

Integración financiera: la experiencia europea y sus lecciones para América Latina

Integración & Comercio N°2; mayo-agosto 1997

E. V. FitzGerald y Heather Grabbe***

El estudio examina los progresos logrados desde 1985 en el proceso de creación de un Mercado Europeo Unico de servicios financieros. El método europeo se basa en la competencia reguladora entre los estados miembros y en una armonización mínima de las leyes nacionales que, si bien es probablemente el curso de acción más viable, ha determinado una integración heterogénea de sectores y países. En gran medida, los servicios bancarios para empresas se hallan integrados, mientras que los servicios bancarios para el público en general siguen fragmentados. La compraventa de valores ha cobrado escala internacional, pero la competencia aún es limitada en el ámbito de los seguros, debido a las barreras legales. En los tres sectores, las autoridades nacionales han tratado de proteger a las industrias de sus países a través de la legislación, su aplicación y discrecionalidad en materia de supervisión. No obstante las medidas adoptadas con objeto de asegurar la existencia de un mercado ordenado durante la transición, la inestabilidad de las tasas cambiarias ha constituido un obstáculo importante. El estudio extrae de esta experiencia dos "lecciones" fundamentales para América Latina. La primera es que las partes contratantes deben fijar, en forma colectiva, objetivos estratégicos claros de integración, incluidos por un lado el desarrollo económico y la competitividad global y, por otro, la relación con las autoridades reguladoras de los Estados Unidos y otras de rango internacional. La segunda, es que la puesta en práctica efectiva exigirá reformas simultáneas, fiscales y bancarias, así como un compromiso de coordinación macroeconómica y monetaria, y apoyo concreto para los países miembros menos desarrollados.

INTRODUCCIÓN

El programa legislativo para el establecimiento de un Mercado Europeo Unico de bienes y servicios, que se inició en 1985, apuntaba a la liberalización y eventual integración de los mercados nacionales de servicios financieros. Se consideró que la liberalización de los mercados de capital y la integración de los servicios financieros eran esenciales, debido a los

* *Universidad de Oxford.*

** *Instituto Real de Asuntos Internacionales.*

efectos que tendrían en cuanto a reducir el costo y ampliar el alcance de esos servicios, distribuir el capital en forma más eficiente e imponer una disciplina fiscal más estricta.

Por las mismas razones, la experiencia europea reviste un interés considerable para América Latina.

Para poner en práctica el programa dentro de un plazo razonable, la CE basó su enfoque en la competencia regulatoria entre los estados miembros y en una armonización mínima de las leyes nacionales. Donde no se han armonizado las reglas, se reconocen mutuamente las normas, de manera que una institución financiera autorizada para operar por su gobierno, puede prestar servicios financieros en toda Europa.

El programa determinó una integración heterogénea de sectores y países. Las áreas que convergieron con mejores resultados hacia un mercado europeo fueron las que se encuentran sometidas en mayor grado a las presiones competitivas mundiales. En la banca, el sector de los servicios bancarios para empresas evolucionó hasta transformarse en un mercado único reconocible durante el decenio siguiente, pero el sector de los servicios bancarios para el público en general permanece fragmentado y firmemente localizado. La naturaleza de los mercados de valores es más internacional y su integración ha sido más acentuada, pero aún es muy temprano para establecer cuán perfecta será la competencia entre los mercados nacionales y en qué medida subsistirán las distorsiones. En el sector de los seguros, la competencia todavía es limitada debido a las barreras legales. En los tres sectores han habido intentos de las autoridades nacionales para proteger sus industrias internas durante la definición de las leyes, en el proceso y la oportunidad de la aplicación nacional de directrices, mediante el uso de cláusulas de salvaguardia, y en el ejercicio de la discrecionalidad en la supervisión.

Con objeto de mantener los mercados ordenados durante la transición, se adoptó un método gradual que comprendió prolongados períodos de puesta en práctica, el uso de salvaguardias temporales y acuerdos especiales para los países menos integrados, incluidas las demoras en la ejecución y transferencias fiscales. No obstante estas medidas, los mercados europeos experimentaron una considerable inestabilidad de las tasas cambiarias, que sólo puede reducirse mediante la implantación de una moneda única.

Cualquier "lección" que América Latina pueda extraer de la experiencia europea de integración financiera, debe ponderarse en el marco de un punto de partida muy diferente en lo que atañe al nivel anterior de desenvolvimiento económico y a la fortaleza de los sistemas financieros participantes. Las metas de desarrollo a largo plazo de América Latina también son distintas a las de Europa, en términos de estructuras políticas y posicionamiento que se desee alcanzar en la economía mundial.

En cuanto a los objetivos de la integración financiera, la experiencia europea sugiere que América Latina necesita establecer de antemano:

- i) una definición de largo plazo que vaya más allá de la eficiencia sectorial y comprenda el desarrollo económico y la competitividad mundial;
- ii) una posición respecto de las futuras relaciones con la estructura regulatoria de los Estados Unidos y sus autoridades financieras; y
- iii) el reconocimiento que una armonización mínima y las transacciones transfronterizas exigirán la reforma de las leyes y la administración pública nacionales.

