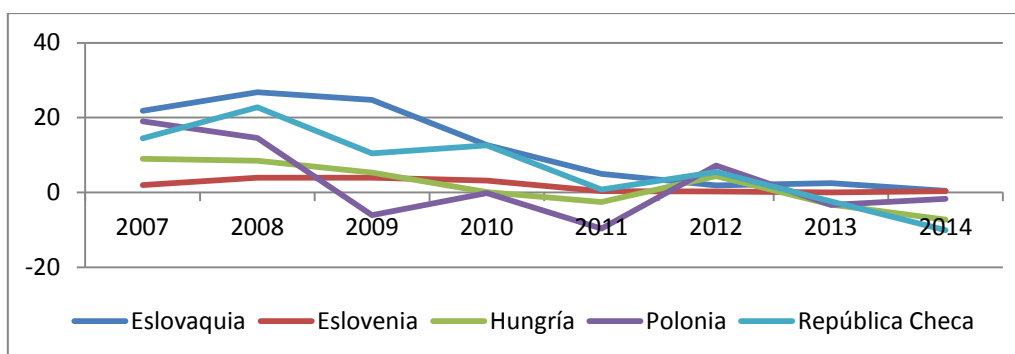
Gráfico 169. Contribución de la demanda interna y las exportaciones netas al crecimiento económico de la República Checa. (%). 2013-2016



Fuente: Comisión Europea (European Economic Forecast Autumn 2015)

El tipo de cambio efectivo real del euro (TCER) se redujo de forma acusada en Eslovaquia desde que este país adoptó el euro, debido al buen comportamiento de los precios en 2009 y 2010, lo que mejoró su competitividad frente al exterior. Si bien, durante los años de crisis europea, los precios volvieron a subir, incrementándose el TCER. Mientras que en Eslovenia, que ya tenía un TCER muy bajo desde 2004, el mismo aumentó a partir de su integración en la eurozona, como consecuencia del aumento de la inflación en 2007 y 2008 (gráfico 170).

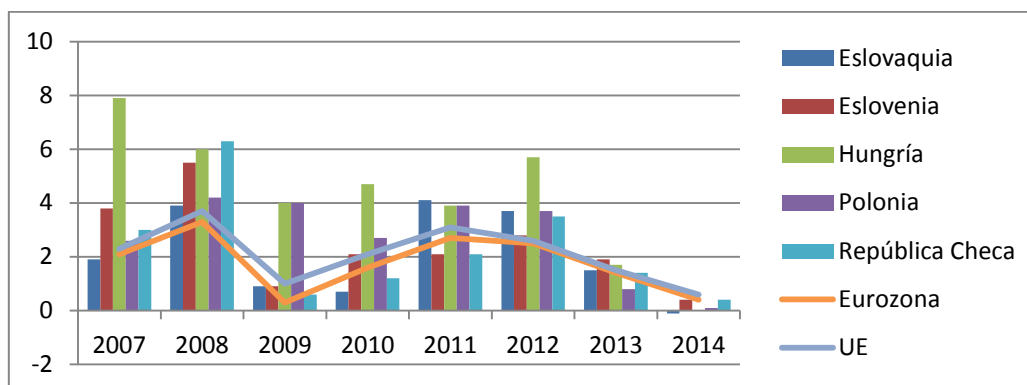
Gráfico 170. Tipo de cambio efectivo real países ECE (1) 2007-2014



1) Variaciones (%) respecto a los tres años anteriores. Tipo de cambio de las monedas de estos países frente a una cesta de monedas y precios de 42 países (28 de la UE más otros 14 países).

Fuente: Comisión Europea (Eurostat)

Gráfico 171. Tasa de inflación en los países ECE (%) 2007-2014



(1) La tasa de inflación interanual se mide a través del IAPC.

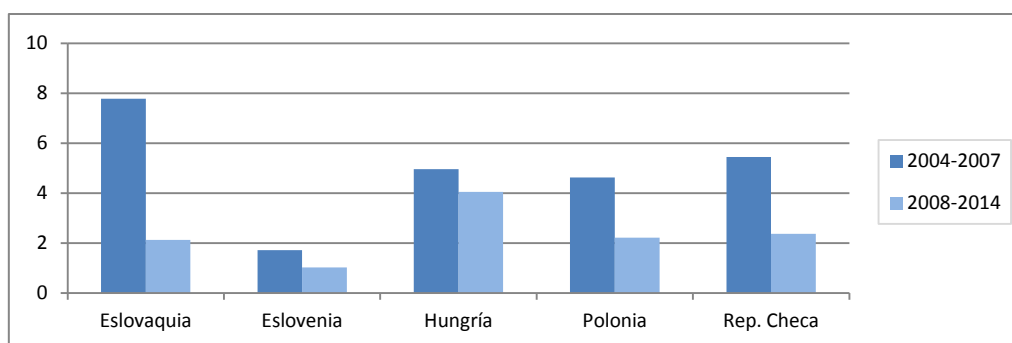
Fuente: Comisión Europea (Eurostat)

La competitividad de las economías de los países ECE-no euro frente el exterior, en concreto en la República Checa y Hungría, creció desde la crisis (gráfico), al disminuir el TCER por la depreciación de sus monedas, la corona checa y el forint húngaro frente al euro, respectivamente, y por el buen comportamiento de los precios. El zloty polaco se ha mantenido más estable, aunque en 2013 y 2014 se ha depreciado moderadamente respecto al euro. No obstante, en los momentos más críticos de la crisis se produjo un deterioro de la competitividad de estos países, ya que a pesar de la contracción económica sufrida, sus precios aumentaron por encima de la media de la UE.

Los flujos de entrada de inversión extranjera directa (IED) estimularon el crecimiento económico y el desarrollo financiero de los países ECE. Los países de origen de este tipo de inversión eran Alemania, Austria, Francia, Holanda, Italia y Luxemburgo, dependiendo del país ECE de destino. En 2012, las inversiones directas que Holanda realizó en la República Checa representaban casi el 50% del total invertido en este país, mientras que el 45% de las IED en Eslovaquia procedieron básicamente del país checo y de Alemania. Los países que más invirtieron ese año en Hungría fueron Italia y Luxemburgo, en cambio, las IED en Polonia llegaron sobre todo de Alemania y Francia. Eslovenia es el país con menores entradas de IED de los cinco países ECE, procediendo su mayor parte de Austria.

Los flujos de entrada de IED, como porcentaje del PIB, de los países ECE fueron bastante elevados en el período previo a la crisis, especialmente en Eslovaquia. No obstante, durante la crisis se redujeron de forma acusada, sobre todo en 2008 y 2011, coincidiendo con los momentos más críticos de la crisis financiera internacional y de deuda soberana en la eurozona.

Gráfico 172. Entradas de Inversión Extranjera Directa (flujos, % PIB) (1). 2004-2014



(1) Promedios en cada período, 2004-2007 y 2008-2014.

Fuente: Elaboración propia con datos de UNCTAD (*World Investment Report*)

Hungría es el país ECE con mayor acumulación de entradas de IED, como porcentaje del PIB, seguido de la República Checa desde 2009. Sin embargo, si se consideran los datos en millones de dólares estadounidenses (USD), Polonia es el país con mayores entradas de IED en todo el período analizado, según datos de la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo, o en sus siglas en inglés UNCTAD (*United Nations Conference on Trade and Development*)¹⁴⁶.

En un estudio del BCE (2010) se pone de manifiesto la importancia del régimen cambiario cuando se analizan las diferencias entre países sobre el impacto de la crisis financiera global en las exportaciones de los PECE pertenecientes a la UE, sosteniendo

¹⁴⁶ El índice de contribución de la IED clasifica las economías en función de la importancia de la IED y de las filiales extranjeras para dichas economías en términos de valor añadido, empleo, salarios, ingresos fiscales, exportaciones, inversión en investigación y desarrollo, y formación de capital (UNCTAD, 2012).

que los países con tipos de cambio flexibles (Polonia, Hungría, República Checa) tuvieron caídas en las exportaciones menores que aquellos cuyo tipo de cambio era fijo. Eslovaquia y Eslovenia tuvieron un régimen de tipos de cambio fijos, pero flexibles dentro de una banda de fluctuación desde su participación en el MTC II, hasta que se incorporaron a la eurozona.

La convergencia real de los países ECE¹⁴⁷ con la media de la UE, medida a través del PIB per cápita en términos de paridad del poder adquisitivo (PPA), aumentó desde su adhesión a la misma, salvo en Hungría. A partir de 2007, los países ECE con el PIB per cápita más alto y más bajo eran Eslovenia y Polonia, respectivamente, mientras que en 2014, la República Checa se ha convertido en el país ECE que más cerca se encuentra de la media de los veintiocho Estados miembros de la UE. El PIB per cápita en PPA de Polonia, que partía de un nivel bastante bajo en 2004, ha tenido un crecimiento espectacular, incrementándose en 15 puntos porcentuales de 2007 a 2014, en cambio, en Eslovenia empezó a descender a partir de 2009, en el contexto de recesión económica mundial. El nivel de convergencia real esloveno en 2014 era inferior a su nivel de comienzos de la crisis en 2007, aún así, era el segundo más alto de los cinco países ECE, después de la República Checa.

Tabla 67. PIB per cápita en PPA (% de la UE) (1) 2007-2014

| | 2007 | 2010 | 2014 |
|----------------------|------|------|------|
| Eslovaquia | 67 | 73 | 76 |
| Eslovenia | 87 | 83 | 83 |
| Hungría | 61 | 65 | 68 |
| Polonia | 53 | 62 | 68 |
| República Checa | 84 | 81 | 84 |
| Eurozona (19 países) | 108 | 108 | 107 |

(1) Base UE-28 = 100

Fuente: Comisión Europea (Eurostat)

¹⁴⁷ Actualmente, se consideran economías avanzadas a la eslovaca, eslovena y checa, mientras que Hungría y Polonia son países en desarrollo, según datos del PIB per cápita.

Duce y Garrote (2011) argumentan que, aunque la convergencia real en estos países fue impulsada por la fuerte entrada de capital extranjero, la consecuente expansión del crédito llevó a la acumulación de desequilibrios macroeconómicos y financieros. Sin embargo, Visco (2013) resalta que el apoyo financiero de la UE y el FMI a algunos países, como Hungría, así como la coordinación entre las autoridades de los países de origen y acogida de los bancos extranjeros, en el contexto de la iniciativa de Viena, evitaron un colapso de la magnitud de la crisis del sudeste asiático de 1997-98.

El objetivo de la iniciativa de Viena de 2009 fue la coordinación en la toma de decisiones entre los sectores y evitar la retirada de los bancos extranjeros en la región. Después, la iniciativa de 2012 pretendía evitar el desapalancamiento desordenado y salvaguardar la estabilidad financiera transfronteriza.

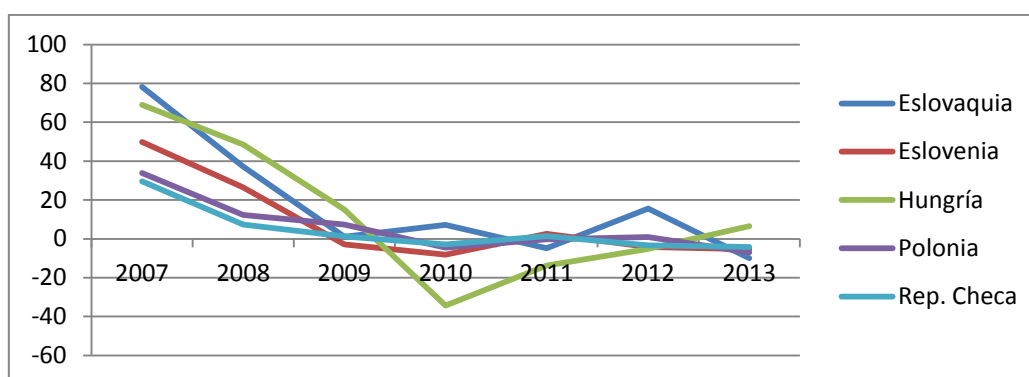
En un estudio del FMI (2013) se señala la importante contribución de los bancos extranjeros, sobre todo de la UE occidental, en el desarrollo de las economías de los países ECE, distinguiendo entre dos formas de participación, uno a través de la propiedad extranjera de los bancos nacionales y el otro mediante la financiación exterior. El estudio resalta que la propiedad extranjera jugó un papel estabilizador de la economía en la etapa de la transición, mientras que la financiación extranjera a mediados de la década de 2000, si bien impulsó el auge del crédito y, con ello, el aumento de la demanda interna y del crecimiento económico, llevó a una gran dependencia de la financiación extranjera y, por tanto, a una mayor vulnerabilidad ante los efectos de la crisis. Asimismo, se argumenta que actualmente la banca en estos países está evolucionando hacia un modelo más descentralizado.

En la misma línea, Feyen et al. (2014) analizan los factores que más han contribuido a la contracción del crédito en los países ECE durante la crisis financiera global, argumentando que los países con una gran dependencia de la financiación exterior y baja propiedad extranjera (Eslovenia) se han visto más afectados que aquellos con un elevado grado de propiedad extranjera y reducida dependencia de la financiación (Eslovaquia y la República Checa).

Además de las IED, el crédito bancario transfronterizo ha venido siendo una fuente de financiación importante en los países ECE. No obstante, durante la crisis, dicho crédito

fue aumentando cada vez en menor porcentaje, llegando a situarse en valores negativos en ambos grupos de países (gráfico 173), debido a que los bancos prestamistas de los países de origen, en su mayoría de la UE occidental, se encontraban inmersos en un proceso de desapalancamiento.

Gráfico 173. Crédito bancario transfronterizo hacia los países ECE (%) (1). 2007-2013

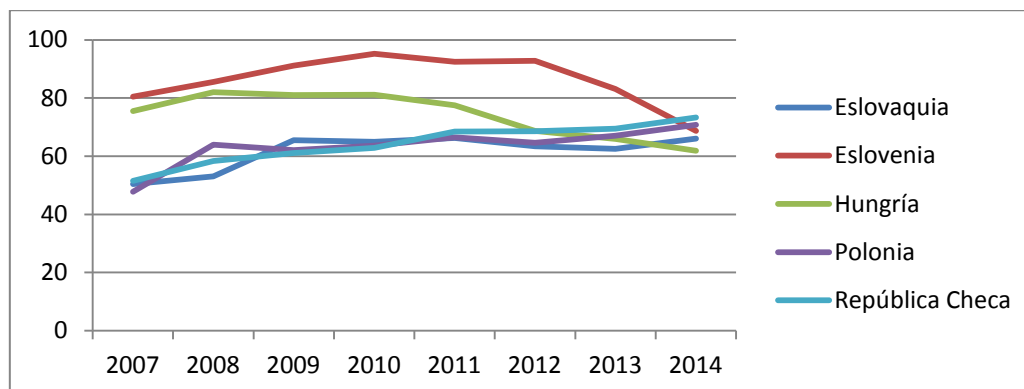


(1) Variaciones porcentuales interanuales a partir de datos trimestrales (referidos al cuarto trimestre de cada año).

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de Pagos Internacionales (*BIS International Banking Statistics*)

Por otra parte, el crecimiento del crédito bancario interno en los países ECE-no euro ha sido muy elevado hasta el inicio de la crisis global, especialmente en Hungría, y, dentro de los países ECE-euro, en Eslovenia hasta el estallido de la crisis de deuda soberana (gráfico 174). Este excesivo aumento del crédito en el período previo a la crisis, impulsado por la liquidez proporcionada por los bancos extranjeros, dotó a las entidades bancarias eslovenas y húngaras de una mayor fragilidad en el período posterior de crisis, a pesar de su influencia positiva en el crecimiento económico.

Gráfico 174. Crédito bancario interno en los países ECE (% PIB). 2007-2014



Fuente: Banco Mundial (World Development Indicators)

Tras este análisis se puede concluir que el modelo de financiación externa de los países ECE parece haber influido en el impacto de la crisis sobre los mismos. En el grupo de los países ECE-euro, Eslovenia se ha caracterizado por tener una elevada financiación externa a través de créditos de bancos extranjeros y una reducida entrada de IED en su sector bancario, mientras que Eslovaquia y, dentro de los países ECE-no euro, la República Checa, se han financiado fundamentalmente a través de IED, con una elevada participación extranjera en sus bancos (tabla). Si además se tiene en cuenta que el crecimiento del crédito bancario interno en Eslovenia ha sido muy intenso hasta 2010 (gráfico), se comprueba que este país ha sido especialmente golpeado por la crisis deuda soberana europea, como así lo reflejan los datos de contracción, tanto de su crédito interno como de su economía real durante dichas crisis.

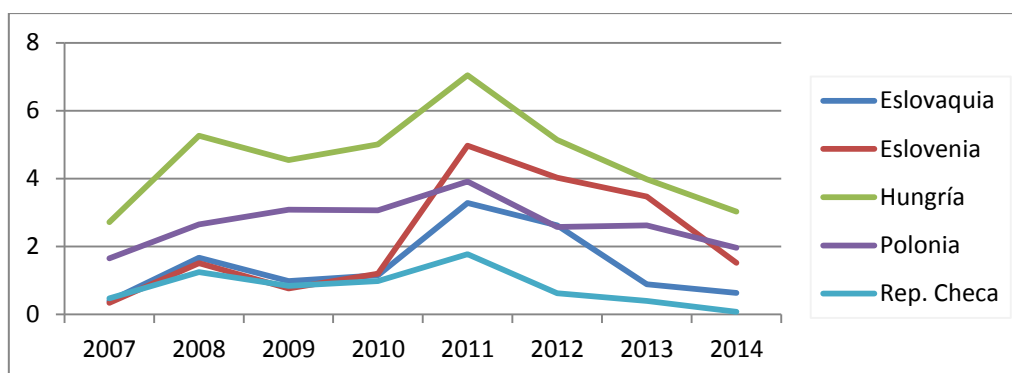
En cambio, la República Checa no tuvo un crecimiento de su crédito interno tan acelerado en el período previo a la crisis europea, ni su economía sufrió posteriormente una recesión tan severa como la eslovena. En cuanto a Eslovaquia, aunque su crecimiento económico se contrajo, el mismo fue positivo durante los últimos años (gráfico), Dicha conclusión estaría en consonancia con los hallazgos de Feyen et al. (2014).

En cuanto a Hungría y Polonia, ambos países han seguido un patrón de financiación externa diferente al de los tres anteriores. Tanto en Hungría como en Polonia, la cuota de participación extranjera en sus bancos fue mayor que en Eslovenia, pero menor que

en Eslovaquia y la República Checa (tabla), mientras que el crédito bancario interno antes de la crisis fue más alto en Hungría que en Polonia (gráfico), debido a que en el primer país se produjo un mayor crecimiento de los préstamos hipotecarios y del crédito a las empresas no financieras, denominados en su mayor parte en moneda extranjera.

Por otra parte, la crisis, además, ha afectado a la prima de riesgo de la deuda pública de los países ECE. El ascenso de la prima de riesgo de deuda soberana se explica por el crecimiento de la deuda pública en una situación de crisis financiera y económica, ya que los inversores perciben un mayor riesgo de impago o *default* ante la frágil capacidad de sus gobiernos para generar ingresos.

Gráfico 175. Primas de riesgo de la deuda soberana de los países ECE (1) (%).2007-2014



(1) Spreads o diferencias entre los tipos de interés anuales de la deuda pública a 10 años de cada país y los de Alemania. Los tipos de interés anuales se refieren a los promedios de las observaciones del mes de diciembre de cada año.

Fuente: Elaboración propia con datos del BCE (Statistical Data Warehouse).

De hecho, hubo un gran crecimiento de la prima de riesgo de la deuda soberana, medida a través del diferencial o *spread* de los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de cada país ECE respecto a los de Alemania, en los cinco países, destacando los incrementos en 2011 de Eslovenia, en el grupo de países ECE-euro, y de Hungría y Polonia, por este orden, en el grupo de países ECE-no euro, como se observa en el gráfico . En contraste, el país con menor riesgo soberano de todos los aquí examinados

es la República Checa. En 2013, la relación deuda pública/PIB en la República Checa ha sido la más baja de las registradas en los cinco países ECE y es bastante inferior a las medias de los países de la eurozona y la UE (tabla). A pesar de la recesión económica de 2012 y 2013 (gráfico), no parece que vaya a haber problemas de sostenibilidad de la deuda pública en este país a medio plazo, ya que su crecimiento económico en 2014 ha sido positivo y dadas las buenas perspectivas de crecimiento económico para los próximos años, que según las previsiones de la Comisión Europea¹⁴⁸ será del 2,5% y 2,6 % en 2015 y 2016, respectivamente.

Aunque la República Checa fue objeto de una decisión del Consejo de la UE, el 2 de diciembre de 2009, relativa a la existencia de un déficit excesivo, este país lo ha corregido en 2013, registrando en este año un déficit público respecto al PIB del 1,3 %, el cual se sitúa por debajo del valor de referencia del 3% del PIB, recogido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), derogándose dicha decisión el 20 de junio de 2014.

Tabla 68. *Deuda y déficit públicos de los países ECE (1) (% PIB). 2010-2014*

| | <i>Déficit Público (% PIB)</i> | | | | | <i>Deuda Pública (% PIB)</i> | | | | |
|------------------------|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | <i>2010</i> | <i>2011</i> | <i>2012</i> | <i>2013</i> | <i>2014</i> | <i>2010</i> | <i>2011</i> | <i>2012</i> | <i>2013</i> | <i>2014</i> |
| <i>Eslovaquia</i> | -7,5 | -4,1 | -4,2 | -2,6 | -2,8 | 40,8 | 43,3 | 51,9 | 54,6 | 53,5 |
| <i>Eslovenia</i> | -5,6 | -6,6 | -4,1 | -15,0 | -5,0 | 38,2 | 46,4 | 53,7 | 70,8 | 80,8 |
| <i>Eurozona</i> | -6,1 | -4,1 | -3,7 | -3,0 | -2,6 | 83,9 | 86,2 | 89,6 | 91,4 | 92,3 |
| <i>Hungría</i> | -4,5 | -5,5 | -2,3 | -2,5 | -2,5 | 80,6 | 80,8 | 78,3 | 76,8 | 76,2 |
| <i>Polonia</i> | -7,5 | -4,9 | -3,7 | -4,0 | -3,3 | 53,3 | 54,4 | 54,0 | 55,9 | 50,4 |
| <i>República Checa</i> | -4,4 | -2,7 | -4,0 | -1,3 | -1,9 | 38,2 | 39,9 | 44,7 | 45,2 | 42,7 |
| <i>Unión Europea</i> | -6,4 | -4,5 | -4,2 | -3,3 | -3,0 | 78,5 | 81,1 | 83,8 | 85,5 | 86,8 |

(1) Los datos de las medias de la eurozona están referidos a 16 países en 2010, 17 países de 2011 a 2013 y 18 países en 2014. Los datos de las medias de la UE están referidos a 27 países de 2010 a 2012 y a 28 países en 2013 y 2014.

Fuente: Comisión Europea (Eurostat)

¹⁴⁸ European Commission (2015).

Para 2013, los porcentajes más altos de la relación deuda pública/PIB, dentro de los países ECE bajo estudio, se registraron en Hungría y Eslovenia. Comparando los países ECE-euro con los países ECE-no euro, se observa que los porcentajes de la deuda pública respecto al PIB de Eslovaquia, en el primer grupo, y de Polonia, en el segundo grupo, están muy próximos (tabla) y, sin embargo, la prima de riesgo de la deuda soberana del segundo país es mucho mayor que la del primero (gráfico). Esto podría deberse a que, aunque ambos países han sido objeto de una decisión del Consejo relativa a la existencia de un déficit público excesivo¹⁴⁹, en Polonia no sólo no se corrigió, sino que además se incrementó, mientras que en Eslovaquia se redujo en 2013.

La contracción del crecimiento económico en Polonia en ese año (gráfico) ha contribuido al aumento de su déficit presupuestario. Además, el crecimiento de la deuda externa contraída por el Gobierno polaco, que se aceleró desde 2009, ha elevado los riesgos externos a corto plazo y ha tenido un impacto negativo en las perspectivas de crecimiento económico. La capacidad para obtener financiación exterior hizo que se retrasaran las reformas estructurales que se necesitaba llevar a cabo en este país (Bogumil, 2014). Todas estas fuentes de incertidumbre han podido influir en la percepción por los inversores de un mayor riesgo soberano en Polonia en comparación con Eslovaquia en 2013.

De acuerdo con el artículo 126 del Tratado de Funcionamiento de la UE (TFUE), el Consejo acordó el 7 de julio de 2009 que existía un déficit excesivo en Polonia, y el 10 de diciembre de 2013 recomendó a este país que lo corrigiera como muy tarde en 2015. Por otra parte, el Consejo decidió el 2 de diciembre de 2009 que Eslovaquia tenía un déficit excesivo, recomendando a este país que pusiera fin a dicho déficit en 2013 a más tardar. No obstante, dicha decisión fue derogada el 20 de junio de 2014 tras la reducción del déficit público eslovaco del 7,9% del PIB en 2009 al 2,6% en 2013.

Dentro de los países ECE-euro, la elevada deuda pública de Eslovenia es una consecuencia directa del dramático crecimiento que ha sufrido su déficit público¹⁵⁰ en

2013, que ha llegado a situarse cinco veces por encima de la media de la eurozona, debido al elevado coste de la recapitalización bancaria llevada a cabo por el Gobierno de este país. Dicha recapitalización y el saneamiento de los balances bancarios, mediante el traspaso de los activos tóxicos a un banco de gestión pública, evitaron su rescate bancario por la UE, en el marco del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), aunque aún existe la necesidad de aplicar una estrategia más amplia para reestructurar y privatizar el sector bancario esloveno.

El alto nivel de apalancamiento del sector empresarial y la creciente tasa de morosidad de los préstamos bancarios al sector privado, así como su exposición al sector de la construcción, elevaron el riesgo de crédito de las carteras de préstamos de los bancos eslovenos. Según datos del BCE, el porcentaje de préstamos morosos y de dudoso cobro sobre los fondos propios para propósitos de solvencia era del 150% en el primer semestre de 2013. Además, la rentabilidad financiera del sistema bancario esloveno sufrió un gran deterioro desde el inicio de la crisis, cayendo del 12,4% en 2007 al -121,9% en 2013.

El Consejo de la UE decidió el 2 de diciembre de 2009, de acuerdo con el artículo 126 del TFUE, que existía un déficit excesivo en Eslovenia. El 21 de junio de 2013 el Consejo recomendó a Eslovenia que corrigiera el déficit público como muy tarde en 2015. Además, en marzo de 2014 la Comisión Europea identificó desequilibrios macroeconómicos y desequilibrios excesivos en Eslovenia, y el Consejo adoptó una Recomendación el 8 de julio de 2014, relativa al programa Nacional de Reformas de 2014 de Eslovenia y por la que se emite un dictamen del Consejo sobre el programa de Estabilidad de Eslovenia de 2014.

No obstante, después de las recesiones de 2012 y 2013, la economía eslovena se recuperó en 2014 y, además, las perspectivas de crecimiento económico en este país son positivas. Según las previsiones de la Comisión Europea, el PIB real de Eslovenia crecerá el 2,6% y 1,9% en 2015 y 2016, respectivamente, debido a los ajustes que está llevando a cabo el Gobierno esloveno y porque han mejorado tanto sus exportaciones como su posición de inversión internacional neta.

Dentro de los países ECE-no euro, Hungría tenía la prima de riesgo de deuda soberana más alta porque, además de mantener el mayor porcentaje de deuda pública respecto al PIB, la misma está expuesta a otros riesgos añadidos, ya que una gran parte de la deuda externa de Hungría (que representaba el 119% del PIB en 2013) ha sido contraída por su Gobierno (49% del PIB en el cuarto trimestre de 2013), según datos del BCE.

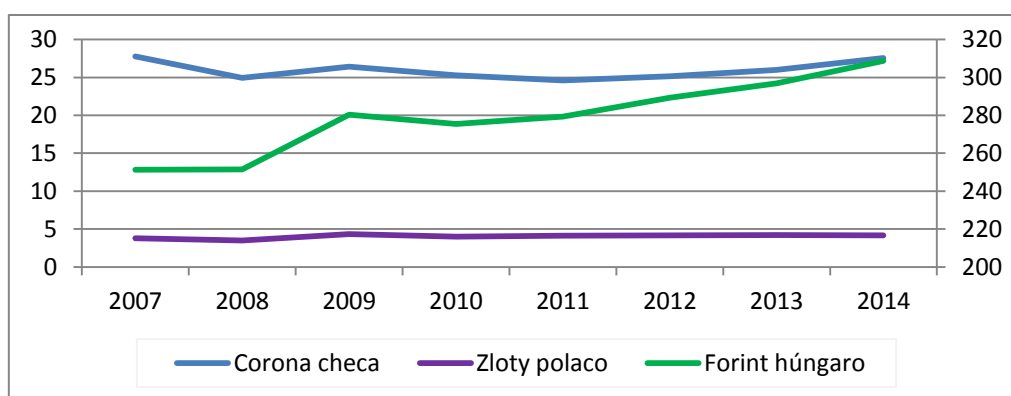
A pesar de los ajustes llevados a cabo por el Gobierno húngaro para reducir su deuda, promovidos por la ayuda europea e internacional, y del desapalancamiento del sector privado¹⁵¹, apenas se ha reducido su exposición a la deuda en moneda extranjera, debido al debilitamiento del forint húngaro frente al euro (gráfico 3) y otras monedas, sobre todo el franco suizo. La depreciación de la moneda húngara frente a otras monedas, favorecida por la política monetaria expansiva llevada a cabo por el Banco Central de este país, tiene un doble efecto sobre su economía. Por un lado, beneficia a Hungría en sus exportaciones (el saldo de su balanza por cuenta corriente desde 2010 ha sido positivo). Por otro lado, empeora su posición de endeudamiento respecto a los préstamos denominados en monedas distintas a la húngara. En consecuencia, la pérdida de valor del forint ha elevado el riesgo de exposición a la deuda externa de Hungría en 2013. La agencia de ratings Standard & Poor's rebajó la calificación a largo plazo de la deuda húngara en moneda extranjera de estable en 2012 a negativa en 2013, aunque ha vuelto a elevarla a estable en 2014.

Al inicio de la crisis financiera global, Hungría ya se encontraba en un contexto de deterioro macroeconómico con un débil crecimiento de su PIB real y altos niveles de deudas pública y externa. Este país recibió ayuda financiera del FMI y de la UE a través del programa de asistencia por dificultades en su balanza de pagos de noviembre de 2008 hasta noviembre de 2010. En total, Hungría ingresó 14,2 miles de millones de euros, de los cuales 5,5 miles de millones de euros provenían de la UE y 8,7 miles de millones de euros del FMI. Y, aunque la iniciativa de Viena de 2009 evitó la retirada súbita de los bancos extranjeros con sucursales en este país, el mismo ha sido objeto de

decisiones del Consejo, enmarcadas en los procedimientos de déficit excesivo y de desequilibrios macroeconómicos.

No obstante, la Decisión del Consejo de la Unión Europea, aprobada el 5 de julio de 2004 sobre la existencia de un déficit excesivo en Hungría, fue derogada el 21 de junio de 2013, tras la reducción de dicho déficit, como porcentaje del PIB, del 6,4 % en 2004 al 2,3% en 2012, situándose este último año por debajo del valor de referencia del 3%. Por otra parte, la Comisión Europea identificó desequilibrios macroeconómicos en este país y el Consejo adoptó una Recomendación el 8 de julio de 2014, relativa al programa Nacional de Reformas de 2014 de Hungría y por la que se emite un dictamen del Consejo sobre el Programa de Convergencia de Hungría de 2014.

Gráfico 176. Tipo de cambio del euro frente a las monedas de los países ECE–no euro
(1) 2007-2014



(1) Las medias anuales del tipo de cambio del euro frente a la corona checa y el zloty polaco se representan en el eje izquierdo y frente al forint húngaro en el eje derecho.

Fuente: BCE. Statistical Data Warehouse.

Si bien en 2013 ya empezaba a notarse una cierta recuperación de la economía y las entidades financieras húngaras, todavía persistían riesgos derivados de los aún elevados niveles de deuda y de la alta proporción de su deuda externa en moneda extranjera¹⁵².

Del total de la deuda externa húngara, el 75,5 % estaba denominada en moneda extranjera en el cuarto trimestre de 2013¹⁵³. No obstante, el Banco Central de Hungría ha limitado el nivel de endeudamiento de los hogares a partir de 2015, tanto en moneda nacional como en moneda extranjera.

En FMI (2014b) se resalta la recuperación de los saldos por cuenta corriente, a la vez que se estimaba un mayor crecimiento económico para 2014 en el conjunto de los países de la región. Sin embargo, en el informe también se subraya que en estos países se mantiene su vulnerabilidad a los *shocks* externos debido a los saldos relativamente elevados de su deuda externa, acumulados por el sector privado en el período de auge previo a la crisis y por el sector público desde la crisis, agravándose el riesgo de exposición en moneda extranjera por la euroización financiera en la región. En este contexto, el sector bancario de estos países está expuesto a riesgos derivados de la reducción bancaria transfronteriza como consecuencia del proceso de desapalancamiento que se está llevando a cabo en los bancos matrices de Europa occidental.

2. Impacto de la crisis en los sistemas bancarios de los países del Este y Centro de Europa de la Unión Europea intra y extra eurozona

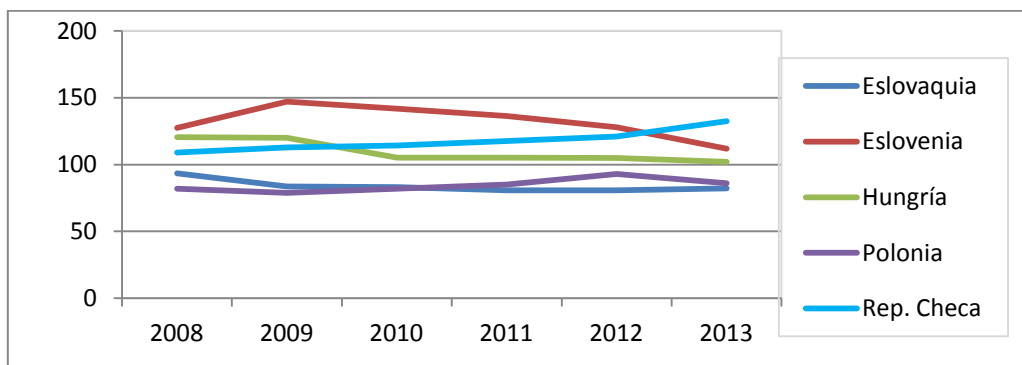
Además de describir el desarrollo del sector bancario de los países ECE, bajo un enfoque comparativo entre países integrados y no integrados en la eurozona, se realiza un estudio empírico sobre el impacto de la crisis en el sector bancario de estos países, partiendo del análisis del grado de integración de los sistemas bancarios de los mismos con el conjunto de la eurozona, medido a través de los diferenciales de los tipos de interés de sus préstamos respecto a los de la media de la zona del euro. El fin de dicho análisis es comprobar cómo ha afectado dicha crisis en su proceso de integración.

Asimismo, se estudia la relación entre los tipos de interés bancarios y los rendimientos de la deuda soberana para determinar, de acuerdo con la hipótesis de partida, si una de las manifestaciones de la crisis, el crecimiento de la prima de riesgo de deuda soberana - la cual, a su vez, se ha visto influida por el rápido aumento de la deuda pública - ha aumentado el riesgo de crédito de las entidades bancarias de los países ECE integrados en mayor medida que en los países ECE no integrados en la eurozona. Previamente a dicho análisis, se explora qué porcentaje de variabilidad de la prima de riesgo soberana es explicada por el crecimiento de la deuda pública.

Por último, se analiza la relación entre los tipos de interés bancarios y los tipos de interés oficiales de los bancos centrales para constatar si el mecanismo de transmisión de la política monetaria se ha visto obstaculizado por la crisis en estos países.

El sector bancario de los tres países ECE-no euro es más grande en términos absolutos (número de entidades de crédito y activos bancarios totales) que el de los países ECE-euro. No obstante, los sectores bancarios con mayor tamaño relativo, medido por el total de activos bancarios en porcentaje del PIB, al inicio de la crisis financiera global eran los de Eslovenia y Hungría, por este orden (gráfico 4). Después, durante los años de recesión económica mundial y de crisis europea, la relación activos bancarios/PIB de estos dos países se fue reduciendo, mientras que en la República Checa siguió una senda de crecimiento, convirtiéndose su sector bancario en el mayor de los cinco países ECE en 2013 (sus activos bancarios representaban ese año el 132,4 % del PIB), aunque se encontraba muy por debajo de la media de la eurozona (241 % del PIB), según datos del BCE.

Gráfico 177. Activos bancarios en los países ECE (% PIB). 2008-2013



Fuente: EBA (*European Banking Authority. Aggregate Statistical Data*)

Durante el período 2008-2014 el sector bancario de toda la zona del euro en general siguió un proceso de ajuste y reestructuración que ha llevado a la disminución del número de entidades de crédito y a una mayor eficiencia en el uso de sus recursos. El proceso de desapalancamiento, derivado de dicha reestructuración, ha provocado una reducción de la actividad de los bancos de la eurozona occidental en los países ECE, sobre todo a partir de la crisis de deuda soberana.

Antes de la crisis, los bancos extranjeros favorecieron la modernización de los sistemas bancarios de los países ECE, donde ha imperado un modelo de banca universal, minorista y centralizada, con sucursales y filiales dependientes financieramente de su matriz en el país de origen. Sin embargo, desde la crisis está cambiando este modelo hacia otro más descentralizado¹⁵⁴. Las características esenciales de este nuevo modelo de financiación de los sistemas bancarios de los países ECE son: una mayor independencia financiera de las filiales respecto a sus matrices y más participación nacional en el capital de las entidades.