La experiencia europea sugiere que el diseño de un proceso eficaz de puesta en práctica para América Latina, exigirá:

- i) la reforma paralela de la legislación bancaria, la supervisión conjunta de los mercados de valores y el estricto control de las compañías aseguradoras, a fin que el siste-

ma de "pasaporte" sea viable sin correr el peligro de insolvencias o de amenazar los intereses de los consumidores;

ii) el compromiso de lograr un grado considerable de armonización fiscal y coordinación macroeconómica, a fin de evitar las perturbaciones cambiarias que pueden entorpecer la integración financiera efectiva; y

iii) medidas para compensar a los países más pobres de América Latina, de manera que no deban sobrellevar una cuota desproporcionada de los costos de la integración financiera.

Los posibles obstáculos para llevar a cabo un proceso ordenado de integración de los servicios financieros en América Latina son: primero, la falta de la cohesión política necesaria para impulsar los programas legislativos paralelos; segundo, el fracaso de la reforma de las instituciones reguladoras nacionales y la corrección oportuna de los desequilibrios fiscales; y tercero, la aquiescencia ante las presiones de grupos de interés, sean de los grupos financieros locales o de los bancos internacionales predatorios.

La perspectiva de una integración financiera en América Latina surgió recientemente como preocupación en materia de políticas, en el contexto de la liberalización financiera que siguió a la crisis de la deuda, a modo de complemento lógico de la integración comercial que, por su parte, ha hecho progresos imprevistos en la región. Este estudio tiene por objeto examinar la experiencia europea de integración financiera a fin de extraer "lecciones" para América Latina. No deben considerarse estas lecciones como normas técnicas prescriptivas, sino como la identificación de aspectos críticos de los procesos de adopción de decisiones de política y ejecución que, por ende, puede coadyuvar a la configuración de un mercado financiero ordenado y competitivo para la región.

Este trabajo se divide en cuatro secciones. En la primera se exponen los objetivos originales de la integración financiera europea, conforme a los cuales los gobiernos miembros se propusieron lograr competitividad mundial por medio de la convergencia regional, liberalizando las operaciones financieras transfronterizas dentro de un marco general de principios de la CE. En la segunda sección, se examina en cierto detalle el proceso de puesta en práctica, prestando atención al trámite legislativo, a los problemas más vastos que planteó y a las presiones de los grupos de intereses que fue necesario canalizar en una dirección positiva.

En la tercera sección, se examina la transición en los propios sistemas financieros, analizando los cambios operados en los mercados bancarios, de valores y de seguros, antes de pasar al ritmo futuro de integración financiera y a las consecuencias de la unión monetaria para los servicios financieros. Si bien las tres secciones anteriores enfocan, implícitamente, los aspectos de interés para las autoridades de América Latina, en la cuarta y última se tratan en forma explícita las "lecciones". Se consideran los temas centrales señalados en la experiencia europea: la definición de objetivos, la estrategia de aplicación y la identificación previa de los obstáculos, desde la perspectiva del marco institucional específico del sector financiero de América Latina.

El lector debe tener presente que este estudio se concentra en la experiencia europea desde una perspectiva latinoamericana. En otras palabras, trata de examinar el proceso europeo de integración de los servicios financieros a la luz de la agenda que va cobrando forma en América Latina -por así decirlo, una visión con "ojos latinoamericanos" - en lugar de analizar la experiencia práctica de la propia Europa. Este punto de vista es potencialmente valioso porque el proceso de integrar instituciones y fortalecer la gestión de gobierno en el ámbito europeo, resultó mucho más complejo y prolongado que lo pre-

visto, aunque ya existían las condiciones de liberalización del comercio y coordinación supranacional. En especial, resultó difícil reconciliar las dinámicas de los grupos sociales interesados y la influencia de los acontecimientos en otros sectores económicos. Es probable que estos factores sean aún más problemáticos en el caso de América Latina, pero hasta el presente poco es lo que se ha debatido seriamente al respecto. Este no es un estudio sobre la experiencia de América Latina como tal, que requeriría mucho más espacio y una experiencia local que los que se tuvieron a disposición.¹ Lo que sí hace este estudio, además de describir la experiencia europea, es extraer consecuencias lógicas de esta experiencia para la integración financiera en América Latina, con la esperanza de contribuir al creciente debate entre autoridades, especialistas y operadores de la región, en torno a esta cuestión vital.