Según el BCE, de 2010 a 2013, las instituciones de crédito con control extranjero disminuyeron su presencia en todos los países ECE, excepto en la República Checa. La proporción de los activos de instituciones de crédito extranjeras sobre el total de activos bancarios se redujo en todos los países ECE de 2008 a 2013 (tabla), excepto en Eslovenia durante los años de crisis europea, debido a que los activos bancarios nacionales eslovenos han caído proporcionalmente más que los activos bancarios extranjeros. Cabe destacar la baja participación de los bancos extranjeros en el sistema bancario de Eslovenia en comparación con Eslovaquia, en el grupo de países ECE-euro, y la República Checa, en el grupo de los países ECE-no euro, como consecuencia de la elevada participación estatal en el capital de sus más grandes entidades de crédito.

Tabla 69: Activos de bancos extranjeros sobre el total de activos bancarios de los países ECE (%). 2008-2013

| | 2008 | 2010 | 2013 |
|------------------------|------|------|------|
| <i>Eslovaquia</i> | 96,2 | 93,4 | 88,1 |
| <i>Eslovenia</i> | 28,4 | 26,5 | 31,3 |
| <i>Hungría</i> | 61,2 | 61,4 | 55,5 |
| <i>Polonia</i> | 72,5 | 66,8 | 61,3 |
| <i>República Checa</i> | 95,9 | 95,4 | 92,3 |

Fuente: Elaboración propia con datos del BCE (*Consolidated Banking Data Statistics*)

¹⁵⁴ Véase FMI (2013).

2.1. Análisis empírico sobre las divergencias en los tipos de interés de préstamos bancarios

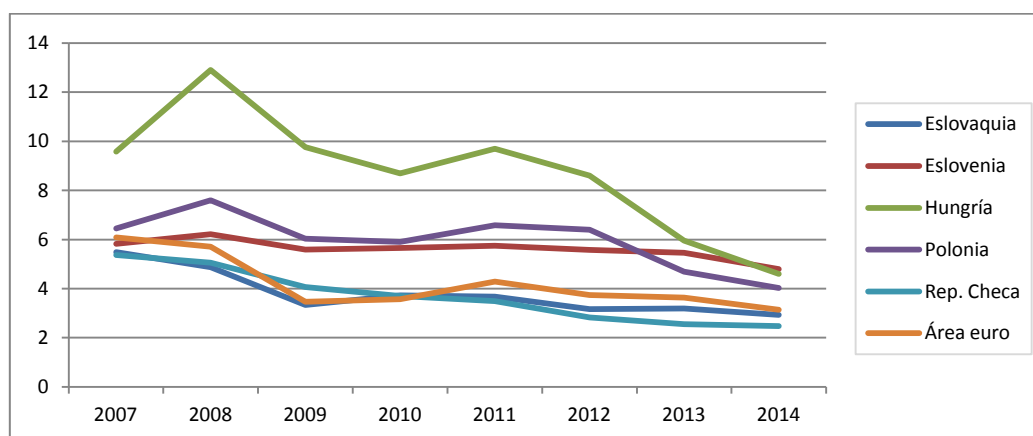
En este apartado se analiza el grado de integración de los sistemas bancarios de los países ECE con los de la eurozona, medido a través de los diferenciales de los tipos de interés de sus préstamos respecto a la media de la zona del euro, así como las posibles relaciones entre dichos tipos y los tipos de interés de la deuda pública, con el fin de contrastar la hipótesis de partida, si la influencia del crecimiento de la prima de riesgo de deuda soberana sobre el riesgo de crédito de las entidades bancarias ha sido mayor en los países ECE integrados que en los países ECE no integrados en la eurozona. Asimismo, se pretende comprobar si aún persisten vulnerabilidades en los sistemas bancarios de estos países al final del período de crisis, a finales de 2013. Para ello, se plantea un modelo de regresión lineal simple, estimado por mínimos cuadrados ordinarios.

El mismo tipo de modelo se desarrolla para estudiar la relación entre la prima de riesgo soberana y la deuda pública, por un lado, y la relación entre los tipos de interés bancarios y los tipos de intervención de los bancos centrales, por otro. En el primer caso, el objetivo es constatar en qué medida el crecimiento de la deuda pública en un contexto de crisis ha podido influir sobre la prima de riesgo soberana. En el segundo caso, se pretende determinar si el mecanismo de transmisión de la política monetaria ha funcionado o no correctamente en la crisis.

El grado de integración de los sistemas bancarios de los países ECE con el conjunto de la zona del euro, medido a través de los diferenciales de los tipos de interés¹⁵⁵ de los préstamos concedidos por las instituciones financieras monetarias (IFM) a las entidades no financieras de los países ECE respecto a la media de la eurozona, es mayor en los países ECE-euro que en los países ECE-no euro, excepto en la República Checa, cuyo diferencial se ha ido reduciendo a lo largo de todo el período analizado hasta hacerse

negativo, mostrando así más integración con el conjunto de la zona del euro que con el resto de países de su grupo (gráfico).

Gráfico 178. Tipos de interés de los préstamos de las IFM a entidades no financieras de los países ECE (%) (1). 2007-2014



(1) Los tipos de interés son promedios de las observaciones del mes de diciembre de cada año y se corresponden con los tipos de interés de los préstamos de IFM a entidades no financieras hasta un año. En las IFM no se incluyen los fondos del mercado monetario ni los bancos centrales.

Fuente: BCE. Statistical Data Warehouse

Dentro de los países ECE-euro, dicho diferencial creció en Eslovenia a partir de los años de recesión económica que siguieron a la crisis financiera, debido a que los tipos de interés de los préstamos bancarios en este país no se redujeron tanto como en el conjunto del área del euro, al no responder a las sucesivas rebajas de los tipos oficiales del BCE.

Como se muestra en la matriz de correlaciones (tabla 70), los tipos de los préstamos bancarios a las empresas estaban más correlacionados positiva y estadísticamente en Eslovaquia que en Eslovenia en relación a los tipos de la eurozona en el período de crisis. Antes de dicha crisis, la correlación era la misma e igualmente significativa en ambos países (0,99).

En el grupo de los países ECE-no euro, destaca el incremento de los diferenciales en Hungría, y en menor medida en Polonia, en los momentos álgidos de ambas crisis,

aunque en 2013 han disminuido y convergido todos ellos. La política monetaria acomodaticia, con sucesivas reducciones en los tipos de interés de referencia, y las nuevas medidas de política monetaria no convencionales introducidas por los bancos centrales¹⁵⁶ de los países ECE-no euro en ese año, han contribuido a dicha convergencia.

Tabla 70. Matriz de correlaciones de los tipos de interés de préstamos bancarios a las empresas en los países ECE (%) (1). 2007-2014

| | <i>Eslovaquia</i> | <i>Eslovenia</i> | <i>Hungría</i> | <i>Polonia</i> | <i>Rep. Checa</i> | <i>Eurozona</i> |
|-------------------|-------------------|------------------|----------------|----------------|-------------------|-----------------|
| <i>Eslovaquia</i> | 1 | | | | | |
| <i>Eslovenia</i> | 0,84 | 1 | | | | |
| <i>Hungría</i> | 0,48 | 0,63 | 1 | | | |
| <i>Polonia</i> | 0,63 | 0,72 | 0,82 | 1 | | |
| <i>Rep. Checa</i> | 0,85 | 0,78 | 0,78 | 0,74 | 1 | |
| <i>Eurozona</i> | 0,96 | 0,81 | 0,52 | 0,67 | 0,82 | 1 |

(1) Coeficientes de correlación lineal de Pearson. Tipos de interés anuales al final de cada mes de los préstamos de IFM, no incluidos el BC y fondos del mercado monetario, a entidades no financieras hasta un año.

Fuente: Elaboración propia con datos del BCE (Statistical Data Warehouse)

Las diferencias en los tipos de interés de los préstamos bancarios a las entidades no financieras respecto a la media de la eurozona en Eslovenia y, en el grupo de países ECE-no euro, Hungría y Polonia (a niveles más bajos), además de ser un síntoma de la fragmentación del sector bancario en la UE, representan una prima de riesgo por el deterioro de las calificaciones de crédito, debido a la alta tasa de morosidad en los préstamos otorgados a las empresas, como consecuencia de la crisis en la eurozona. Dicha prima, a su vez, puede estar influida por la prima de riesgo de la deuda pública.

La relación entre la prima de riesgo bancaria y la prima de riesgo soberana viene dada por la transferencia de riesgos entre los sectores público y bancario en ambas direcciones en el período de crisis. La recapitalización por los gobiernos de las entidades en dificultades ha creado problemas de sostenibilidad de la deuda pública y, a su vez, las entidades de crédito han aumentando su exposición a la deuda pública, lo que ha mermado la calidad de sus activos, elevándose su riesgo de crédito.

Siguiendo a Balteanu y Erce (2014), es importante identificar el origen de la combinación de ambas crisis, bancaria y soberana, para analizar sus factores determinantes, los mecanismos de transmisión y sus efectos sobre la economía.

En el caso de Eslovenia, la crisis bancaria llevó a un deterioro de las cuentas públicas y, por tanto, a un aumento del riesgo de la deuda soberana, mientras que Hungría ya contaba al inicio de la crisis europea con una elevada deuda pública¹⁵⁷ respecto al PIB (tabla 68), aunque también existían entonces algunas vulnerabilidades en el sector bancario húngaro. Según Holló (2012), dichas vulnerabilidades se derivaron del acelerado crecimiento del crédito y la elevada proporción de las deudas respecto a los fondos estables¹⁵⁸ de las entidades bancarias en el período 2005-2008. Además, como señala Kovács (2013), la reciente intervención del Gobierno húngaro en el sector bancario, estableciendo un gravamen adicional sobre las transacciones bancarias, así como un sistema de reembolsos anticipados para los préstamos de los hogares, han contribuido al aumento de las pérdidas de este sector.

Para determinar si es significativa la relación entre ambas variables, deuda pública y prima de riesgo, se plantea un modelo de regresión lineal simple, el cual ofrece información sobre el porcentaje de variabilidad de la prima de riesgo de deuda soberana explicado por la deuda pública respecto al PIB en los países ECE. La ecuación del modelo lineal simple se expresaría de la siguiente manera:

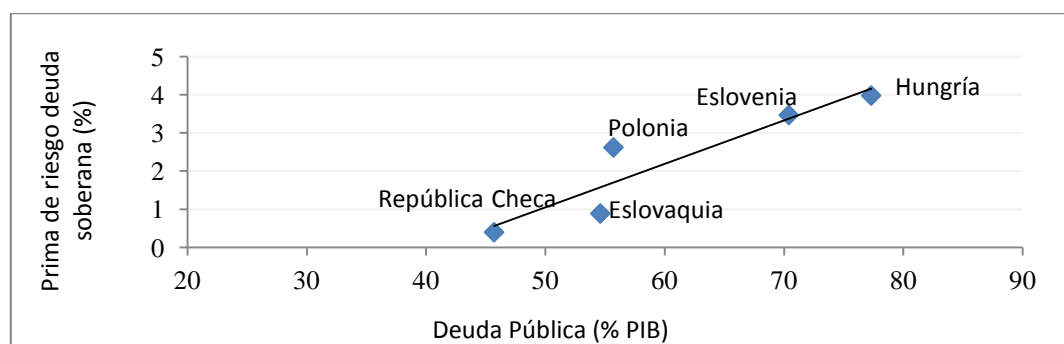
$$Y_i = \alpha + \beta X_i + \varepsilon_i$$

Donde, Y_i representa los valores de la prima de riesgo soberana del país i , y X_i los de la deuda pública, como porcentaje del PIB, del país i , ambos en 2013. Siendo, $i = 1, 2, \dots, n$ países ($n = 5$), α es el intercepto y β es el coeficiente de la regresión lineal, que mide la respuesta de la prima de riesgo ante un incremento de la deuda pública, como porcentaje del PIB. $\varepsilon_{i,t}$ es el término de error de la estimación del modelo.

Según los resultados obtenidos¹⁵⁹, se puede afirmar que existe una correlación positiva relativamente fuerte entre ambas variables (el coeficiente de correlación r es igual a 0,92) para los países ECE en su conjunto (gráfico 179). Además, el coeficiente de determinación R^2 es 0,86 (el R^2 ajustado es igual a 0,81), por lo que la variabilidad de la prima de riesgo de la deuda soberana es explicada con este modelo en una proporción bastante elevada por los niveles de deuda pública respecto al PIB de los países ECE.

Los resultados de este análisis corroboran uno de los supuestos de este trabajo: el ascenso de la prima de riesgo de la deuda soberana se debió al crecimiento de la deuda pública en una situación de crisis financiera y económica.

Gráfico 179. Relación entre la prima de riesgo de la deuda soberana (%) y la deuda pública (% PIB) de los países ECE. 2013



Fuente: Elaboración propia con datos del BCE (Statistical Data Warehouse) y Eurostat

¹⁵⁹ Véase Anexo II.

El análisis de los factores determinantes de los tipos de interés de los préstamos bancarios requiere un estudio detallado sobre la oferta y la demanda de dichos préstamos, pero teniendo en cuenta, además, que la estructura de mercado en la que operan los bancos es de competencia imperfecta con información asimétrica.

Por un lado, la oferta está en función de la disponibilidad de fondos por el sector bancario para préstamos. Dichos fondos son obtenidos del sector privado a través de depósitos fundamentalmente, del mercado interbancario y del banco central, así como de la rentabilidad de inversiones alternativas en las carteras de activo bancarias, como la inversión en deuda pública. Altos rendimientos de la deuda pública pueden incentivar a las instituciones de crédito a destinar parte de sus fondos a la compra de la misma, como ha sucedido durante la crisis, por lo que se reduce su oferta de préstamos, aumentando, con ello, los tipos de interés. Asimismo, los rendimientos de la deuda pública influyen en las inversiones de los ahorradores y, por tanto, en la oferta de ahorro para depósitos bancarios. Estas inversiones estarán también determinadas por la renta disponible y la propensión marginal al ahorro de los hogares. Por otro lado, la demanda de préstamos depende de las decisiones de inversión de las empresas y de consumo y compra de vivienda de los hogares, fundamentalmente. Dichas decisiones están condicionadas, a su vez, por las perspectivas macroeconómicas, de crecimiento económico e inflación, sobre todo para los planes de inversión a largo plazo.

Por otra parte, los bancos centrales influyen sobre los tipos de los mercados interbancarios a través de su política monetaria, lo que determinará el coste de la financiación bancaria a través de dichos mercados, y en la proporción de los depósitos que no pueden invertirse en préstamos, mediante el establecimiento del coeficiente legal de caja o de reservas mínimas, lo que supone un coste de oportunidad para las entidades bancarias. Además, los bancos deben considerar otros costes, como los intereses de los depósitos y otros de gestión.

En este contexto, las instituciones de crédito establecen los tipos de interés de los préstamos que conceden a partir de los tipos de interés de la financiación que reciben, principalmente en forma de depósitos, más un diferencial. Dicho diferencial o *spread* entre los tipos de interés de préstamos y de depósitos incorporan una prima de riesgo de crédito, derivada de la tasa de morosidad actual y esperada de sus préstamos. Además,

los precios de los préstamos pueden estar influidos por los rendimientos de la deuda pública, tanto por el lado de la oferta de préstamos como por el lado de la oferta de ahorro para depósitos, y, por tanto, por la prima de riesgo soberana.

Para estudiar cómo ha influido la crisis en los precios de los préstamos bancarios en los países ECE, se puede analizar la relación entre dichos precios y, dentro de los anteriormente descritos, sus factores determinantes que han podido verse más afectados por dicha crisis, como son los tipos de interés de referencia en la política monetaria de los Bancos Centrales de estos países, el riesgo de crédito de las carteras de préstamos bancarios y la prima de riesgo de la deuda pública. Otra variable que influye sobre el comportamiento de los tipos de interés de los préstamos bancarios es el tipo de los mercados interbancarios, pero como éste está relacionado con los tipos de interés de referencia de los Bancos Centrales de los países ECE, al ser dos eslabones dentro del mecanismo de transmisión de la política monetaria por la vía del crédito, se debe optar por uno de los dos dentro del modelo, aunque hay indicios que sugieren que este canal de transmisión parece no haber funcionado correctamente durante la crisis de la eurozona.

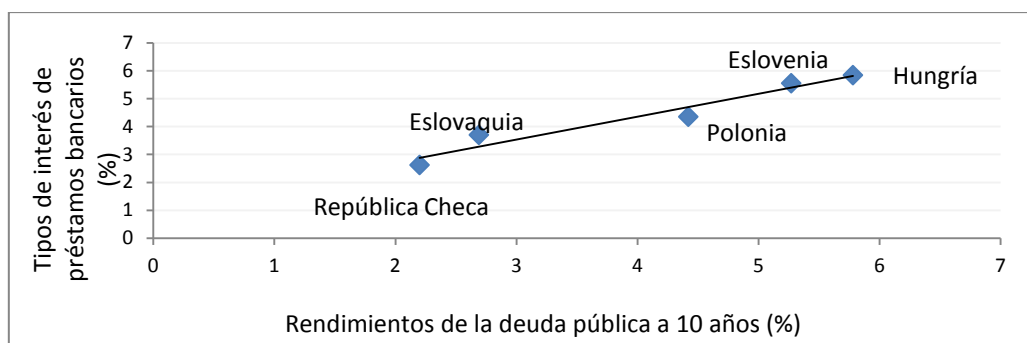
Dicho estudio se lleva a cabo a través del análisis de las relaciones entre cada una de las variables explicativas y los tipos de interés de los préstamos bancarios a través de un modelo de regresión lineal simple. El objetivo de este análisis es comprobar si existía relación entre las variables descritas al final del período de crisis, en 2013. En el primer modelo de regresión simple diseñado, se toma como variable dependiente a los tipos de interés de los préstamos bancarios a las entidades no financieras y como variable explicativa a los rendimientos de la deuda pública a largo plazo. Dado el comportamiento de los tipos de interés de los préstamos bancarios a las entidades no financieras y de la prima de riesgo de la deuda soberana, se espera que haya una elevada correlación entre los tipos de interés bancarios y los de la deuda pública.

La ecuación del modelo de regresión lineal simple se expresaría de la misma manera que en el modelo anterior, pero siendo Y_i los tipos de interés de los préstamos bancarios hasta un año concedidos a las empresas por los bancos del país i y X_i los rendimientos de la deuda pública a 10 años del país i , ambos en 2013 e $i = 1, 2, \dots, 5$ países ($n = 5$), α es

el intercepto y β es el coeficiente de la recta de regresión, que mide la respuesta de los precios de los préstamos bancarios ante una variación de los rendimientos de la deuda pública. ε_i es el término de error en la estimación del modelo.

En el gráfico 180 se muestra la relación entre los rendimientos de la deuda pública a largo plazo y los tipos de interés de los préstamos bancarios de los países ECE en diciembre de 2013, apreciándose en los resultados obtenidos en el modelo¹⁶⁰ que existe una relación estadísticamente significativa entre ambas variables con un nivel de confianza del 95%. Además, existe una elevada correlación positiva entre ambos indicadores (el coeficiente de correlación lineal de Pearson r es igual a 0,97) y el coeficiente de determinación R^2 , que mide la bondad del ajuste del modelo, es igual a 0,94 (R^2 ajustado es igual a 0,92), por lo que la variabilidad de los tipos de interés bancarios es explicada en una proporción muy elevada por los rendimientos de la deuda pública a largo plazo.

Gráfico 180. *Relación entre los tipos de interés de los préstamos bancarios y los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de los países ECE (1). 2013*



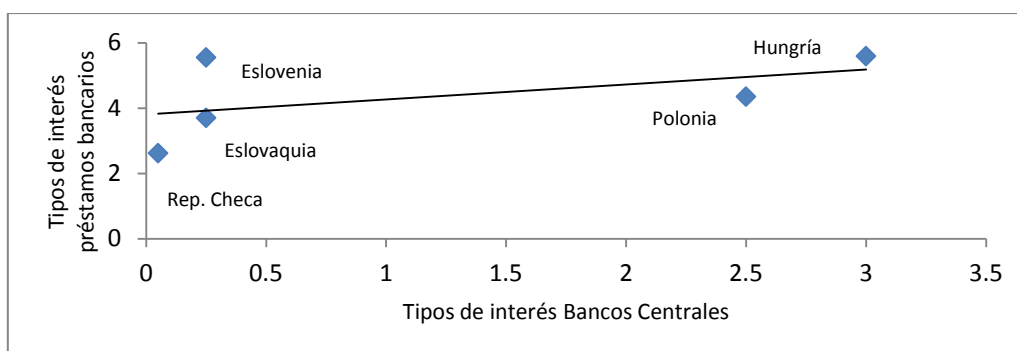
(1) Los tipos de interés son promedios de las observaciones del mes de diciembre de 2013 y se corresponden con los tipos de interés anuales de los préstamos de IFM a entidades no financieras, hasta un millón de euros y hasta un año, y los tipos de interés anuales de la deuda pública a 10 años.

Fuente: Elaboración propia con datos del BCE (*Statistical Data Warehouse*).

¹⁶⁰ Véase Anexo II.

Un segundo modelo de regresión lineal simple es planteado para analizar la relación entre los tipos de interés de referencia de los Bancos Centrales del BCE y de los Bancos Centrales de Hungría, Polonia y la República Checa vigentes en diciembre de 2013 (X) y de los préstamos bancarios (Y) de los países ECE a través de la misma ecuación de regresión lineal simple, pero siendo X_i el tipo de referencia del Banco Central del país i . En el gráfico 181 se muestra dicha relación, deduciéndose de los resultados del modelo¹⁶¹ que no existe una relación lineal estadísticamente significativa entre ambas variables con un nivel de confianza del 95% (coeficiente de determinación R^2 igual a 0,26), siendo el coeficiente de correlación lineal de Pearson r igual a 0,51.

Gráfico 181. *Relación entre los tipos de interés de los préstamos bancarios y los tipos de interés oficiales de los Bancos Centrales de los países ECE (1). 2013*



(1) Los tipos de interés de los préstamos bancarios son promedios de las observaciones del mes de diciembre de 2013 y se corresponden con los tipos de interés anuales de los préstamos de IFM a entidades no financieras hasta un millón de euros y hasta un año. Los tipos de interés oficiales de los bancos centrales se refieren a los tipos de las operaciones principales de financiación al sector bancario vigentes en diciembre de 2013.

Fuente: Elaboración propia con datos del BCE y de los Bancos Centrales de Hungría, la República Checa y Polonia.

Comparando los datos de los gráficos 180 y 181, se comprueba que, según los modelos planteados, los tipos de interés de los préstamos bancarios a entidades no financieras están más correlacionados con los rendimientos de la deuda pública a largo plazo que

¹⁶¹ Véase Anexo II.

con los tipos oficiales o de intervención de los bancos centrales que sirven de referencia en sus respectivas políticas monetarias. Este hecho derivado de la interdependencia de los riesgos bancario y soberano en la reciente crisis, ha provocado que el mecanismo de transmisión de la política monetaria no haya funcionado correctamente en la eurozona en general y en los países ECE-euro aquí examinados en particular, especialmente en Eslovenia. Sin embargo, la correlación lineal entre los tipos de interés bancarios y los tipos de interés oficiales aumenta si el análisis se centra exclusivamente en los países ECE-no euro (coeficiente de correlación r es igual a 0,96), lo que explica tanto la reducción como la convergencia de los tipos bancarios, ambas impulsadas por la política monetaria expansiva de sus respectivos Bancos Centrales en 2013 (gráfico), deduciéndose que el mecanismo de transmisión de la política monetaria ha funcionado mejor en este grupo de países.

Se diseñó un tercer modelo de regresión lineal simple para analizar la relación entre los tipos de interés de los préstamos y el riesgo de crédito bancario, medido éste por la tasa de morosidad de dichos préstamos en el mismo período que los dos anteriores. Sin embargo, el test de significatividad de este modelo¹⁶² no ha permitido rechazar la hipótesis nula de no relación lineal entre las variables, a pesar de haber una elevada correlación positiva entre ambas variables (coeficiente de correlación lineal de Pearson r igual a 0,87).

Asimismo, se plantea la especificación de un modelo de regresión lineal múltiple¹⁶³, considerando todas las variables explicativas planteadas en los modelos de regresión lineal simple anteriores, pero debido a que existe una elevada correlación entre dichas variables, el modelo presenta el problema de multicolinealidad y no sirve, por tanto, para explicar el comportamiento de los precios de los préstamos bancarios. No obstante, ello sí puede apoyar a uno de los supuestos de esta tesis que está en el corazón de la crisis de la deuda soberana en la eurozona, la relación entre la prima de riesgo de deuda

¹⁶² Véase Anexo II.

¹⁶³ También se podía haber aplicado un estudio empírico a través de la técnica econométrica de datos de panel, lo que puede ser interesante para investigaciones posteriores.

pública y el riesgo de crédito bancario. El valor del coeficiente de correlación entre ambas variables es de 0,84.

A la luz de los resultados del estudio empírico del impacto de la crisis en el sector bancario de los países ECE, se sugiere que, a pesar de que los efectos de la crisis en la UE se fueron suavizando en la segunda mitad de 2013, a finales de ese año aún existían vulnerabilidades en los sectores bancarios de algunos países ECE, como Eslovenia y Hungría. Además, el proceso de integración financiera, impulsado por la adhesión de estos países a la UE, se ha ralentizado con la crisis, hallándose evidencia de cierto grado de fragmentación de sus sistemas bancarios entre sí y respecto a la eurozona, lo que se explica por las diferencias en los tipos de interés de los préstamos bancarios, debido a que los mismos incorporan una prima de riesgo de crédito, la cual, a su vez, ha estado influida por la prima de riesgo de deuda soberana. Por otra parte, el mecanismo de transmisión de la política monetaria del BCE en la eurozona se ha visto interferido por el círculo vicioso entre las primas de riesgo soberana y bancaria, lo que también ha afectado a los países ECE-euro, especialmente a Eslovenia.

3. Impacto de la crisis en los mercados de valores de los países intra y extra eurozona

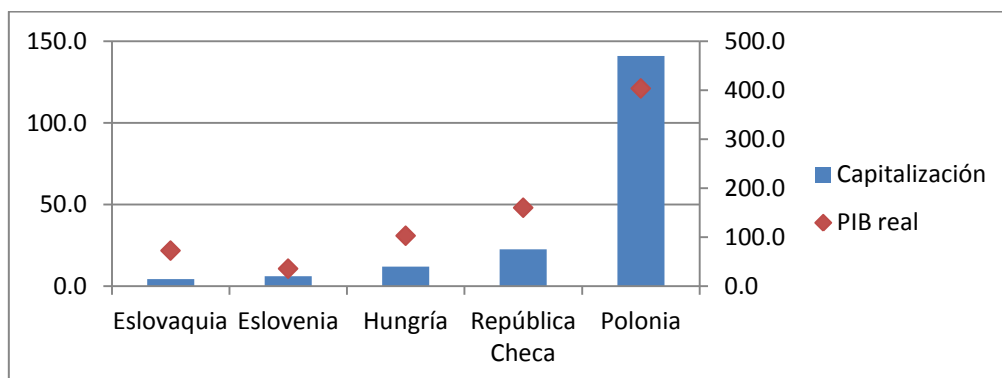
A continuación, se estudia si la crisis ha afectado al tamaño y la rentabilidad de los mercados bursátiles de los países ECE-euro en mayor medida que a los de países ECE-no euro. Además, se examina si la crisis ha fragmentado estos mercados y si el crecimiento de la prima de riesgo de deuda soberana ha influido en las Bolsas de valores, bajo un enfoque comparativo entre ambos grupos de países. Por último, se analiza si la estructura del sector financiero ha podido cambiar con la crisis.

La incertidumbre generada de la crisis ha influido sobre las rentabilidades de las acciones y los rendimientos de la deuda pública y, dado el elevado grado de integración financiera europea e internacional, otro problema derivado de aquella ha sido el de contagio.

Harkmann (2014) estudia el impacto de la crisis de deuda soberana sobre los mercados de capitales de los países del Este y Centro de Europa y analiza si se produjo contagio desde Europa occidental hacia estos países. Las rentabilidades de los índices bursátiles pueden ser un buen indicador para medir la integración de estos mercados. Incluso estos índices podrían ser buenos predictores de la actividad económica, en tanto en cuanto las expectativas de los inversores anticipan el comportamiento de la economía real. El autor concluye, en base a sus resultados, que en el período de crisis europea se produjo cierto contagio desde la eurozona a las Bolsas de los países de la región.

Para medir el tamaño de los mercados bursátiles de los países ECE en relación al de su economía, se puede comparar la estructura y el desarrollo de sus mercados de valores y el PIB real, ambos en miles de millones de euros. La capitalización de la Bolsa de valores y el tamaño de la economía están estadísticamente muy correlacionados (coeficiente de correlación lineal de Pearson igual a 0,97). Sin embargo, Eslovenia es la excepción, pues siendo su economía más pequeña que la eslovaca, el tamaño de su Bolsa de valores es mayor.

Gráfico 182. Capitalización bursátil y PIB real de los países ECE (mil mill. EUR) (1). 2014



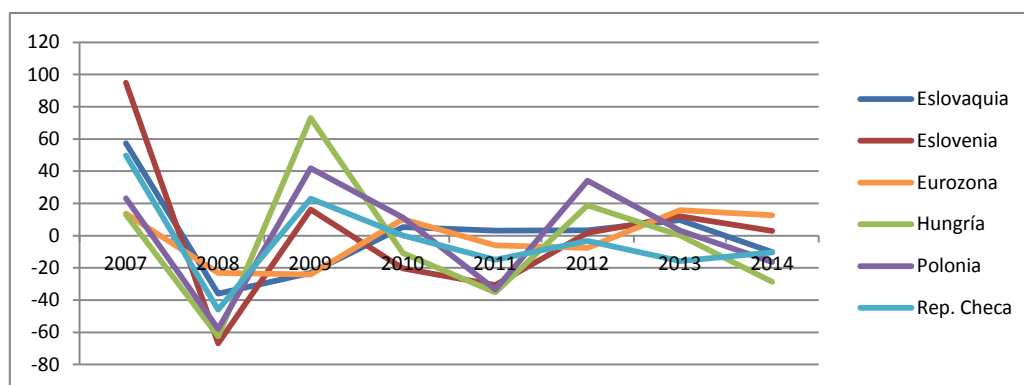
(1) Capitalización de los índices bursátiles en el eje izquierdo y PIB real a precios de mercado (valores encadenados con base en 2010) en el eje derecho.

Fuente: FESE (*Statistics Database*) y Comisión Europea (*Eurostat*)

No obstante, habría que considerar dicha irregularidad bajo un enfoque de evolución. Según datos de Eurostat, las diferencias entre los PIB reales de ambos países se han ampliado de 2007 a 2014, debido a que a lo largo de dicho período se ha reducido en Eslovenia y ha aumentado en Eslovaquia. En cambio, según datos de FESE para 2014, las capitalizaciones de mercado de las Bolsas de Ljubljana y Bratislava están muy próximas, cuando en 2007 el tamaño de la primera era casi cinco veces superior al de la segunda. Ello se debe a que la capitalización bursátil se ha reducido en Eslovenia (-64,7% de 2007 a 2014) y, aunque poco, se ha incrementado en Eslovaquia (2,3 % de 2007 a 2014). La crisis ha afectado más a la Bolsa eslovena por los desequilibrios financieros y macroeconómicos de este país, en comparación con la economía eslovaca.

Las Bolsas de los cinco países ECE tuvieron ganancias por encima del conjunto de la eurozona, pero también sus pérdidas fueron mayores durante 2008 y 2011. Comprando la evolución de las bolsas de ambos grupos de países antes y durante la crisis, se aprecia que la rentabilidad de las Bolsas de los países ECE, medida por la variación porcentual del índice anual S&P Global Equity Indices, ha sido muy volátil en los últimos diez años, destacando las grandes pérdidas de 2008 y 2011, los años más críticos de las crisis financiera internacional y de deuda soberana en la eurozona.

Gráfico 183. Rentabilidades anuales índices bursátiles de los países ECE (%).2007-2014



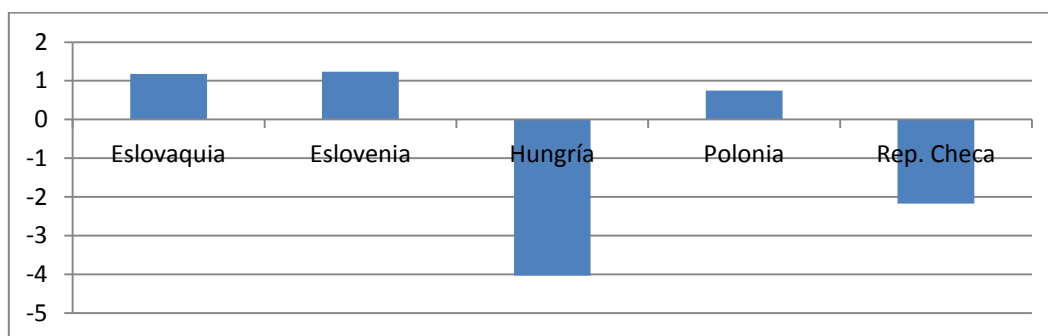
(1) Rentabilidades del índice S&P Global Equity Indices para cada país y rentabilidades calculadas para el índice Euro Stoxx 50, representativo de las acciones más capitalizadas y líquidas de la eurozona.

Fuente: Banco Mundial (*World Development Indicators*) y cálculos propios con datos del BCE.

Hasta el inicio de la crisis, las rentabilidades de los cinco países ECE fueron superiores a las de la eurozona, aunque durante la misma, las pérdidas también fueron mayores en los primeros. A pesar de que la economía eslovena ha sufrido de forma más severa la crisis que la eslovaca, en el grupo de los países ECE-euro, y que la polaca y checa, en el grupo de los países ECE-no euro, la Bolsa de Ljubljana tuvo en promedio las mayores ganancias de las cinco Bolsas analizadas de 2007 a 2014.

La volatilidad de las bolsas de los países ECE aumentó durante la crisis, mientras que la Bolsa de Ljubljana era ya bastante inestable en el período previo a la misma, debido a la evolución creciente de los tipos de interés de los préstamos bancarios a las empresas eslovenas durante 2006 y 2007.

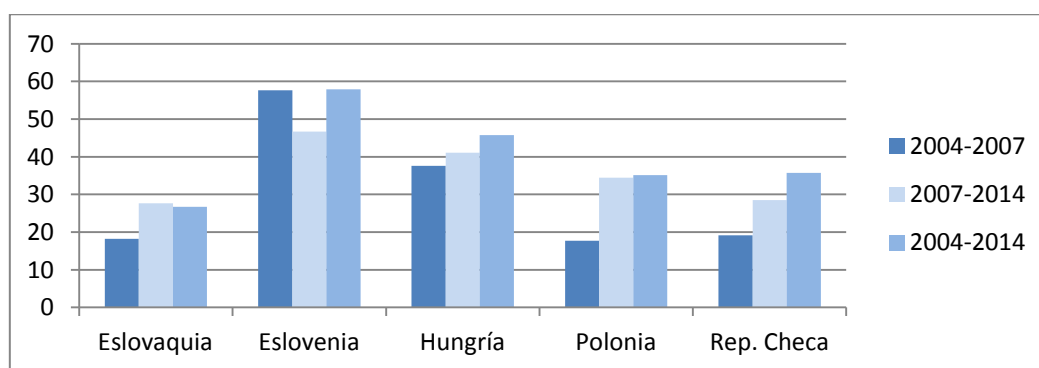
Gráfico 184. Rentabilidades de las Bolsas de valores de los países ECE (%). (1).
Promedios 2007-2014



(1) Rentabilidades del índice S&P Global Equity Indices para cada país y rentabilidades calculadas para el índice Euro Stoxx 50.

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Mundial (*World Development Indicators*) y BCE.

Gráfico 185. Volatilidad de las Bolsas de valores de los países ECE (% cambio anual). 2004-2014



(1) Desviación estándar de rentabilidades del índice S&P Global Equity Indices para cada país.

Fuente: Banco Mundial (*World Development Indicators*)

El comportamiento de las cotizaciones de las acciones no sólo está determinado por los factores que influyen sobre la oferta y la demanda en el mercado bursátil, como los dividendos esperados, los tipos de interés, las expectativas de inflación y de crecimiento económico del país, sino también por su entorno económico europeo e internacional.

Además, durante la crisis, la prima de riesgo de deuda soberana de la eurozona ha influido sobre dicho mercado.

El diferencial o *spread* entre los rendimientos en el mercado secundario de la deuda pública a 10 años de los países ECE-euro y Alemania, aunque permite obtener una medida aproximada del riesgo de crédito de los títulos públicos a largo plazo, hay que considerar que el crecimiento de dicho *spread* no sólo se debe al aumento de los rendimientos de la deuda pública de estos países y, por tanto, a la percepción de un mayor riesgo de insolvencia de sus Gobiernos, sino también a una disminución de los rendimientos de los bonos públicos alemanes, por el aumento de la demanda de los bonos públicos alemanes.

No obstante, hay que considerar que el crecimiento del *spread* no sólo se debe al aumento de los rendimientos de la deuda pública del país en cuestión y, por tanto, a la percepción de un mayor riesgo de insolvencia de su gobierno, sino también a una disminución de los rendimientos de los bonos públicos alemanes. El mayor grado de aversión al riesgo y la “huida a la calidad”¹⁶⁴ de los inversores, han llevado a un aumento de la demanda del bono público alemán, por lo que han subido sus precios y, en consecuencia, han bajado sus rendimientos. Por lo tanto, hay que tener en cuenta que la prima de riesgo puede no sólo representar un riesgo de crédito sino también un riesgo de liquidez.

Dentro de los países ECE-euro, los *spreads* aumentaron de forma considerable a partir de 2011, tanto por el incremento de los tipos de interés de la deuda soberana eslovaca y eslovena, sobre todo de esta última, como por la caída de los rendimientos de la deuda pública alemana. En cuanto a los países ECE-no euro, las correlaciones entre los *spreads* de los rendimientos de la deuda soberana de Polonia y la República Checa respecto a los de Alemania fueron mayores en el período de crisis que antes de la misma. Los tres países ECE-no euro muestran una elevada correlación entre ellos, lo que sugiere que están muy integrados.