LOS OBJETIVOS ORIGINALES DE LA INTEGRACIÓN FINANCIERA EUROPEA

COMPETITIVIDAD MEDIANTE LA CONVERGENCIA

La entidad que ha llegado a ser la Unión Europea es el resultado de varias agendas políticas y económicas diferentes pero, a menudo, superpuestas. A raíz de esto, la integración en Europa ha seguido un rumbo en cierto modo vacilante, caracterizado por etapas sucesivas de activismo en pos de grandes visiones y de repliegue cuando surgieron divergencias entre las ambiciones de los estados miembros para concretarlas. Los servicios financieros ingresaron relativamente tarde a la agenda de integración y, como ocurrió con muchas otras iniciativas, las propuestas que finalmente se convirtieron en ley fueron el resultado de una combinación de presiones externas de las tendencias económicas internacionales y de una convergencia de los intereses nacionales de los estados miembros más importantes.

Los planes de formación de un Mercado Europeo Único aparecieron en escena a mediados de los años ochenta, tras un período de estancamiento en la formulación de políticas en el seno de la Comunidad Europea. Los esfuerzos realizados durante el primer cuarto de siglo que siguió a la creación de la Comunidad Europea del Carbón y el Acero, en 1952, se habían concentrado en la eliminación de barreras para el comercio y en la formación de una unión aduanera para los bienes. Esta estrategia resultó provechosa para mancomunar los intereses económicos alemanes de posguerra con los de toda Europa Occidental y para alcanzar un alto grado de interdependencia comercial entre los estados miembros. La concentración inicial en la política comercial había actuado satisfactoriamente como el medio económico para lograr el objetivo político de evitar otra guerra en Europa.

Durante la posguerra se profundizó la integración económica mediante políticas comunes de agricultura, medio ambiente, transporte y condiciones de trabajo. También hubo, en esta era, movimientos orientados a establecer reglas comunes de competencia y transferencias financieras en pequeña escala, por medio de un presupuesto común. Sin embargo, aunque el principio del libre movimiento de capitales figuró en el Tratado de Roma de 1957 como uno de los pilares de la Comunidad Económica Europea, la liberalización de las corrientes de capital o la integración del sector financiero, tradicionalmente caracterizado por una firme intervención del gobierno y marcadas diferencias entre las reglamentaciones nacionales, fueron mínimas.

El programa del Mercado Único se orientó a crear un sistema económico europeo por encima de los vínculos entre las economías nacionales y su meta política fue la revitalización de la Comunidad Europea,² mediante la conformación de un programa global de integración económica que, según se esperaba, habría de fomentar una identificación más estrecha de intereses entre los estados miembros.

El programa fue posible gracias a una coincidencia de estímulos económicos externos con la necesidad interna de una reforma institucional. En el plano internacional, el crecimiento del comercio, propiciado por rondas sucesivas de negociaciones comerciales multilaterales a partir de 1960, incrementó la competencia global. La liberalización internacional de las corrientes de capital comenzó durante los años setenta y la competencia en el sector financiero aumentó como consecuencia de una mayor innovación de la nueva tecnología, de la conversión de la deuda en valores y de los cambios de los reglamentos.

Las variaciones del clima económico internacional y la recesión que se registró al comenzar los años ochenta reforzaron el argumento en favor que la economía europea se convirtiera en algo más que una zona de libre comercio si iba a competir con las de los Estados Unidos y del Arco del Pacífico. En el seno de la Comunidad también se manifestó una presión política en favor de la reforma institucional y el estímulo más intenso en este sentido fue la perspectiva de ampliación para incluir a España y Portugal que, finalmente, habrían de ingresar en 1986.³

EL PAPEL PREVISTO DE LA LIBERALIZACIÓN FINANCIERA

El proyecto de crear un Mercado Unico de bienes, servicios, capital y trabajo para fines de 1992, no sólo conllevaba la eliminación de barreras para los negocios transfronterizos sino también la creación de un marco regulador común. Para sostener el rápido crecimiento de una economía europea, sería necesario cambiar la cultura de comportamiento económico (Mayes y Hart [1994]).

En el Documento Blanco que la Comisión Europea preparó para el Consejo de Europa en 1985 bajo la supervisión de Lord Cockfield (Comisión de las Comunidades Europeas [1985]), referido a la consolidación del mercado interno, se indicó que la liberalización del mercado de servicios financieros era esencial para el programa del Mercado Unico. Desde la época del Tratado de Roma el progreso en este ámbito se había visto frenado por los temores de inestabilidad en los mercados de capital y por consideraciones relativas a la balanza de pagos, así como por la inquietud no manifestada por proteger la autonomía de las políticas monetarias nacionales. También se citó con frecuencia la protección del consumidor como una razón para las reglamentaciones nacionales.

La estrategia para liberalizar el suministro transfronterizo de servicios y completar otras dimensiones del Mercado Unico, incluyó un ambicioso programa de liberalización de las corrientes de capital e integración de los servicios financieros. Las estimaciones de los efectos de la integración que hizo la Comisión Europea, ilustran acerca del papel central asignado al sector financiero en el programa. En un estudio realizado por la Comisión bajo la supervisión de Paolo Cecchini, sobre "los costos de no Europa" (Cecchini [1988]), se estimó que un tercio de las ganancias macroeconómicas generales que rendiría la consolidación del mercado interno, tendría origen en la liberalización de los servicios financieros, aunque al sector sólo le correspondiera alrededor de una vigésima parte del PIB de la CE. Se previó, además, que al término de su sexto año el programa habría agregado hasta 4,5% al PIB de la CE.