¹⁶⁴ El fenómeno “huida a la calidad” se produce cuando en un “comportamiento de rebaño” los inversores huyen de los activos con riesgo buscando refugio en los activos libres de riesgo (Alonso et al., 2011).

Tabla 71. Matriz de correlaciones de spreads de deuda soberana a largo plazo de los países ECE (%) (1). 2007-2014

| | Eslovaquia | Eslovenia | Hungría | Polonia | Rep. Checa |
|------------|-------------|-----------|-------------|-------------|------------|
| Eslovaquia | 1 | | | | |
| Eslovenia | 0,76 | 1 | | | |
| Hungría | 0,81 | 0,50 | 1 | | |
| Polonia | 0,80 | 0,54 | 0,81 | 1 | |
| Rep. Checa | 0,63 | 0,23 | 0,85 | 0,80 | 1 |

(1) Coeficientes de correlación lineal de Pearson. *Spreads* o diferenciales entre los tipos de interés anuales de la deuda pública a 10 años de cada país y los de Alemania. Promedios de las observaciones del mes de diciembre de cada año.

Fuente: Elaboración propia con datos del BCE (*Statistical Data Warehouse*)

Masten et al. (2008) sostienen que la integración monetaria europea puede llevar a un mayor grado de integración y de desarrollo financiero, lo que tiene un impacto positivo en el crecimiento económico de estos países, aunque dichos efectos no son lineales. El efecto positivo del desarrollo financiero sobre el crecimiento es mayor en los países menos desarrollados, mientras que el efecto de la integración financiera es más beneficioso para los países con mayor grado de desarrollo económico.

Antes de la crisis, Eslovenia era el país ECE más desarrollado económicamente, según datos de PIB per cápita en PPA (tabla 67), por lo que, en base a los hallazgos de Masten et al. (2008), la integración financiera y monetaria de este país con la eurozona debería haber favorecido su crecimiento económico. No obstante, la crisis ha podido distorsionar dicha relación.

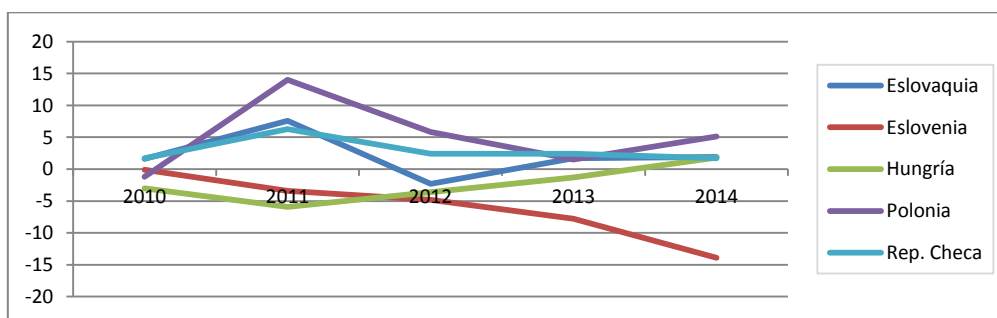
Demirgüç-Kunt et al. (2011) señalan que los mercados financieros adquieren mayor protagonismo cuanto más desarrollada es la economía de un país. Por ello, sería interesante estudiar, por un lado, si el nivel de desarrollo económico de un país es un factor determinante del desarrollo y estructura de su sector financiero y, por otro lado, si la crisis ha afectado al desarrollo de los mercados de valores y del sector bancario de los países integrados frente a los no integrados en la eurozona.

Desde un enfoque comparativo entre países ECE-euro y países ECE-no euro, se puede analizar si los mercados de valores de los países con mayor nivel de desarrollo económico en el momento de su adhesión a la UE, Eslovenia en el primer grupo y la República Checa en el segundo, se han desarrollado más que su sector bancario y si el tamaño de los bancos ha crecido más que el de los mercados de valores en los países con menor grado de desarrollo económico, como Hungría, Polonia y Eslovaquia.

Según los datos observados, Polonia ha tenido un gran desarrollo de su mercado bursátil y también se ha desarrollado económicamente en el período analizado, a pesar de la crisis, pero no es una economía avanzada. Eslovenia sí ha tenido un gran desarrollo en su Bolsa de valores antes de la crisis.

Según datos del BCE, el ritmo de crecimiento de los préstamos bancarios cayó de forma significativa en todos los países desde la crisis financiera global. En el período de crisis de deuda soberana, la tasa de crecimiento de los nuevos préstamos otorgados por las IFM a las entidades no financieras, dentro del grupo de países ECE-euro, ha sido muy volátil en Eslovaquia y ha caído continuamente hasta hacerse negativa en Eslovenia. En el grupo de los países ECE-no euro, dicha tasa ha crecido cada vez en menor porcentaje en la República Checa y Polonia, mientras que en Hungría la tasa negativa se ha reducido desde 2012.

Gráfico 186. Tasa de crecimiento de los préstamos bancarios a las empresas en los países ECE (millones EUR) (1). 2010-2014

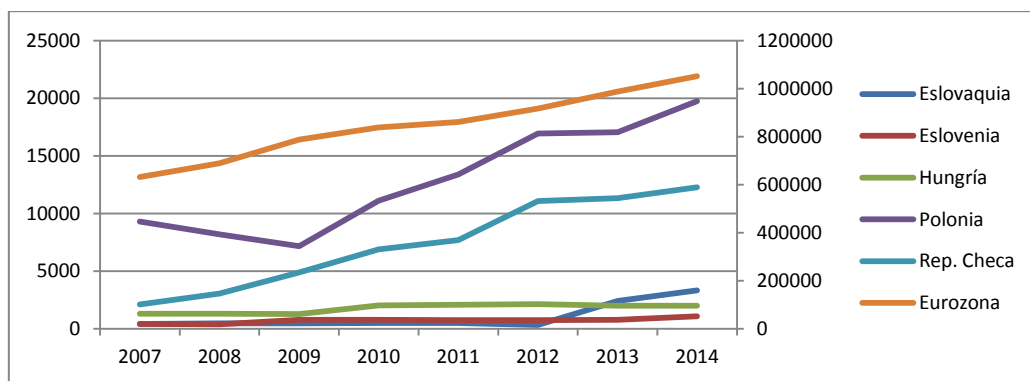


(1)Tasa de crecimiento al final de cada año. En las IFM no se incluyen los fondos del mercado monetario ni los bancos centrales.

Fuente: BCE (Statistical Data Warehouse)

Durante la crisis, los saldos vivos de la deuda emitida por las empresas de los países ECE han seguido la misma tendencia creciente que en el conjunto de los países de la eurozona. No obstante, hay que distinguir entre países. Dentro de los países ECE-euro, destaca el crecimiento de los valores de deuda emitida por las empresas eslovacas (900%), frente al aumento de las empresas eslovenas (44%) de 2012 a 2014, aunque aquellas partían de unos niveles muy bajos. En los países ECE-no euro, los saldos de los valores de renta fija emitidos por las empresas checas y polacas crecieron en un 150% y 175%, respectivamente, de 2009 a 2014, mientras que en Hungría dichos saldos disminuyeron en 2014.

Gráfico 187. Saldos vivos de valores de deuda emitida por las empresas de los países ECE (millones EUR) (1). 2007-2014



(1) Saldos vivos a finales de cada año. No hay datos disponibles de 2007 para Hungría y la República Checa, en su lugar se han tomado los del año 2006.

Fuente: BCE (*Statistical Data Warehouse*)

En conclusión, el sistema bancario ha ido perdiendo peso a lo largo de la crisis, aunque en la actualidad sigue siendo la primera fuente de financiación ajena de las empresas frente a los mercados de valores. En el conjunto de la zona del euro, la caída de la financiación de las entidades no financieras a través de préstamos bancarios se ha sustituido sobre todo por la emisión de deuda. La misma tendencia se está produciendo en los países ECE, pero al no contar los mismos con un mercado de valores

suficientemente desarrollado, la disminución de la financiación bancaria en estos países se ha reemplazado, sobre todo, por aumentos de capital y créditos comerciales¹⁶⁵.

¹⁶⁵ En Banco Central de Hungría (2014) se analiza este cambio en la estructura del sector financiero.

4. Conclusiones

Tras el análisis del impacto de la crisis en el sector financiero de los países ECE, se sugiere que la unión monetaria ha sido una condición necesaria pero no suficiente para la estabilidad de los sistemas financieros de los países de la eurozona.

Respecto al sector bancario, si bien la integración financiera, promovida por los criterios de convergencia de la UEM, favoreció un entorno más estable para dicho sector en los países de la zona del euro, su fragmentación posterior desde el inicio de la crisis financiera global, así como la relación perversa entre los riesgos bancario y soberano provocada por la crisis europea, han interferido en el correcto funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria en los países ECE-euro y ha agravado los problemas que ya padecían algunos de sus sistemas bancarios, como el de Eslovenia.

Dentro de los países ECE-no euro, el sistema bancario de la República Checa, muestra en la actualidad más integración con el conjunto de la eurozona que el sector bancario esloveno. El mayor grado de solvencia y desarrollo del sistema bancario checo y la aplicación de la disciplina fiscal por su Gobierno han sido dos factores que han reforzado su resistencia a los efectos de la crisis. En contraste, el sector bancario de Hungría, en este segundo grupo de países, ha sido arrastrado por los desequilibrios financieros y macroeconómicos, tanto internos como externos, acumulados por este país antes y durante la crisis.

El modelo de financiación también parece haber influido en el impacto de la crisis en los sectores bancarios de estos países. La dependencia de la financiación de los bancos extranjeros por parte de los bancos eslovenos y húngaros, ha hecho que la retirada de fondos de aquellos tras la crisis les haya afectado especialmente, mientras que los sistemas bancarios de los países ECE con menor dependencia de los préstamos transfronterizos y mayor participación extranjera en su capital, como los de Eslovaquia y la República Checa, han sentido menos los efectos de dicha crisis.

El sector bancario polaco también mostró algunos signos de vulnerabilidad ante los efectos de la crisis, aunque en menor medida que los de Eslovenia y Hungría, como consecuencia de su relativa dependencia a la financiación externa y por no haber implementado en su momento las reformas estructurales y financieras necesarias para afrontar la crisis. Sin embargo, recientemente y tras las recomendaciones de la Comisión y el Consejo de la UE, tanto la política monetaria más laxa introducida por el Narodowy Bank Polski como los ajustes fiscales y estructurales del Gobierno polaco están comenzando a estabilizar su sistema bancario. También las autoridades de Eslovenia y Hungría están aplicando actualmente reestructuraciones del sector bancario y reformas económicas que están ayudando a su recuperación.

Dentro de los países ECE-euro, los *spreads* aumentaron de forma considerable a partir de la crisis de deuda soberana de la eurozona en Eslovenia, dentro de los países ECE-euro, y en Hungría y Polonia, por este orden, en el grupo de países ECE-no euro. Las Bolsas de estos países se vieron afectadas por la crisis, tanto en términos de rentabilidad como en tamaño.

Por otra parte, la crisis ha impulsado el comienzo de un proceso de cambio en el modelo estructural del sector financiero de los países ECE, tradicionalmente basado en el sector bancario. Por un lado, la contracción del crédito bancario, derivado de los problemas de financiación de las entidades de crédito y la morosidad del sector privado no financiero durante la crisis, ha estimulado la emisión de deuda por las empresas. Por otro lado, los bajos tipos de interés, inducidos por la política monetaria expansiva del BCE y los Bancos Centrales de los países ECE-no euro, ha llevado a que los ahorradores amantes del riesgo inviertan cada vez más en las Bolsas de valores de estos países, aunque el proceso de desarrollo, iniciado desde su adhesión, se haya visto obstaculizado por la crisis.

CAPÍTULO VI. CONCLUSIONES

La crisis financiera global se fue gestando durante la fase previa de expansión económica, en la que tanto Estados Unidos como algunas economías de la UE estaban creciendo con elevadas tasas de endeudamiento exterior, además del excesivo crecimiento del crédito bancario y de la deuda pública. Estos hechos, junto con la escasa supervisión rigurosa, la desregulación financiera y la infravaloración de riesgos, han llevado a la quiebra de entidades bancarias y a un riesgo sistémico que ha obligado al BCE y a otros Bancos Centrales de la UE a aplicar medidas de política monetaria, tanto convencionales como no convencionales, para tratar de evitar la contracción crediticia o *credit crunch*. A pesar de ello, la crisis se trasladó a la economía real, produciendo efectos financieros y económicos adversos en la UE y más intensamente en los países de la eurozona.

Tanto el sistema bancario como los Gobiernos de la zona del euro se expusieron al riesgo en exceso. Los primeros porque no dudaron en suministrar los créditos hipotecarios que se demandaban con escasas garantías y en invertir en activos complejos y opacos para obtener rentabilidades más elevadas, en un clima económico de crecimiento moderado y bajos tipos de interés, heredados de la Unión Económica y Monetaria (UEM). Los segundos, porque, en contra del espíritu del Tratado de Maastricht y del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), aumentaron considerablemente sus niveles de deuda y déficit públicos.

Además de la información asimétrica que llevó al problema del riesgo moral en la asunción de riesgos excesivos por parte de gobiernos y bancos, otro fallo de mercado ha sido el efecto externo “de contagio” del riesgo de la deuda soberana en la eurozona, desde que Grecia solicitara en la primavera de 2010 el rescate a la UE. Asimismo, un factor agravante de la crisis ha sido la lenta e ineficaz respuesta de los gobiernos y de las instituciones europeas ante la misma, tanto en su fase inicial como en su desarrollo posterior.

Al inicio de dicha crisis, las agencias de *rating* rebajaron la calificación crediticia de las instituciones financieras en dificultades, lo que llevó a una caída de las cotizaciones de sus acciones y a una mayor inestabilidad en los mercados. Además, la desconfianza en torno a la sostenibilidad de la deuda pública en los países periféricos de la eurozona y a su capacidad de crecimiento, debido a que sus políticas económicas están limitadas por su pertenencia a una unión monetaria con una disciplina fiscal y en un contexto de crisis, ha elevado la incertidumbre y, por tanto, ha acrecentado la aversión al riesgo de los inversores, lo que ha provocado una huida desde las inversiones con mayor riesgo - las bolsas de valores y la deuda soberana de países periféricos de la eurozona- hacia otras inversiones más seguras -deuda pública de países con mayor solvencia, como Alemania, aumentando, asimismo, sus primas de riesgo de crédito.

En el marco de la teoría de las áreas monetarias óptimas, la alternativa a las políticas monetaria y cambiaria de los países integrantes del área monetaria, ante *shocks* asimétricos, es la movilidad de los factores productivos y la flexibilidad de los salarios, así como disponer de un mecanismo estabilizador que posibilite las transferencias de recursos a favor de los países con problemas o, en su defecto, contar con unas políticas fiscales flexibles. No obstante, podrían reducirse dichos *shocks* si las economías del área tuvieran unas estructuras productivas y unos ciclos económicos similares. Sin embargo, las economías de los países de la UEM no estaban inicialmente sincronizadas cíclicamente y el único mecanismo europeo capaz de estabilizar el área ante perturbaciones asimétricas, las reglas de disciplina fiscal establecidas en el PEC, no se cumplieron siempre.

En este contexto, el desarrollo financiero de los países del Este y Centro de Europa (ECE), iniciado a partir de su transición económica y política en la década de los noventa e impulsado después por su adhesión a la UE, se vio gravemente afectado por la crisis en algunos de esos países.

Tras el inicio de la crisis en 2007 y, sobre todo, durante los años posteriores de crisis financiera y de recesión económica, 2008 y 2009, las economías de los países ECE comenzaron a debilitarse, debido a la reducción de sus exportaciones y a la contracción del crédito bancario, como consecuencia del empeoramiento de la situación económica y financiera de sus socios de la UE, así como de los propios desequilibrios acumulados

por algunos de los países ECE en el período de auge previo a la crisis, como es el rápido crecimiento del crédito interno en Eslovenia y, además, en Hungría su elevada deuda externa.

La adopción del euro como moneda única ha actuado de catalizador del desarrollo de los mercados de valores y del sistema bancario de los países ECE integrados en la eurozona, Eslovenia desde 2007 y Eslovaquia desde 2009, pero durante los años de crisis financiera global y económica mundial, y más intensamente desde la crisis europea de deuda soberana, se produjo una gran inestabilidad y fragmentación financiera, lo que se ha manifestado en una elevada volatilidad de los precios de los activos financieros y la divergencia de los tipos de interés de los préstamos bancarios. La adopción el euro por Eslovaquia y Eslovenia pudo estimular aún más el crecimiento de su sistema financiero, sobre todo del sector bancario, pero también aumentó su vulnerabilidad a los *shocks* derivados de la crisis de deuda soberana en la zona del euro.

No obstante, la crisis de deuda soberana no ha afectado de forma simétrica a los sistemas financieros de los dos países ECE que adoptaron el euro, Eslovaquia y Eslovenia, ni a los que aún conservan su propia moneda, Hungría, Polonia y la República. El impacto de la crisis no sólo ha estado condicionado por el nivel de integración monetaria, debido a la pertenencia o no de estos países a la eurozona, sino también por los desequilibrios financieros y macroeconómicos, así como por el modelo de financiación exterior adoptado.

La crisis no sólo ha obstaculizado el desarrollo económico y financiero de los países ECE, sino que también ha ralentizado el proceso de integración de sus mercados financieros, de deuda y de crédito bancario. Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de Eslovaquia y Eslovenia respecto a los de Alemania, que estaban bastante correlacionados en los años previos a la crisis, durante la misma se distanciaron, debido al aumento de la prima de riesgo soberana en el segundo país. Sin embargo, los rendimientos de la deuda soberana de Polonia y la República Checa mostraron mayor correlación con los de Alemania que antes de la crisis.

El desarrollo de las bolsas de valores, que fue bastante elevado desde la adhesión de estos países a la UE, se vio ralentizado durante la crisis, aunque la Bolsa polaca

experimentó un crecimiento positivo neto en todo el período. Las rentabilidades de las Bolsas de valores húngara, polaca y checa mostraron una elevada correlación. Las rentabilidades de las Bolsas eslovaca y eslovena estuvieron bastante correlacionadas entre ellas, pero no con la eurozona en el período de crisis.

La emisión de valores de deuda pública aumentó con la crisis en todos los países ECE por el rescate de bancos y el aumento de los intereses de la deuda y, por tanto, del déficit público. El elevado grado de correlación entre los *spreads* soberanos de estos países verifica la gran integración de los mercados de valores de deuda pública entre ellos y con la eurozona, lo que, a su vez, ha favorecido los efectos de contagio entre países y entre sus sectores público y bancario en ambas direcciones, como ha sucedido en Eslovenia.

Durante la crisis, los activos de las compañías aseguradoras y de los fondos de pensiones crecieron, dentro de los países ECE-euro, en Eslovaquia, y, dentro de los países ECE-no euro, en la República Checa. Los fondos de pensiones, que tuvieron un gran desarrollo durante los años previos a la crisis en Hungría y Polonia, durante la misma, se redujeron en el primer país. Las reformas emprendidas en los sistemas de pensiones en los países checo y polaco impulsaron su desarrollo.