El Informe Cecchini ha sido criticado por su metodología cuestionable que sugirió una cuantificación precisa de los beneficios potenciales basada en un análisis de las diferencias de precios entre los estados miembros. Numerosos estudios publicados posteriormente han señalado que ese informe sobreestimó los beneficios potenciales que podrían derivarse directamente de los acuerdos para un Mercado Unico y no consideró los efectos secundarios, que podían resultar más poderosos en el largo plazo (Lewellyn [1992], McDonald [1995]).

No obstante, el informe ofrece una estimación de los beneficios potenciales e indica los sectores donde podían registrarse las ganancias previstas por la Comisión Europea.

Se esperaban beneficios en varias esferas:

Exposición a la competencia internacional. Se consideró que la libertad de movimiento de capitales era esencial para integrar todos los mercados de bienes y servicios y promover el libre desplazamiento de la mano de obra. En un sistema nacional se debe competir con los precios elevados de los servicios financieros mediante el ingreso de firmas extranjeras, o facilitando a los usuarios de los servicios financieros el acceso a mercados e instituciones extranjeros. Este proceso competitivo normal se veía trabado por los controles cambiarios, los costos según la ubicación geográfica, y las regulaciones y barreras para el ingreso, combinados con los costos de información y transacción (Lewellyn [1992]). Se suponía que la integración permitiría que las empresas y los ciudadanos aprovecharan todas las posibilidades financieras y de inversión que les ofrecía la CE.

Mejoramiento de la intermediación financiera. Merced a la eliminación de la fragmentación y las reglamentaciones complejas que habían obstaculizado la competencia plena, la liberalización habría de rendir considerables ganancias de eficiencia en el sector financiero, mediante economías de escala y niveles más altos de productividad. La economía, en conjunto, se beneficiaría de costos de intermediación más bajos y de una mejor asignación de los recursos. Se preveía que las pequeñas y medianas empresas obtuvieran grandes beneficios gracias al acceso a los mercados internacionales, que les ofrecerían créditos en mejores condiciones y préstamos en moneda extranjera.

Uso más eficiente del capital. La existencia de más opciones de productos financieros y el crecimiento y expansión de los mercados secundarios, darían como resultado niveles más altos de ahorros e inversiones. Además, la derogación de controles sobre las transacciones transfronterizas estimularía un nuevo crecimiento del comercio.

Desenvolvimiento de la industria de los servicios financieros. La mayor eficiencia y los precios más bajos de los productos y servicios financieros, a su vez, aumentarían la competitividad internacional de la industria financiera europea, a medida que las compañías financieras fuesen adquiriendo una orientación más internacional, que se ofreciera una variedad más amplia de productos financieros y que se mejorara la capacidad de innovación.

Considerando las tasas sustanciales de ahorro existentes en la región, el sector financiero europeo poseía un vasto potencial de desarrollo (Kollias [1994]). La CE exportaba una proporción mayor de bienes y servicios que las de los Estados Unidos o el Japón, pero las monedas europeas no poseían relevancia en las transacciones financieras internacionales. La capitalización de las bolsas de valores, como porcentaje del PIB, era relativamente baja, salvo en el Reino Unido y en Luxemburgo. Cecchini estimó que la liberalización del sector crearía 440.000 empleos nuevos.

Disciplina fiscal. A diferencia de otros sectores, el de los servicios financieros desempeña múltiples funciones en la economía por medio del sistema de pagos, la asignación de recursos financieros, la protección de los ahorros y la ejecución de la política monetaria. El libre desplazamiento de los capitales impondría a los gobiernos una estricta disciplina en cuanto a la adopción de políticas económicas conducentes a la estabilidad de los precios y las tasas cambiarias, que constituía un requisito previo a la eventual unión monetaria.

La consecuencia en el largo plazo fue un cambio radical en la conducción de la política monetaria y la administración de la deuda pública. El estudio de Cecchini calculó que la liberalización de los servicios financieros determinaría un mejoramiento de las finan-

zas públicas de alrededor de 1% del PIB, principalmente por medio de la reducción de la carga de la deuda, y un impacto deflacionario sobre los niveles de precios de 1,4% aproximadamente (Comisión de las Comunidades Europeas [1988]).

Un mercado financiero común consta de cinco elementos cardinales: libertad para instalarse en cualquier parte del ámbito del mercado, mediante sucursales o subsidiarias asociadas; libertad para ofrecer servicios en cualquier punto del mercado sin necesidad de autorización específica; libertad para los consumidores de adquirir servicios financieros en cualquier punto del mercado y a proveedores de cualquier nacionalidad; ausencia de controles cambiarios que limiten el libre desplazamiento de los capitales; y un mercado único de valores en el que los inversionistas puedan emitir, comprar y vender valores a través de las fronteras nacionales, sin imposición de limitaciones. Las finanzas poseen rasgos especiales que tienden a impedir la evolución de un mercado regional de servicios financieros.