En base a los resultados del estudio empírico del impacto de la crisis en el sector bancario de los países ECE, se sugiere que, a pesar de que los efectos de la crisis en la UE se fueron suavizando en la segunda mitad de 2013, entonces aún existían vulnerabilidades en los sectores bancarios de algunos países ECE, como Eslovenia y Hungría. Además, el proceso de integración financiera, impulsado por la adhesión de estos países a la UE, se ha ralentizado con la crisis, hallándose evidencia de cierto grado de fragmentación de sus sistemas bancarios entre sí y respecto a la eurozona, lo que se explica por las diferencias en los tipos de interés de los préstamos bancarios, debido a que los mismos incorporan una prima de riesgo de crédito, la cual, a su vez, ha estado influida por la prima de riesgo de deuda soberana. Por otra parte, el mecanismo de transmisión de la política monetaria del BCE en la eurozona se ha visto interferido por el círculo vicioso entre las primas de riesgo soberana y bancaria, lo que también ha impactado en los países ECE-euro, especialmente a Eslovenia.

A la luz de los últimos acontecimientos en la UE, parece claro que la unión monetaria ha sido una condición necesaria, pero no suficiente para la estabilidad de los sistemas financieros de los países de la eurozona. Si bien la integración monetaria favoreció un entorno más estable para los sectores bancarios y los mercados de valores de los países de la zona del euro, su fragmentación posterior desde el inicio de la crisis financiera global, así como la relación perversa entre los riesgos bancario y soberano provocada por la crisis europea, han interferido en el correcto funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria en los países ECE-euro y ha agravado los problemas que ya padecían algunos de sus sistemas financieros, como el de Eslovenia.

Dentro de los países ECE- no euro, el sistema bancario de la República Checa, muestra en la actualidad más integración con el conjunto de la eurozona que el sector bancario esloveno. El mayor grado de eficiencia y liquidez del sistema bancario checo y la aplicación de la disciplina fiscal por su Gobierno han sido dos factores que han reforzado su resistencia a los efectos de la crisis. En contraste, el sector bancario de Hungría, en este segundo grupo de países, ha sido arrastrado por los desequilibrios financieros y macroeconómicos, tanto internos como externos, acumulados por este país antes y durante la crisis.

El modelo de financiación exterior también parece haber influido en el impacto de la crisis en los sectores bancarios de estos países. La dependencia de la financiación de los bancos extranjeros por parte de los bancos eslovenos y húngaros, ha hecho que la retirada de fondos de aquellos tras la crisis les haya afectado especialmente, mientras que los sistemas bancarios de los países ECE con menor dependencia de los préstamos transfronterizos y mayor participación extranjera en su capital, como los de Eslovaquia y la República Checa, han sentido menos los efectos de dicha crisis. La aportación de conocimiento y tecnología por los bancos extranjeros ha contribuido al aumento de la eficiencia del sector bancario de ambos países.

El sector bancario polaco también mostró algunos signos de vulnerabilidad ante los efectos de la crisis, aunque en menor medida que los de Eslovenia y Hungría, como consecuencia de su relativa dependencia a la financiación externa y por no haber implementado en su momento las reformas estructurales y financieras necesarias para afrontar la crisis. Sin embargo, recientemente y tras las recomendaciones de la

Comisión y el Consejo de la UE, tanto la política monetaria más laxa introducida por el Banco Central de Polonia como los ajustes fiscales y estructurales del Gobierno polaco están comenzando a estabilizar su sistema bancario.

También las autoridades de Eslovenia y Hungría están aplicando actualmente reestructuraciones de su sector bancario y reformas económicas que están ayudando a su recuperación.

Cabe señalar que tras la crisis de deuda soberana en la UE se vislumbra el inicio de un cambio de tendencia en el modelo estructural del sector financiero de estos países, perdiendo peso el sector bancario a favor de los mercados de valores, si bien estos últimos en la actualidad no son lo suficientemente profundos y líquidos en algunos países ECE como para arrebatar a aquel su papel predominante. De aquí podrían surgir algunas líneas de investigación futuras.

Por otra parte, la nueva arquitectura económica y financiera de la UE, con la Unión Bancaria ya en marcha con la puesta en práctica del Mecanismo Único de Supervisión, que se espera promoverá la estabilidad y la confianza en el sistema financiero, necesarias para la integración financiera y la transmisión eficiente de la política monetaria, y con proyectos tan importantes como la Unión de los Mercados de Capitales, que también contribuirán a una mayor integración financiera en la eurozona, lo que beneficiará a los países ECE sobre todo a los que han adoptado el euro.

Finalmente, aunque los países ECE-no euro están obligados a adoptar el euro, la crisis ha retrasado su entrada en la eurozona. Los efectos adversos de la misma han paralizado el proceso de convergencia necesario.

BIBLIOGRAFÍA

- ADAM, K., JAPPELLI, T., MENNICHINI, A. PADULA, M. y PAGANO, M. (2002): “Analyse, Compare, and Apply Alternative Indicators and Monitoring Methodologies to Measure the Evolution of Capital Market Integration in the European Union”, *European Commission Report*.
- ADJAOUTÉ, K. y DANTHINE, J.P. (2002): “European Financial Integration and Equity Returns: A Theory-based Assessment”, en Gaspar, V., Hartmann, P. y Sleijpen, O. (eds.), *The Transformation of the European financial system*, European Central Bank, Frankfurt, 185-246.
- AGÉNOR, P. R. (2001): “Beneficits and Costs of International Financial Integration: Theory and Facts”, *World Bank Policy Research Working Paper*, n° 2699.
- ALLEN, F. y GALE, D. (2000): “Financial Contagion”, *Journal of Political Economy*, 108 (1), 1-33.
- ALONSO, F. y CENDEJAS, J. L. (2012): “Integración monetaria y financiera en el período de crisis: los diferenciales de deuda como instrumentos de medida del riesgo país”, *Revista de Economía Mundial*, 31, 21-48.
- ALONSO, N., TRILLO, D. y VILARIÑO, A. (2011): «La falacia del spread de la deuda soberana como indicador de la solvencia del Estado», XIII Reunión de Economía Mundial “La gobernanza global: Cooperación y conflicto en el sistema económico mundial”, 25-27 Mayo, San Sebastián.
- ARCE, O. y MAYORDOMO, S. (2012): “Los mercados de CDS y bonos soberanos en el marco de la crisis de deuda pública europea”, *CNMV*, Boletín, Trimestre I, 71- 85.
- ARGHYROU, M. G. AND KONTONIKAS, A. (2011): “The EMU sovereign -debt crisis: Fundamentals, expectations and contagion”, *Economic Paper*, *European Commission*, 436, Febrero.

- BAELE, L., FERRANDO, A., HÖRDAHL, P., KRYLOVA, E. AND MONNET, C. (2004): “Measuring Financial Integration in the Euro Area”, *European Central Bank Occasional Paper Series*, N°. 14, April.
- BALTEANU, I. y ERCE, A. (2014): “Banking Crises and Sovereign Defaults in Emerging Markets: Exploring the links”, *Banco de España, Documentos de trabajo*, nº 1414.
- BALTZER, M., CAPPIELLO, L., DE SANTIS, R.A. y MANGANELLI, S. (2008): “Measuring Financial Integration in New EU Member States”, *European Central Bank Occasional Paper Series*, No. 81, marzo.
- BANCO CENTRAL EUROPEO (2006a): *Informe de convergencia*, Mayo, Fráncfort del Meno.
- ___ (2006b): “Desarrollo del sector financiero en Europa Central, Oriental y Sudoriental”, *Boletín Mensual*, Noviembre, 89 - 100.
- ___ (2007): *Informe Anual 2006*, Abril, Fráncfort del Meno.
- ___ (2008): *Informe de convergencia*, Mayo, Fráncfort del Meno.
- ___ (2009): *Informe Anual 2008*, Abril, Fráncfort del Meno.
- ___ (2009a): “Impacto en las finanzas públicas de la zona del euro del apoyo de los gobiernos al sector bancario”, *Boletín Mensual*, Julio, 69-82.
- ___ (2009b): “La aplicación de la política monetaria desde agosto de 2007”, *Boletín Mensual*, Julio, 83-98.
- ___ (2009c): “Desarrollo financiero en las economías emergentes: valoración e implicaciones de política económica”, *Boletín Mensual*, Octubre, 105-122.
- ___ (2010a): “La orientación de la política monetaria del BCE durante la crisis financiera”, *Boletín Mensual*, Enero, 67-76.
- ___ (2010b): “Medidas adoptadas por los gobiernos de la zona del euro en apoyo del sistema financiero”, *Boletín Mensual*, Abril, 79-95.

- ___ (2010c): “El impacto de la crisis financiera en los países de Europa Central y Oriental”, *Boletín Mensual*, Julio, 93-105.
- ___ (2011a): “La reforma de la gobernanza económica de la zona del euro: elementos esenciales”, *Boletín Mensual*, Marzo, 107-128.
- ___ (2011b): “El nuevo marco de la UE para la gestión y resolución de las crisis financieras”, *Boletín Mensual*, Julio, 91-101.
- ___ (2012a): “Análisis de la sostenibilidad de la deuda pública en la zona del euro”, *Boletín Mensual*, Abril, 61-77.
- ___ (2012b): “Un Pacto Presupuestario para una Unión Económica y Monetaria más fuerte”, *Boletín Mensual*, Mayo, 87-103.
- ___ (2012c): “Comparación de la reciente crisis financiera de Estados Unidos y la zona del euro con la experiencia de Japón en los años noventa”, *Boletín Mensual*, Mayo, 105-124.
- ___ (2012d): “Interacciones entre la política monetaria y la política fiscal en una unión monetaria”, *Boletín Mensual*, Julio, 55-70.
- ___ (2012e): “Heterogeneidad en las condiciones financieras de la zona del euro y sus implicaciones para la política monetaria”, *Boletín Mensual*, Agosto, 69-82.
- ___ (2014a): *Informe de convergencia*, Junio, Fráncfort del Meno.
- ___ (2014b): *Informe agregado sobre la evaluación global*, Octubre, Fráncfort del Meno.
- ___ (2015): *Informe Anual 2014*, Abril, Fráncfort del Meno.
- BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES (2014): *84º Informe Anual*, Junio, Basilea.
- BANK OF SLOVENIA (2014a): *Stability of the Slovenian Banking System*, January, Ljubljana.
- ___ (2014b): *Financial Stability Review*, May, Ljubljana.
- BARRO, R. J. (1991): “Economic Growth in a Cross Section of Countries”, *The Quarterly Journal of Economics*, 106 (2), 407-443.

- BECK, T. (2011): “The Role of Finance in Economic Development: Benefits, Risks, and Politics”, *European Banking Center, Discussion Paper*, N° 2011-038. Tilburg University.
- BECK, T., DEGRYSE, H. y KNEER, C. (2012): “Is More Finance Better? Disentangling Intermediation and Size Effect of Financial Systems”, *European Banking Center, Discussion paper*, N° 2012-016, Tilburg University.
- BECK, T. y DEMIRGÜÇ-KUNT, A. (2010): “Financial Institutions and Markets Across Countries and over Time”, *World Bank, Economic Review*, 24, 77-92.
- BECK, T., DEMIRGÜÇ-KUNT, A. AND LEVINE, R. (2000): “A New Database on the Structure and Development of the Financial Sector”, *World Bank Economic Review*, 14(3), 597-605.
- BECK, T., DEMIRGÜÇ-KUNT, A. AND LEVINE, R. (2010): “Financial Institutions and Markets across Countries and over Time”, *World Bank Economic Review*, 24 (1), 77-92.
- BECK, T., LEVINE, R. AND LOAYZA, N. (2000): “Finance and the sources of growth”, *Journal of Financial Economics*, 58, 261-300.
- BOGUMIL, P. (2014): “Composition of capital inflows to Central and Eastern Europe (CEE) - is Poland different?”, *ECFIN Country Focus*, 11(8), September, European Commission.
- BOISSAY, F., COLLARD, F. AND SMETS, F. (2013): “Booms and Systemic Banking Crises”, *European Central Bank Working Paper Series*, No. 1514, February.
- BOLTON, P. AND JEANNE, O. (2011): “Sovereign default risk and bank fragility in financially integrated economies”, *IMF Economic Review*, 59 (2), 162-194.
- BROTO, C. y PÉREZ-QUIRÓS, G. (2011): “Las primas de los CDS soberanos durante la crisis y su interpretación como medida de riesgo”, *Boletín Económico*, Abril, 101-108, Banco de España.
- CABALLERO, J. C., GARCÍA PEREA, P. y GORDO, E. (2011): “La reforma de la gobernanza económica en la UEM”, *Boletín económico*, Enero, 119-134, Banco de España.

- CALVO HORNERO, A. (2008): “La crisis de las hipotecas *subprime* y el riesgo de *credit crunch*”, *Revista de economía mundial*, 18, 195-204.
- ___ (2010): “Crisis financiera global y arquitectura financiera internacional”, *Revista del Instituto de Estudios Económicos*, 1, 41-54.
- ___ (2012): “Crisis de la deuda soberana y proceso de toma de decisiones en la UEM”, *Economistas*, 133, 44-49.
- ___ (2013): “La arquitectura económica y financiera de la UEM y los efectos de la crisis”, *Cuadernos Europeos de Deusto*, 49, 91-108.
- ___ (2014a): *Fundamentos de la Unión Europea*, Editorial Universitaria Ramón Areces, Madrid.
- ___ (2014b): *Organización monetaria y financiera de la Unión Europea*, Editorial Universitaria Ramón Areces, Madrid.
- CAPPIELLO, L., GÉRARD, B., KADAREJA, A. y MANGANELLI, S. (2006): “Financial Integration of New EU Member States”, *European Central Bank, Working Paper Series* No 683, October.
- CAPORALE, G. M., RAULT, C., SOVA, A. D. y SOVA, R.(2015): “ Financial Development and Economic Growth: Evidence from 10 New European Union Members”, *International Journal of Finance & Economics*, 20, 48-60.
- CENTRAL BANK OF HUNGARY (2014): *Financial Stability Report*, November, Budapest.
- CERMEÑO, R. y ROA, M. J. (2013): “Desarrollo financiero, crecimiento y volatilidad: Revisión de la literatura reciente”, *Documentos de Investigación*, 9, CEMLA, junio.
- CERÓN, J. A. (2008): «Crisis financieras internacionales, teorías explicativas y propuestas de reforma del Sistema Monetario: el caso de las Subprime», X Reunión de Economía Mundial, 29-30 Mayo, Barcelona.
- ČIHÁK, M., DEMIRGÜÇ-KUNT, A., FEYEN, E. AND LEVINE, R. (2012): “Benchmarking Financial Systems around the World”, *World Bank, Policy Research Working Paper*, 6175, August.

- CLAESSENS, S. y KOSE, M. A. (2013): “Financial Crises, Explanations, Types, and Implications”, *IMF Working Paper*, WP/13/28.
- CLAESSENS, S. AND VAN HOREN, N. (2013): “Impact of foreign Banks”, *DNB Working Paper*, 370, February.
- CRESPO CUARESMA, J., H. OBERHOFER, K. SMITS AND G. VINCELETTE (2012): “Drivers of Convergence in Eleven Eastern European Countries”, *World Bank, Policy Research Working Paper*, n° 6185.
- CZECH NATIONAL BANK (2014): *Financial Stability Report 2013/2014*, Prague.
- DE GRAUWE, P. (2011): «Debt Sustainability Inside and Outside a Monetary Union», Paper prepared for the seminar “Fiscal sustainability in the euro area and in the US” at the occasion of the delivery of the 11th Germán Bernácer Prize, Bank of Spain, June.
- ___ (2012): *Economics of Monetary Union*, Ninth edition, Oxford University Press, Oxford.
- DE LA DEHESA, G. (2009): “Once fallos de mercado y de Estado en la crisis financiera”, *Papeles de economía española, Crisis y regulación financiera*, 122, 26 - 37.
- DE SANTIS, R. A. (2012): “The euro area sovereign debt crisis safe haven, credit rating agencies and the spread of the fever from Greece, Ireland and Portugal”, *European Central Bank Working Paper*, N° 1419.
- DEL RIO, A. y GORDO, E. (2009): “Las relaciones comerciales y financieras de la UEM con Europa Central y del Este”, *Boletín Económico*, marzo, Banco de España.
- DEMIRGÜÇ-KUNT, A. FEYEN, E. AND LEVINE, R. (2011): “The Evolving Importance of Banks and Securities Markets”, *World Bank, Policy Research Working Paper*, n° 5805.
- DIETRICH, D., KNEDLIK, T. y LINDNER, A. (2011): “Central and Eastern European countries in the global financial crisis: A typical twin crisis?”, *Post-communist Economies*, 23 (4), 415-432.
- DUCE, M. y GARROTE, D. (2011): “La financiación exterior y el endeudamiento en los nuevos Estados miembros de la UE”, *Boletín Económico*, julio-agosto, Banco de España.

EIOPA (2015): *Financial Stability Report*, May. Frankfurt am Main..

EUROPEAN CENTRAL BANK (2002): *Financial Sectors in EU Accession Countries*, Frankfurt am Main.

___ (2005a): *The New EU Member States – Convergence and Stability*, Frankfurt am Main.

___ (2005b): *Banking Structures in the New EU Member States*, Frankfurt am Main.

___ (2012): *Financial Integration in Europe*, April, Frankfurt am Main..

___ (2013): *Financial Integration in Europe*, April,. Frankfurt am Main..

___ (2013): *Financial Stability Report*, April, Frankfurt am Main..

___ (2014b): *Financial Integration in Europe*, April,, Frankfurt am Main.

___ (2014c): *Financial Stability Review*, November, Frankfurt am Main.

___ (2014d): *Banking Structures Report*, October, Frankfurt am Main.

___ (2015a): *Financial Integration in Europe*, April, Frankfurt am Main.

___ (2015b): *Financial Stability Review*, May, Frankfurt am Main.

EUROPEAN COMMISSION (2008a): “EMU@10: successes and challenges after 10 years of Economic and Monetary Union”, *European Economy*, 2, June, Brussels.

___ (2009): “Economic Crisis in Europe: Causes, Consequences and Responses”, *European Economy*, 7/2009, Directorate General for Economic and Financial Affairs, Brussels.

___ (2010): “Surveillance of intra-euro-area competitiveness and imbalances”, *European Economy* 1, May.

___ (2011): «Debt sustainability in the EU», in “Public finances in EMU”, *European Economy*, 3, Brussels, September.

___ (2013a): *European Financial Stability and Integration Report 2012*, April. Brussels.

___ (2013b): “European Economic Forecast Spring 2013”, *European Economy*, 2.

- ___ (2014a): “Macroeconomic Imbalances Hungary 2014”, *European Economy Occasional Papers* 180/March 2014.
- ___ (2014b): “Macroeconomic Imbalances Slovenia 2014”, *European Economy, Occasional Papers* 187/March 2014.
- ___ (2015a): “Macroeconomic Imbalances Hungary 2015”, *European Economy Occasional Papers* 220/June 2015.
- ___ (2015b): “Macroeconomic Imbalances Slovenia 2015”, *European Economy, Occasional Papers* 224/June 2015.
- ___ (2015): “European Economic Forecast Spring 2015”, *European Economy*, 2/2015.
- FERNÁNDEZ-ARVADÍN, A., MARTÍNEZ, I. y RODRÍGUEZ, M.A (2007): “Eslovenia, nuevo socio de la Eurozona: el Mercado de valores”, *Revista Universitaria Europea*, 83-96.
- FEYEN, E., LETELIER, R., LOVE, I., MAIMBO, S.M, y ROCHA, R. (2014): “The Impact of Funding Models and Foreign Bank Ownership on Bank Credit Growth: is Central and Eastern Europe different?”, *World Bank Policy Research Working Paper*, nº 6783,.
- FLOOD, R. y MARION, N. P. (1997): “Policy Implications of Second-Generation Crisis” Models”, *IMF Staff Papers*, 44 (3), 383-390.
- GABRISCH, H., ORLOWSKI, L.T. Y PUSCH, T. (2012): Sovereign default risk in the euro-periphery and the euro-candidate countries”, *Working Paper*, Nº 41265, MPRA, Munich.
- GAMBACORTA, L., YANG, J. y TSATSARONIS, K. (2014): “Financial Structure and Growth”, *BIS Quarterly Review*, March, 21-35.
- GONZÁLEZ-PÁRAMO, J.M. (2005):“Integración financiera y crecimiento económico. Algunas lecciones desde la experiencia europea”. Discurso pronunciado por José Manuel González-Páramo, miembro del Comité Ejecutivo del BCE en el Foro Chile-Unión Europea. Fundación Euroamérica, Santiago de Chile, 28 de enero de 2005.

- GONZÁLEZ PUEYO, J. (2009): *Organización de los mercados de derivados y las cámaras de contrapartida central*, Monografía nº 35, junio, CNMV.
- GOODHART, C. y SCHOENMAKER, D. (2009): "Fiscal Burden Sharing in Cross-Border Banking Crises", *International Journal of Central Banking*, 5 (1), 141-165.
- HARKMANN, K. (2014): "Stock Market Contagion from Western Europe to Central and Eastern Europe During the Crisis Years 2008-2012", *Eastern European Economics*, 52 (3), 55-65.
- HEINEMANN, F. y JOPP, M. (2002): "The Benefits of a Working European Retail Market for Financial Services", Report to European Financial Services Round Table, European Union Verlag GmbH.
- HERNÁNDEZ DE COS, P. y THOMAS, C. (2012): "El impacto de la consolidación fiscal sobre el crecimiento económico. Una ilustración para la economía española a partir de un modelo de equilibrio general", *Documentos Ocasionales*, nº 1205, Banco de España.
- HERRARTE, A., MEDINA, E. y VICÉNS, J. (2000): "Modelos de Crisis Financieras", *Instituto L.R.Klein-Centro Gauss*, Universidad Autónoma de Madrid, Documento 00/1, Enero.
- HOLLÓ, D. (2012): "Identifying imbalances in the Hungarian banking system", *MNB Bulletin*, October, 38-45.
- IMPAVIDO, G., RUDOLPH, H. y RUGGERONE, L. (2013): «Bank Funding in Central, Eastern and South Eastern Europe Post Lehman: a "New Normal"?, *IMF Working Paper*, WP/13/148, June, International Monetary Fund.
- INT'VELD, J. (2013): "Fiscal consolidations and spillovers in the Euro area periphery and core", *European Economy*, Economic Papers No. 506, October.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (2009): "Assessing the systemic implications of financial linkages", *Global Financial Stability Report*, Chapter 2, April, Washington DC: IMF.

- ___ (2013): “Financing future growth: the evolving role of banking systems in CESEE”, *Central, Eastern, and Southeastern Europe, Regional Economic Issues*, April Washington DC: IMF.
- ___ (2014a): “Safeguarding the recovery as the global liquidity tide recedes”, *Regional Economic Issues, Central, Eastern, and Southeastern Europe*, April, Washington DC: IMF.
- ___ (2014b): *IMF Country Report No. 14/156, Hungary*, June, Washington DC: IMF.
- ___ (2014c): *Global Financial Stability Report*, Washington DC: IMF,.
- ___ (2014d): *World Economic Outlook*, April, Washington DC: IMF.
- ___ (2015a): *Global Financial Stability Report*, April, Washington DC: IMF.
- ___ (2015b): *IMF Country Report No. 15/92, Hungary*, April, Washington DC: IMF.
- IORGOVA, S. Y ONG, L.L. (2008): “The Capital Markets of Emerging Europe: Institutions, Instruments and Investors”, *IMF Working Paper*, n° 103.
- JAPELLI, T. y PAGANO, M. (2008): “Financial market integration under EMU”, *European Economy, Economic Papers* 312, March, European Commission.
- KASZUBA, S. (2010): “East and Central Europe Stock Exchange Markets in the ages of globalization”, *International Journal of Trade, Economics and Finance*, 1 (1), June, 89-92.
- KENEN, P.B. (1969). “The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View”, in Mundell and Swoboda (eds.), *Monetary Problems of the International Economy*. Chicago: University of Chicago Press.
- ___ (2002): “What we can learn from the theory of optimum currency areas”, HM Treasury invited Peter Kenen to revisit his 1969 paper “Theory of Optimum Currency Areas: an Eclectic View”.
- KING, R. y LEVINE, R. (1993): “Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right”, *Quarterly Journal of Economics*, 108 (3), 717-737.

- KOO, R. (2011): “The world in balance sheet recession”, *Real-world Economics Review*, issue No.58, December, 19-37.
- KOVÁCS, M. (2013): “Private sector deleveraging in Hungary: economic costs amplified by government policies in the banking sector”, *ECFIN Country Focus*, 10 (5), Julio, European Commission.
- KRUGMAN, P. R. (1979): “A Model of Balance-of-Payments Crises”, *Journal of Money, Credit, and Banking*, 11(3), 311-325.
- KRUGMAN, P. R. (1999): “Balance Sheets, The Transfer Problem, and Financial Crises”, *International Tax and Public Finance*, 6(4), 459-472.
- KRUGMAN, P. R. (2009): *El Retorno de la economía de la depresión y la crisis actual*, Editorial Critica, Barcelona.
- KRUGMAN, P. R. y OBSTFELD, M. & MELITZ, M.J. (2012): *Economía Internacional: Teoría y Política*, 9ª edición, Pearson, Madrid.
- KUENZEL R. y RUSCHER, E. (2013): “The Future of EMU”, *ECFIN Economic brief*, 22, abril, European Commission.
- LA EVEN, L. y VALENCIA, F. (2010): “Resolution of Banking Crises: The Good, the Bad, and the Ugly”, *IMF Working Paper*, WP/10/146.
- ___ (2012): “Systemic Banking Crises Database: An Update”, *IMF Working Paper*, WP/12/163, Washington: International Monetary Fund.
- LANE, P. R. (2008): “EMU and Financial Integration”, IIS, Trinity College Dublin and CEPR, October.
- LANE, P. R. (2012a): «Financial Globalisation and the Crisis», 11th BIS Annual Conference “The future of Financial Globalisation”, 21 y 22 de Junio, Lucerne.
- ___ (2012b): “The European Sovereign Debt Crisis”, *Journal of Economic Perspectives*, 26(3), 49-68.

- LENDVAI, J. (2007): “The impact of fiscal policy in Hungary”, *ECFIN Country Focus*, 4 (11), November, European Commission.
- LEVINE, R. (1997): “Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda”, *Journal of Economic Literature*, 35 (2), 688-726. T
- LEVINE, R. (2005): “Finance and Growth: Theory and Evidence”, in: P. Aghion y S.Durlauf (eds.), *Handbook of Economic Growth*, 865-934, Elsevier, Amsterdam.
- LEVINE, R., LOAYZA, N. y BECK, T. (2000): “Financial intermediation and growth: Causality and causes”, *Journal of monetary Economics*, Elsevier, 46, 31-77.
- LOBEJÓN, L.F. (2010): «La literatura económica y el origen de la crisis financiera mundial», XII Jornadas economía crítica “Los retos de la ciencia económica ante la crisis” 11 y 12 febrero, Zaragoza.
- LONDON ECONOMICS (in association with PricewaterhouseCoopers and Oxford Economic Forecasting) (2002): “Quantification of the Macro-Economic Impact of Integration of EU Financial Markets”, *Final report to the European Commission – Directorate-General for the Internal Market*, November.
- LUCAS, R. E. (1988): “On the Mechanics of Economic Development”, *Journal of Monetary Economics*, 22, 3-42.
- MALO DE MOLINA (2013): “La respuesta del Banco Central Europeo a la crisis”, *Boletín Económico*, Julio-Agosto, 115-124, Banco de España.
- MARTÍNEZ, L.B. y TERCEÑO, A. (2012): “El mercado de renta fija europeo de 1999 a 2011: Efectos de la Unión Monetaria y la crisis financiera”, *Boletín económico de ICE*, núm. 3028, pág. 29-39.
- MASCAREÑAS, J. (2006): “La medida del riesgo de los bonos”, *Monografías de Juan Mascareñas sobre Finanzas Corporativas* nº 10. ISSN: 1988-1878. Disponible en: <http://www.ucm.es/info/jmas/monograf.htm>

- ___ (2008): “El Riesgo de Interés”, *Monografías de Juan Mascareñas sobre Finanzas Corporativas* nº 21. SSN: 1988-1878. Disponible en: <http://www.ucm.es/info/jmas/monograf.htm>
- ___ (2010): “Productos Financieros Estructurados”, *Monografías de Juan Mascareñas sobre Finanzas Corporativas* nº 31. SSN: 1988-1878. Disponible en: <http://www.ucm.es/info/jmas/monograf.htm>
- MASTEN, A. B., CORICELLI, F. y MASTEN, I. (2008): “Non-linear Growth Effects of Financial Development: Does Financial Integration Matter?”, *Journal of International Money and Finance*, 27 (2), 295-313.
- MAUDOS, J. (2013a): “De la integración a la desintegración financiera en Europa: la importancia de la Unión Bancaria”, *Papeles de Economía Española*, “Construir una Unión Bancaria”, 137, 149-163.
- ___ (2013b): “La fragmentación del mercado financiero europeo y el coste de la financiación bancaria”. *Cuadernos de Información Económica*, 234, 1-11.
- MAUDOS, J. y FERNÁNDEZ DE GUEVARA, J. (2006): Desarrollo financiero, dependencia financiera y crecimiento económico sectorial: nueva evidencia internacional”, *Papeles de Economía Española*, 110, 35-48.
- MAUDOS, J. y PÉREZ, F. (2004): “Convergencia, integración y competencia en los mercados financieros europeos”, *Papeles de Economía Española*, 101, 114-136.
- MCKINNON, R. I. (1963): “Optimum Currency Areas”, *American Economic Review*, 53, 717-725.
- MCKINNON, R. I. (1973): *Money and Capital in Economic Development*, Washington DC: Brookings Institute.
- MONGELLI, F. P. (2008): “European Economic and Monetary Integration and the Optimum Currency Area Theory”, *European Economy, Economic Papers*, 302, European Commission - Directorate General Economic and Financial Affairs.

- MUNDELL, R. (1961): "A Theory of Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, 4 (51), 657- 665.
- NATIONAL BANK OF POLAND (2015): *Financial Stability Report*, July, Warsaw.
- ____ (2015): *Financial System in Poland 2013*, Warsaw.
- NATIONAL BANK OF SLOVAKIA (2014): *Analysis of the Slovak Financial Sector 2013*, Bratislava.
- NOVALES, A. (2010): "Política monetaria antes y después de la crisis financiera", en: *Claves de la Economía Mundial*, ICEX-UCM, 10, 29-41.
- OBSTFELD, M. (2013): "Finance at Center Stage: Some Lessons of the Euro Crisis", *European Economy, Economic Papers*, nº 493, April, Brussels.
- OECD (2015): *Global Insurance Market Trends 2014*,
- ONGENA, S. y POPOV, A. (2010): "Interbank Market Integration, Loan rates, and firm leverage", *Working Paper Series*, No. 1252, October, European Central Bank.
- ORLOWSKI, L. y TSIBULINA, A. (2014): "Integration of Central and Eastern European and the Euro-Area financial Markets: Repercussions from the Global Financial Crisis", *Comparative Economic Studies*, 56 (3), 376-395.
- PAGANO, M. (1993): "Financial markets and growth: An overview", *European Economic Review*, 37, 613-622.
- PRASAD, E. S., ROGOFF, K., WEI, S. y KOSE, M. A. (2003): "Effects of financial globalization on developing countries: some empirical evidence", *IMF Occasional Paper*, Nº. 220, Washington: International Monetary Fund.
- RAJAN, R. G. y ZINGALES, L. (1998): "Financial Dependence and Growth", *American Economic Review*, 88 (3), 559-586.
- ____ (2002): "Banks and Markets: The Changing Character of European Finance", en Gaspar, V., Hartmann, P. y Sleijpen, O. (eds.) *The Transformation of the European financial system*, European Central Bank, Frankfurt, 123-168.

- REINHART, C. M. (2012): “The return of financial repression”, *Financial Stability Review*, Banque de France, 16, 37-48.
- REINHART, C. M. y KAMINSKY, G. (1999): “The twin crises: Te causes of banking and balance of payments problems”, *American Economic Review*, 89 (4), 473-500.
- REINHART, C. M. y REINHART, V. R. (2015): “Financial Crises, Development, and Growth: A Long-term Perspective”, *World Bank Economic Review*, 29, 1-24.
- REINHART, C. M. y ROGOFF, K. S. (2008): “Is The 2007 U.S. Subprime Crisis So Different? An International historical Comparison”, *American Economic Review*, 98 (2), 339-344.
- ___ (2009): “The Aftermath of Financial Crises”, *American Economic Review*, 99 (2), 466-472.
- ___ (2010) “Growth in a Time of Debt”, *Working Paper Series*, nº 15639, NBER, January.
- ___ (2011): “From Financial Crash to Debt Crisis”, *American Economic Review*, 101 (5), 1676-1706.
- ROAF, J., ATOYAN, R. JOSHI, B. y KROGULSKI, K. (2014): “25 Years of Transition Post-Communist Europe and the IMF”, *Regional Economic Issues Special Report*, International Monetary Fund, octubre.
- ROBINSON, J. (1952): “The Generalization of the General Theory”, in *The Rate of Interest, and Other Essays*, London: Macmillan, 67-142.
- RODRÍGUEZ SANTOS, M.A. (2005): *La integración monetaria en los países del Este y Centro de Europa*, CES Colección Estudios, Madrid.
- RODRÍGUEZ SANTOS, M. A y FERNÁNDEZ-ARVADÍN, A. (2004). “Adaptación y desarrollo del sector financiero de los nuevos Estados miembros de la UE”, *Boletín económico del ICE*, nº 2816, septiembre, 25-44.
- RYAN, C. y HORSEWOOD, N. (2011): “The Role of Banks in Financial Integration: Some New Theory and Evidence from New EU Members”, in Welfens, P.J.J y Ryan, C. (eds.) *Financial Market Integration and Growth - Structural Change and Economic Dynamics in the European Union*, Springer, New York, 1-25.

- SCHILDBACH, J. (2010): “Direct fiscal cost of the financial crisis”, *Deutsche Bank Research Papers*, May.
- SCHUMPETER, J. (1934): *The Theory of economic Development*, Translated by Redvers Opie, Harvard University Press, Cambridge, MA.
- SCHUKNECHT, L., VON HAGEN, J. y WOLSWIJK, G. (2010): “Government bond risk premiums in the EU revisited: the impact of the financial crisis”, *Working Paper Series*, nº 1152, ECB, February, Frankfurt am Main.
- SIEKMANN, H. (2011): “Life in the Eurozone With or Without Sovereign Default? - The Current Situation –”, en Allen, F., Carletti, E. y Corsetti, G. (eds.), *Life in the Eurozone With or Without Sovereign Default?* (13-39), Philadelphia: FIC Press.
- STIGLITZ, J. E. (1981)
- STIRBU, C. (2004): “Financial market Integration in a Wider European Union”, *HWWA Discussion Paper, 297, Hamburg Institute of International Economics*, October.
- TOBIN, J. (1984): “On the Efficiency of the Financial System”, *Lloyd’s Bank Review*, 153, 1-15.
- UBIDE, A. (2011): “Estados Unidos versus Eurozona. Dos historias paralelas”, *ICE, Euro y crisis económica*, núm. 863, noviembre - diciembre, pág. 61-65.
- VEYSOV, A. (2012): “Financial Contagion and Systemic Risk: from Theory to Applicable Macroeconomic Model”, *MPRA Paper*, No. 40612.
- VIÑALS, J. (1990): “Los riesgos de la libre circulación de capitales”, *Papeles de Economía Española*, núm. 43, pág. 74-83.
- VIÑALS, J. (2005): “El modelo económico y social europeo: ¿una trinidad inconsistente?”, *ICE, El modelo económico de la UE*, núm. 820, enero-febrero, pág. 55-71.
- VISCO, I. (2013): «The impact of the crisis on financial integration in Central and Eastern Europe», Bank of Italy, Speech made at a conference hosted by the National Bank of Slovakia: “Twenty years of transition – experiences and challenges”, 3 May Bratislava.

WORLD BANK (2012): *Global Economic Prospects. Uncertainties and Vulnerabilities*, Vol. 4, January. Washington DC: The World Bank.

ANEXO I. LEGISLATIVO

⁸ Directiva 73/183/CEE del Consejo, de 28 de junio de 1973, sobre supresión de las restricciones a la libertad de establecimiento y a la libre prestación de servicios en materia de actividades por cuenta propia de los bancos y otras entidades financieras [DO L 194 de 16.7.1973, p.1]; y Directiva 77/780/CEE del Consejo, de 12 de diciembre de 1977, sobre la coordinación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas referentes al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio (primera Directiva de coordinación de las disposiciones en el sector bancario) [DO L 322 de 17.12.1977, p.30].

⁹ Directiva 73/239/CEE del consejo, de 24 de julio de 1973, sobre coordinación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas relativas al acceso a la actividad del seguro directo distinto del seguro de vida, y a su ejercicio (primera Directiva de coordinación del seguro distinto del seguro de vida) [DO L 228, de 16.8.1973, p.3]. Directiva 77/92/CEE del consejo, de 13 de diciembre de 1976, relativa a las medidas destinadas a facilitar el ejercicio efectivo de la libertad de establecimiento y de la libre prestación de servicios para las actividades de agente y de corredor de seguros [DO L 26, de 31.1.1977, p.14]. Directiva 78/473/CEE del consejo, de 30 de mayo de 1978, sobre coordinación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas en materia de coaseguro comunitario [DO L 151, de 7.6.1978, p.25]. Directiva 79/267/CEE del consejo, de 5 de marzo de 1979, sobre coordinación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas relativas al acceso a la actividad del seguro directo de vida (primera Directiva de coordinación del seguro de vida) [DO L 63, de 13.3.1979, p.1].