Los principales son: el papel central de los servicios financieros en la economía, que torna a los gobiernos y a las autoridades reguladoras reacios a permitir el dominio de instituciones extranjeras; un nivel de reglamentación mayor que el de otras industrias que tiene por objeto proteger al consumidor y también razones sistémicas, lo cual significa que las distorsiones competitivas son más probables como consecuencia de la reglamentación; la importancia de la libertad de ubicación sobre la libertad de comercio, que brinda una ventaja a los proveedores locales; y la importancia de la reputación y las ventajas informativas de las instituciones financieras, que puede crear un sesgo favorable a las instituciones nacionales (Lewellyn [1992]).

En todos los sectores económicos la reglamentación influye en el equilibrio de las ventajas, porque afecta las condiciones competitivas. Sin embargo, es particularmente importante en los servicios financieros porque las disposiciones reglamentarias definen las esferas de actividad permisibles para varias instituciones lo que, a su vez, determina el tipo de servicios financieros que evolucionarán. Al decir de Michael Moran, "... las condiciones competitivas en los servicios financieros son singularmente sensibles a los dispositivos reglamentarios, porque los "bienes" traficados son principalmente creaciones reglamentarias -contratos, legalmente obligatorios, que consagran una estructura de derechos y obligaciones financieros" (Moran [1991] p. 6).

LOS PRINCIPIOS BÁSICOS DEL MÉTODO DE LA CE

La estrategia delineada en el Documento Blanco Cockfield implicaba que el sector financiero seguiría siendo regulado por las autoridades nacionales y no por una entidad central. La meta del programa de servicios financieros era crear un marco legislativo que permitiera una mayor integración de los mercados de la CE sin sacrificar los intereses de la política pública de los estados miembros en lo atinente a normas de prudencia, estabilidad del mercado y protección del consumidor.

El programa del Mercado Único constituyó un paso importante en cuanto al impacto de las medidas de integración regional sobre la legislación nacional, porque afecta las barreras opuestas a la prestación transfronteriza de servicios, que generalmente son impuestas por la intervención del gobierno dentro de las fronteras nacionales. Se trata de un concepto económico inusitado porque si bien el Mercado Único se asemeja a una federación con mercados nacionales integrados, carece de un gobierno central con poderes amplios. El proceso europeo de integración financiera difiere nítidamente del que se observa en los Estados Unidos. No hay una "Euro-Fed" u otras instituciones monetarias y fiscales centrales facultadas para trazar directrices como en los Estados Unidos pero, por otro lado,

los estados de Europa Occidental negocian para armonizar sus reglas en esferas que, en los Estados Unidos, siguen en gran medida bajo la jurisdicción de cada estado.

La CE se ciñe en grado extremo al principio del "control por el país anfitrión" adoptado por los órganos reguladores financieros internacionales, en especial el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria. Se dictan normas mínimas y reglamentaciones esenciales para el sector financiero que deben adoptar todos los estados, pero se incorporan a las leyes nacionales y la vigilancia de su cumplimiento sigue constituyendo una responsabilidad de las autoridades nacionales. El resultado es que "... en Europa se encuentra una versión refinada de la clásica tensión de la interdependencia, la tensión entre el control del estado sobre el mercado financiero interno y la constitución de una comunidad transnacional ... el método de reglamentación financiera de la Comunidad Europea debe comprenderse como parte de un esfuerzo constante para resolver esa tensión" (Kapstein [1994] p. 131).

Este método abrió cauce a una estructura reglamentaria singular, basada en los principios de la competencia reguladora y la armonización mínima.

Competencia reguladora

El marco legislativo adoptado por la CE para el sector financiero, fue de *competencia entre reglas*. El concepto básico de la CE fue el de la armonización por la vía de la unanimidad, pero la armonización completa de las leyes nacionales para un Mercado Unico hubiera requerido mucho tiempo, suficiente para que los ímpetus políticos que impulsaban el programa se desvanecieran antes que éste se completara. En cambio, habrían de mantenerse los sistemas legales nacionales, los marcos reguladores y las prácticas de supervisión separados, pero introduciendo el criterio del reconocimiento mutuo, conforme al cual cada estado convenía en reconocer las leyes, normas y reglamentos de los demás, si éstos no estaban armonizados a nivel de la CE.⁴ En el sector financiero, este principio abrió cauce al *pasaporte único* y, por consiguiente, a las instituciones de crédito y a las nuevas dotaciones de capital.

La supervisión primaria se encomendaría a las autoridades nacionales, por medio del *control del país anfitrión*. No sería necesaria una armonización absoluta de las leyes nacionales, sino que se aceptarían las reglas del país anfitrión para regir la provisión transfronteriza de servicios y las actividades de las sucursales del estado anfitrión. Este método de integración era considerablemente más poderoso que el principio del tratamiento nacional usado en la mayoría de los acuerdos internacionales.