¹⁰ Directiva del Consejo, de 24 de junio de 1988, para la aplicación del artículo 67 del Tratado (88/361/CEE) [DO L 178 de 8.7.1988, p.5]. Esta Directiva derogó dos directivas anteriores: Primera Directiva, de 11 de mayo de 1960, para la aplicación del artículo 67 del Tratado (modificada en último lugar por la Directiva 86/566/CEE) y la Directiva 72/156/CEE del Consejo, de 21 de marzo de 1972, para la regularización de

los flujos financieros internacionales y la neutralización de sus efectos no deseables sobre la liquidez interna.

¹³ Segunda Directiva del Consejo, de 15 de diciembre de 1989, para la coordinación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas relativas al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio, y por la que se modifica la Directiva 77/780/CEE (89/646/CEE) [DO L 386 de 30.12.1989, p.1].

¹⁴ Directiva del Consejo, de 17 de abril de 1989, relativa a los fondos propios de las entidades de crédito (89/299/CEE) [DO L 124 de 5.5.1989, p.16]. Directiva del Consejo, de 18 de diciembre de 1989, sobre el coeficiente de solvencia de las entidades de crédito (89/647/CEE). [DO L 386 de 30.12.1989, p.14].

¹⁵ Directiva 92/30/CEE del Consejo, de 6 de abril de 1992, relativa a la supervisión de las entidades de crédito de forma consolidada [DO L 110 de 28.4.1992, p.52]. Directiva 92/121/CEE del Consejo, de 21 de diciembre de 1992, sobre supervisión y control de las operaciones de gran riesgo de las entidades de crédito [DO L 29 de 5.2.1993, p.1]. Directiva del Consejo, de 10 de junio de 1991, relativa a la prevención de la utilización del sistema financiero para el blanqueo de capitales (91/308/CEE) [DO L 166 de 28.6.1991, p.77].

¹⁶ La Directiva 93/22/CEE del Consejo, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables [DO L 141 de 11.6.1993, p.27]. Esta Directiva fue modificada en sucesivas ocasiones, la última vez por la Directiva 2002/87/CE, y fue derogada y sustituida por la Directiva 2004/39/CE. La Directiva 93/6/CEE del Consejo, de 15 de marzo de 1993, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión e instituciones de crédito [DO L 141 de 11.6.1993, p.1]. Esta Directiva fue modificada en sucesivas ocasiones, la última vez por la Directiva 2005/1/CE, y fue derogada y sustituida por la Directiva 2006/49/CE. Directiva 94/19/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 30 de mayo de 1994, relativa a los sistemas de garantía de depósitos [DO L 135 de 31.5.1994, p.5]. Esta Directiva fue posteriormente modificada por la Directiva 2009/14/CE.

¹⁷ Segunda Directiva 90/619/CEE del Consejo, de 8 de noviembre de 1990, sobre coordinación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas relativas al acceso a la actividad del seguro directo de vida y a su ejercicio [DO L 330, de 29.11.1990, p.50]. Directiva 92/96/CEE del Consejo, de 10 de noviembre de 1992, sobre coordinación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas relativas al seguro directo de vida y por la que se modifican las Directivas 79/267/CEE y 90/619/CEE [DO L 360, de 9.12.1992, p.1]. Directiva 92/49/CEE del Consejo, de 18 de junio de 1992, sobre coordinación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas relativas al acceso a la actividad del seguro directo distinto del seguro de vida [DO L 228, de 11.8.1992, p.1]. La Segunda Directiva de seguros distintos del seguro de vida había sido aprobada en 1988 [DO L 172, de 4.7.1988, p.1]. Directiva 98/78/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de octubre de 1998, relativa a la supervisión adicional de las empresas de seguros que formen parte de un grupo de seguros [DO L 330, de 5.12.1998, p.1]. Directiva 98/49/CE del Consejo, de 29 de junio de 1998, relativa a la protección de los derechos de pensión complementaria de los trabajadores por cuenta ajena y los trabajadores por cuenta propia que se desplazan dentro de la Comunidad [DO L 209 de 25.7.1998, p.46].

²³ Comunicación de la Comisión sobre comercio electrónico y servicios financieros [COM (2001) 66 final, de 7.2.2001]. Directiva 2002/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de septiembre de 2002, relativa a la comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores, y por la que se modifican la Directiva 90/619/CEE del Consejo y las Directivas 97/7/CE y 98/27/CE [DO L 271, de 9.10.2002, p.16].

²⁴ Directiva 2002/92/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 9 de diciembre de 2002, sobre mediación en los seguros [DO L 9, de 15.1.2003, p.3]. Esta Directiva sustituyó a la Directiva 77/92/CEE. Directiva 2002/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 5 de marzo de 2002, por la que se modifica la Directiva 79/267/CEE del Consejo en lo que se respecta a los requisitos del margen de solvencia de las empresas de seguros de vida [DO L 77, de 20.3.2002, p.11].

²⁵ Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de marzo de 2000, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio [DO L

126, de 26.5.2000, p.1]. Esta Directiva sustituye a las Directivas: 73/183/CEE, 77/780/CEE, 89/646/CEE, 89/299/CEE, 92/30/CEE y 92/121/CEE.

²⁷ Decisiones de la Comisión, de 6 de junio de 2001, por las que se crean el Comité de responsables europeos de reglamentación de valores (2001/527/CE) y el Comité europeo de valores (2001/528/CE) [DO L 191 de 13.7.2001, p.43-45], modificadas por las Decisiones de la Comisión 2004/7/CE y 2004/8/CE [DO L 3 de 7.1.2004, p.32-33], respectivamente.

²⁸ Decisiones de la Comisión de 5 de noviembre de 2003, por las que se crean el Comité de supervisores bancarios europeos (2004/5/CE), el Comité europeo de supervisores de seguros y de pensiones de jubilación (2004/6/CE), el Comité europeo de seguros y pensiones de jubilación (2004/9/CE), el Comité Bancario Europeo (2004/10/CE) [DO L 3 de 7.1.2004, p.28-36].

²⁹ Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero de 2003, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado). [DO L 96, de 12.4.2003, p.16]. Directivas: 2003/124/CE y 2003/125/CE de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003 [DO L 339, de 24.12.2003, p.70-73] y 2004/72/CE de la Comisión, de 29 de abril de 2004 [DO L 162, de 30.4.2004, p.70]. Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de noviembre de 2003, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE [DO L 345, de 31.12.2003, p.64]. Esta Directiva ha sido modificada posteriormente, la última vez por la Directiva 2014/51/UE. Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre de 2004, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado [DO L 390, de 31.12.2004, p.38]. Esta Directiva ha sido modificada posteriormente, la última vez por la Directiva 2013/50/UE. Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo [DO L 145 de 30.4.2004, p.1]. Directiva 2006/73/CE de la Comisión de 10

de agosto de 2006 [DO L 241 de 2.9.2006, p.26] y Reglamento nº 1287/2006 de la Comisión de 10 de agosto de 2006 [DO L 241 de 2.9.2006, p.1].

³⁰ Directiva 2003/41/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 3 de junio de 2003, relativa a las actividades y la supervisión de fondos de pensiones de empleo [DO L 235, de 23.9.2003, p.10]. Esta Directiva ha sido modificada posteriormente por la Directiva 2011/61/UE y la Directiva 2013/14/UE.

³⁴ Directiva 2006/48/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio (refundición) [DO L 177 de 30.6.2006, p.1]. Esta Directiva es una refundición de la Directiva 2000/12/CE y sus posteriores modificaciones. Directiva 2006/49/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito (refundición) [DO L 177 de 30.6.2006, p.1]. Esta Directiva es una refundición de la Directiva 93/6/CEE y sus posteriores modificaciones. Las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE han sido derogadas por la Directiva 2013/36/UE.

³⁶ Decisiones de la Comisión, de 23 de enero de 2009, por las que se crean el Comité de responsables europeos de reglamentación de valores (2009/77/CE), el Comité de supervisores bancarios europeos (2009/78/CE) y el Comité europeo de supervisores de seguros y de pensiones de jubilación (2009/79/CE) [DO L 25 de 29.1.2009, p.18-28]. Dichas decisiones fueron posteriormente derogadas por los Reglamentos (UE) nº 1095/2010, 1093/2010 y 1094/2010, respectivamente, en virtud de los cuales dichos Comités fueron sustituidos por las AES.

³⁷ Directiva 2007/64/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de noviembre de 2007, sobre servicios de pago en el mercado interior, por la que se modifican las Directivas 97/7/CE, 2002/65/CE, 2005/60/CE y 2006/48/CE y por la que se deroga la Directiva 97/5/CE [DO L 319, de 5.12.2007, p.1].

⁵⁵ Véase nota 30 (Directiva 2003/41/CE).

⁵⁶ Directiva 2007/44/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 5 de septiembre de 2007, por la que se modifica las Directivas 92/49/CEE, 2002/83/CE, 2004/39/CE,

2005/68/CE y 2006/48/CE en lo que atañe a las normas procedimentales y los criterios de evaluación aplicables en relación con la evaluación cautelar de las adquisiciones y de los incrementos de participaciones en el sector financiero [DO L 247, de 21.9.2007, p.1].

⁷⁷ Decisión de la Comisión, de 13 de junio de 2008, por la que se crea un Grupo de expertos sobre historiales de crédito (2008/542/CE) [DO L 173 de 3.7.2008, p.22].

⁷⁸ Directiva 2014/17/UE del Parlamento y del Consejo, de 4 de febrero de 2014, sobre los contratos de crédito celebrados con los consumidores para bienes inmuebles de uso residencial y por la que se modifican las Directivas 2008/48/CE y 2013/36/UE y el Reglamento (UE) nº 1093/2010 [DO L 60 de 28.2.2014, p.34].

⁸⁰ Directiva 2008/48/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de abril de 2008, relativa a los créditos al consumo y por la que se deroga la Directiva 87/102/CEE [DO L 133 de 22.5.2008, p.66]. Esta Directiva ha sido modificada por la Directiva 2014/17/UE. Directiva 2009/22/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de abril de 2009, relativa a las acciones de cesación en materia de protección de los intereses de los consumidores [DO L 110 de 1.5.2009, p.30]. Directiva 2011/83/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de febrero de 2011, por la que se establecen medidas de lucha contra la morosidad en las operaciones comerciales (refundición) [DO L 48 de 23.2.2011, p.1]. Directiva 2014/92/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de julio de 2014, sobre la comparabilidad de las comisiones conexas a las cuentas de pago, el traslado de cuentas de pago y el acceso a cuentas de pago básicas) [DO L 257 de 28.8.2014, p.214].

⁸³ Reglamento (UE) nº 1092/2010 (JERS), Reglamento (UE) nº 1093/2010 (ABE), Reglamento (UE) nº 1094/2010 (AESPJ) y Reglamento (UE) nº 1095/2010 (AEVM), y en la Directiva 2010/78/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por la que se modifican varias directivas en relación con las facultades de la ABE, la AESPJ y la AEVM (Directiva Ómnibus). [DO L 331, de 15.12.2010, p.1-162]. El Reglamento (UE) 1093/2010 ha sido modificado por: el Reglamento (UE) 1022/2013 y la Directiva 2014/17/UE. El Reglamento (UE) nº 1095/2010 ha sido modificado por las Directivas 2011/61/UE y 2014/51/UE del Parlamento Europeo y del Consejo. El

Reglamento (UE) n° 1094/2010 ha sido modificado por la Directiva 2014/51/UE del Parlamento Europeo y del Consejo. Reglamento (UE) n° 1096/2010 del Consejo de 17 de noviembre, por el que se encomienda al Banco Central Europeo una serie de tareas relacionadas con el funcionamiento de la Junta Europea de Riesgo Sistémico [DO L 331 de 15.12.2010, p.162].

⁸⁵ La Directiva 2004/39/CE y sus posteriores modificaciones (por las Directivas: 2006/31/CE, 2007/44/CE, 2008/10/CE y 2010/78/UE), se han refundido en la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican las Directivas 2002/92/CE y 2011/61/UE. Asimismo, la Directiva 2004/39/CE se ha sustituido parcialmente por el Reglamento (UE) n° 600/2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento (UE) n° 648/2012.

⁸⁶ Reglamento (CE) n° 909/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de julio de 2014, sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores y por el que se modifica las Directivas 98/26/CE y 2014/65/UE y el Reglamento (UE) n° 236/2012 [DO L 257 de 28.8.2014, p.1].

⁸⁷ Directiva 2011/61/UE [DO L 173 de 12.6.2014, p.349]. Reglamento (UE) n° 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento (UE) n° 648/2012 [DO L 173 de 12.6.2014, p.84].

⁸⁸ Reglamento (CE) n° 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, sobre las agencias de calificación crediticia [DO L 302 de 17.11.2009), p.1]. Posteriormente, este Reglamento ha sido modificado por el Reglamento (UE) n° 513/2011 y las Directivas 2011/61/UE y 2014/51/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, y completado por el Reglamento Delegado (UE) n° 272/2012 de la Comisión.

⁸⁹ Reglamentos Delegados (UE) n° 446-449/2012 de la Comisión, de 21 de marzo de 2012, por los que se completa el Reglamento (CE) n° 1060/2009 [DO L 140 de

30.5.2012, p.2-32] y Reglamentos Delegados (UE) 2015/1-3 de la Comisión, de 30 de septiembre de 2014 [DO L 2 de 6.1.2015, p.1-57].

⁹² Directiva 2012/17/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de junio de 2012, por la que se modifican la Directiva 89/666/CEE del Consejo y las Directivas 2005/56/CE y 2009/101/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo que respecta a la interconexión de los registros centrales, mercantiles y de sociedades [DO L 156, de 16.6.2012, p.1].

⁹³ Reglamentos (UE) del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de abril de 2013: n° 345/2013 sobre los fondos de capital riesgo europeos y n° 346/2013 sobre los fondos de emprendimiento social europeos [DO L 115, de 25.4.2013, p.1-18].

⁹⁷ Reglamento (UE) n° 260/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de marzo de 2012, por el que se establecen requisitos técnicos y empresariales para las transferencias y los adeudos domiciliados en euros, y se modifica el Reglamento (CE) n° 924/2009 [DO L 94, de 30.3.2012, p.22].

¹⁰² Directiva 2009/138/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de noviembre de 2009, sobre el seguro de vida, el acceso a la actividad de seguro y de reaseguro y su ejercicio (Solvencia II) [DO L 335 de 17.12.2009, p.1].

¹⁰³ Directiva 2014/51/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, por la que se modifican las Directivas 2003/71/CE y 2009/138/CE y los Reglamentos (CE) n° 1060/2009, (UE) n° 1094/2010 y (UE) n° 1095//2010 en lo que respecta a los poderes de la Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación) y de la Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados) [DO L 153, de 22.5.2014, p.1].

¹⁰⁵ Reglamento (UE) n° 407/2010 del Consejo, de 11 de mayo de 2010, por el que se establece un mecanismo europeo de estabilización financiera [DO L 181, de 11.5.2010].

ANEXO II. ESTADÍSTICO

Modelo de regresión lineal simple: relación entre los tipos de interés de los préstamos bancarios y los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de los países ECE

| <i>Regression Statistics</i> | |
|------------------------------|-------------|
| Multiple R | 0.972038286 |
| R Square | 0.94485843 |
| Adjusted R Square | 0.926477907 |
| Standard Error | 0.36013625 |
| Observations | 5 |

| ANOVA | | | | | |
|------------|-----------|-------------|-------------|-------------|-----------------------|
| | <i>df</i> | <i>SS</i> | <i>MS</i> | <i>F</i> | <i>Significance F</i> |
| Regression | 1 | 6.667185644 | 6.667185644 | 51.40541521 | 0.005589199 |
| Residual | 3 | 0.389094356 | 0.129698119 | | |
| Total | 4 | 7.05628 | | | |

| | <i>Coefficients</i> | <i>Standard Error</i> | <i>t Stat</i> | <i>P-value</i> | <i>Lower 95%</i> | <i>Upper 95%</i> |
|--------------|---------------------|-----------------------|---------------|----------------|------------------|------------------|
| Intercept | 1.068298887 | 0.493389295 | 2.165225103 | 0.118989106 | -0.501886052 | 2.638483826 |
| X Variable 1 | 0.821144674 | 0.114528941 | 7.169756984 | 0.005589199 | 0.456662469 | 1.185626879 |

Modelo de regresión lineal simple: relación entre los tipos de interés de los préstamos bancarios y los tipos de interés oficiales de los Bancos Centrales de los países ECE

| <i>Regression Statistics</i> | |
|------------------------------|--------------|
| Multiple R | 0.47710971 |
| R Square | 0.227633675 |
| Adjusted R Square | -0.029821766 |
| Standard Error | 1.282859022 |
| Observations | 5 |

ANOVA

| | <i>df</i> | <i>SS</i> | <i>MS</i> | <i>F</i> | <i>Significance F</i> |
|------------|-----------|------------|------------|-------------|-----------------------|
| Regression | 1 | 1.45509819 | 1.45509819 | 0.884167272 | 0.416431086 |
| Residual | 3 | 4.93718181 | 1.64572727 | | |
| Total | 4 | 6.39228 | | | |

| | <i>Coefficients</i> | <i>Standard Error</i> | <i>t Stat</i> | <i>P-value</i> | <i>Lower 95%</i> | <i>Upper 95%</i> |
|--------------|---------------------|-----------------------|---------------|----------------|------------------|------------------|
| Intercept | 3.904396484 | 0.75231614 | 5.1898348 | 0.013893376 | 1.510190764 | 6.298602204 |
| X Variable 1 | 0.404958864 | 0.430669079 | 0.940301692 | 0.416431086 | -0.965622356 | 1.775540084 |

Modelo de regresión lineal simple: relación entre la prima de riesgo de la deuda soberana y la deuda pública de los países ECE

| <i>Regression Statistics</i> | |
|------------------------------|-------------|
| Multiple R | 0.927446048 |
| R Square | 0.860156171 |
| Adjusted R Square | 0.813541562 |
| Standard Error | 0.678910646 |
| Observations | 5 |

| <i>ANOVA</i> | | | | | |
|--------------|-----------|-------------|-------------|-------------|-----------------------|
| | <i>df</i> | <i>SS</i> | <i>MS</i> | <i>F</i> | <i>F Significance</i> |
| Regression | 1 | 8.505121003 | 8.505121003 | 18.45250189 | 0.023202869 |
| Residual | 3 | 1.382758997 | 0.460919666 | | |
| Total | 4 | 9.88788 | | | |

| | <i>Coefficients</i> | <i>Standard Error</i> | <i>t Stat</i> | <i>P-value</i> | <i>Lower 95%</i> | <i>Upper 95%</i> | <i>Lower 95.0%</i> | <i>Upper 95.0%</i> |
|--------------|---------------------|-----------------------|---------------|----------------|------------------|------------------|--------------------|--------------------|
| Intercept | 4.639642598 | 1.637387038 | 2.833564998 | 0.065995419 | -9.850538927 | 0.57125373 | 9.850538927 | 0.065995419 |
| X Variable 1 | 0.113790626 | 0.026489811 | 4.295637542 | 0.023202869 | 0.029488225 | 0.198093026 | 0.029488225 | 0.113790626 |