El control por el estado anfitrión tenía por objeto fomentar la apertura del mercado estableciendo un regulador único, a fin de impedir que las autoridades del país anfitrión protegieran a las firmas nacionales, discriminando a las firmas extranjeras de la CE por medio de la regulación. Sin embargo, la Comisión Europea ha debilitado este principio al incluir una cláusula de exclusión, (en la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria) conforme a la cual el país anfitrión también tiene derecho a regular la actividad con objeto de "proteger el interés público".

Mediante la competencia regulatoria se procuraba encauzar a todos los países en un curso de regulación moderado con objeto de atraer operaciones, por entenderse que un régimen muy estricto o uno muy laxo frustrarían el propósito de captar las transacciones más atractivas. Estas se encaminarán hacia el régimen más equitativo y firme, porque ofrece un marco estable y fidedigno que impide el fraude y las distorsiones pero permite que las transacciones se realicen en forma eficiente y a bajo costo.

Sin embargo, al adoptar este criterio, la Comisión Europea no se basó principalmente en la creencia que esa constituía la mejor forma de crear un mercado único de servicios, sino que lo consideró el mejor método a su alcance, habida cuenta de las restricciones que habría de tener su funcionamiento. Al decir de Benn Steil, "De la lectura de la versión de la Comisión acerca de la historia, en el Documento Blanco, se deduce claramente que el principio de la armonización mínima no se considera simplemente una respuesta necesaria a las externalidades negativas derivadas de la competencia libre entre las reglas, sino que se entiende que la competencia entre reglas constituye una consecuencia necesaria pero lamentable de la incapacidad legislativa de la Comisión para lograr una plena armonización" (Steil [1993]).

Armonización mínima

El alcance de la competencia entre reglas quedó limitado por la imposición de un conjunto de requisitos válidos para toda la CE, con objeto de salvaguardar los intereses públicos fundamentales. No obstante, la Comisión Europea, que puso en práctica el programa, nunca se pronunció explícitamente acerca de las reglas que requerían o no requerían armonización, o sobre la forma en que habría de determinarse el mínimo. El resultado fue que "En la práctica ... es probable que la determinación de los aspectos esenciales entre un grupo de naciones ocurra en gran medida a la manera de una trata de caballos, en cuanto a la consideración racional de los requisitos mínimos" (Scott-Quinn [1994] p.133).

Por otra parte, el efecto de este principio sobre el libre movimiento de bienes, capital y mano de obra, depende totalmente de la forma en que se aplique. Puede facilitar la competencia libre impidiendo el levantamiento de "barreras normales" contra los productos y servicios extranjeros, pero también puede inhibir la competencia libre, al clausurar el mercado para ciertos productos o prácticas (Scott-Quinn [1994]).

Habida cuenta que la Comisión Europea consideró que la armonización de las normas mínimas era lo mejor que podía establecerse fuera de la armonización total, las presiones de tiempo y la complejidad de la reglamentación requerida para un Mercado Único llevaron a los autores del Documento Blanco a esta conclusión a propósito del reconocimiento mutuo: "... la experiencia ha demostrado que la alternativa de depender de una estrategia basada totalmente en la armonización sería excesivamente regulatoria, exigiría mucho tiempo para su puesta en práctica, sería inflexible y podría frenar la innovación. Se necesita una estrategia que combine lo mejor de cada método pero que, sobre todo, permita un progreso más rápido que en el pasado" (CEC [1985] Parte Dos, Sección I, párrafo 64). Al armonizar las normas de prudencia se buscó crear lo que se denomina *igualdad de condiciones*.

Más adelante, cuando se cobró noción de los riesgos de una vasta evasión impositiva, se añadió un tercer principio: el de la *armonización de las tasas impositivas sobre los ahorros y los ingresos por concepto de inversiones*. Sin embargo, la firme oposición política a una mayor armonización en el ámbito tributario impidió que prosperase cualquier legislación sustancial en materia impositiva, más allá de la convergencia limitada en cuanto al impuesto al valor agregado. Nunca llegó a ser un campo de acción de la CE por derecho propio y sigue limitado, casi totalmente, a la tributación indirecta.⁵

Integración regional

Se planteó la preocupación referente a que el programa del Mercado Único pudiera acentuar las disparidades, ya profundas, entre los estados miembros y, por medio de

la Ley de Europa Unica de 1986, se incorporó al Tratado de Roma la palabra "cohesión", ante la insistencia de los estados miembros más pobres, a fin de abarcar la noción del desarrollo económico armonioso. Las demandas impuestas por el programa a los gobiernos de los estados más pobres, en cuanto a orientar sus políticas hacia la convergencia, fueron equilibradas por las transferencias fiscales por medio del presupuesto central de la CE y las concesiones respecto del calendario de su puesta en práctica.

Las transferencias fiscales se realizaron por medio de los fondos estructurales (que fueron reformados en 1988) y los fondos de cohesión (a partir de 1993) que, combinados, aumentaron sustancialmente los gastos de la CE en las regiones. Sin embargo, en 1993 los fondos estructurales apenas representaban 0,3% del PIB total de la CE, volumen muy distante del necesario para lograr un efecto redistributivo de entidad, aunque las sumas percibidas equivalían a 5% del PIB de algunos de los principales beneficiarios (Irlanda, Grecia y Portugal).

Otras medidas encaminadas a estimular la mayor cohesión económica fueron los préstamos del Banco Europeo de Inversiones y los efectos del CAP en cuanto al aumento de los ingresos de los establecimientos agrícolas de las economías con mayor base rural. También se previó que, merced al programa, aumentaría la movilidad laboral lo cual ayudaría a tratar el problema del elevado desempleo en regiones como el Mediodía italiano.

Los países más pobres tendieron a crecer más rápidamente que el núcleo de los más prósperos, aminorando parte de las diferencias de ingreso per cápita con Francia, Alemania, los Países Bajos y el Reino Unido, pero sus sistemas financieros siguieron siendo menos capaces de absorber los cambios y las tendencias globales. A raíz de esto, se encontraron en una situación más vulnerable frente a la competencia de sus socios más fuertes, particularmente cuando tenían menos margen de innovación financiera constructiva.

Liberalización de los movimientos de capital

Se buscó lograr la convergencia de las políticas macroeconómicas mediante la inclusión de las monedas meridionales en la red del SME (aunque no todos se unieron como miembros plenos), que reducía el margen de acción para las políticas monetarias independientes. A fin de coadyuvar a la estabilización de las tasas cambiarias de los países más pobres, se les permitió mantener los controles de capital más allá del plazo del 1 de julio de 1990 fijado para la liberalización total de los movimientos de capital. Durante la crisis del MAC, de 1992 y 1993, varios países también restablecieron los controles de capital.

En el caso de España, por ejemplo, el desmantelamiento de los controles fue relativamente lento y durante el período de transición las autoridades intervinieron en el mercado a término. Los controles a corto plazo sobre la cuenta de capital tuvieron por objeto desalentar la afluencia de capitales itinerantes, más que mantener capitales en el país (Viñals y otros [1990]).

Integración financiera

La apertura de la actividad bancaria a la competencia internacional y la imposición de prácticas reguladoras comunes, tuvieron la finalidad de actuar como catalizadores para el ingreso de los sectores financieros de los países meridionales a la era moderna. En el estudio sobre los "costos de no Europa", de 1988, se previó que las reducciones de precios más considerables tendrían lugar en España e Italia -34% y 29%, respectivamente- (CEC [1988]).

Las reformas estructurales tuvieron consecuencias radicales para las estructuras financieras de los países más pobres. En Grecia y Portugal, por ejemplo, había una estructura dual de los costos de endeudamiento, con una diferencia marcada entre los tipos de interés para las empresas públicas y el racionamiento de crédito que aquejaba a las empresas privadas. Asimismo, en algunas instituciones financieras de esos países, había un saldo de deuda no redituable. El peligro consistía en que una liberalización súbita podía provocar quiebras, déficit públicos y desempleo (Bliss y Braga de Macedo (editores) [1990]).

Para facilitar el ajuste y la integración financiera, se adoptaron medidas especiales a fin que las economías menos integradas pudieran adaptarse al nuevo entorno. Por ejemplo se abrió un período de transición, hasta 1996, durante el cual los bancos no pudieron operar en los mercados de valores. En un plano más informal, los países meridionales se han mostrado especialmente lentos para incorporar a sus leyes nacionales las directrices para los servicios financieros. En el ámbito de los seguros, por ejemplo, España y Grecia aún no pusieron en práctica la Tercera Directiva sobre Seguros de Vida y Otros, y durante mucho tiempo la estructura de activos de los bancos griegos no se ajustó a la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria.

LA PUESTA EN PRÁCTICA DE LA INTEGRACIÓN FINANCIERA EN EUROPA

EL PROCESO LEGISLATIVO

Al llegar 1985 existía en Europa una considerable diversidad en materia de regulación. Las diferencias sociales, políticas y económicas, entre las cuales se destacaban las idiomáticas, de moneda, de los sistemas jurídicos y de las normas contables, habían provocado la fragmentación de los mercados. Había también diferencias en cuanto al grado de propiedad estatal del sistema bancario, el alcance de la banca universal y los sistemas de dirección de las sociedades anónimas, en especial la importancia relativa de la participación individual frente a la participación institucional en el mercado de valores.

En 1985, la compartimentación del sector de los servicios financieros era especialmente pronunciada en los ofrecidos al público en general. En todo el mundo se comercializaban libremente los servicios bancarios para instituciones y empresas y los seguros de grandes riesgos que no fueran de vida, pero la banca para el público en general, la administración de fondos, los servicios de corretaje de valores y seguros de vida y el aseguramiento contra riesgos colectivos que no fuese de vida, se hallaban confinados a los mercados internos. Además de la diversidad regulatoria, la compartimentación se mantenía merced al sistema tributario y a los controles cambiarios (Simpson [1992]). Por otra parte, en la práctica las barreras suelen ser mayores que lo indicado, debido al margen de discreción que tienen las autoridades nacionales para aplicar las reglas pormenorizadas.

Liberalización de los movimientos de capital

El Reino Unido, Alemania y los Países Bajos habían abolido virtualmente todas las restricciones para los movimientos internacionales de capitales para fines de los años setenta, pero Francia y todos los países de Europa meridional mantenían controles sobre los movimientos de capital a corto plazo, que restringían el curso libre de los servicios financieros.

En 1986 la Comisión Europea publicó su programa de liberalización de los movimientos de capital dentro del ámbito de la CE (Comisión de las Comunidades Europeas

[1986]). No obstante el apoyo tradicional de varios países miembros a los controles, en el seno del Consejo de Ministros se acordó derogarlos. Las opiniones acerca de los movimientos de capital habían cambiado considerablemente gracias a la integración mundial de los mercados, lo que llevó a considerar que, en el largo plazo, los controles perderían eficacia.

A partir de 1984 se registró un alivio gradual de los controles cambiarios en la mayoría de los estados miembros y a fines de 1989, la mayoría había desaparecido. En 1988, en el ámbito de la CE se aceptó una nueva Directiva de Liberalización de Capitales, que entró en vigor a mediados de 1990. Su finalidad era la liberalización completa e incondicional de todos los movimientos de capital que afectaran el comercio de bienes y servicios no financieros, incluidos créditos a largo plazo, transacciones de valores de cotización pública y la emisión, colocación y aceptación de valores en la bolsa. La segunda fase de la directiva apuntaba a la liberalización absoluta de los movimientos de capital a largo plazo vinculados con la adquisición y compraventa de instrumentos monetarios, créditos financieros a corto plazo, apertura y uso de cuentas bancarias de depósito y colocación de acciones de fondos mutuos.

Se dispuso la inclusión de cláusulas temporarias de salvaguardia para los países que experimentaran egresos considerables de capital y para el restablecimiento temporario (hasta seis meses) de algunas medidas para atender las exigencias de la política monetaria, especialmente los problemas de la balanza de pagos. Ocho países completaron la liberalización de los movimientos de capitales dentro del plazo que expiraba el 1 de julio de 1990, pero a España, Irlanda, Grecia y Portugal se les otorgó prórrogas para consumarla, de dos y cuatro años respectivamente (Lewellyn [1992]).

Banca

En 1985, la discriminación abierta contra los bancos extranjeros en los mercados nacionales era escasa, pero subsistían los obstáculos a la libertad de establecimiento (el derecho a practicar una profesión o dedicarse a una actividad comercial), incluidos los procedimientos de autorización, las dotaciones de capital requeridas y las restricciones para las adquisiciones extranjeras.

El sector bancario sería el primero que habría de liberalizarse e inicialmente fue el más importante por el predominio de los bancos en los mercados de capital, ya que en comparación con los Estados Unidos, el financiamiento sin intermediación estaba poco desarrollado. Había, asimismo, diferencias sustanciales entre las estructuras bancarias de los estados miembros en cuanto al papel de los bancos de propiedad pública (mayores en Francia, Italia, Grecia y Portugal) la apertura a la competencia extranjera (mayor en el Reino Unido, Bélgica y Luxemburgo) y el grado de concentración del mercado (que era más alto en los países más pequeños). Las políticas de regulación también habían afectado las actividades de los bancos, desde la banca universal (en Alemania, Francia, Italia y los Países Bajos) a la exclusión de la participación directa en el mercado de valores (Tsoukalis [1993]).

El principio del control por el país anfitrión se estableció inicialmente en 1977, por medio de la Primera Directiva Bancaria, pero en ese momento no se acordó un conjunto común de regulaciones. En la segunda mitad de los años ochenta, la intensificación de la competencia internacional llevó a la implantación de medidas nacionales de liberalización en los principales centros financieros, Londres y París, lo cual abrió camino a las directivas al nivel de la CE.

La Segunda Directiva de Coordinación Bancaria (2BCD) adoptada por el Consejo de Ministros en 1989 y puesta en vigor el 1 de enero de 1993, representó el verdadero avance en la evolución de un mercado bancario común. Se concentró en los productos

financieros en lugar de hacerlo en las instituciones, abarcando todas las formas de préstamo, arriendo, servicios cambiarios, futuros financieros, tarjetas de crédito, administración de fondos y compraventa de valores. Permitted la prestación de servicios financieros por la vía de la transacción o mediante la instalación en otros países de todas las instituciones de crédito autorizadas en un país de la CE, sin una nueva autorización además de la otorgada por el país de origen. La liberalización se logró por medio de la creación de un "pasaporte único" para todas las actividades, incluidas en un anexo a la directiva. Esta limitó el control del país anfitrión y el reconocimiento mutuo en dos aspectos. El primero fue el reconocimiento de las normas del país anfitrión encaminadas a proteger "el interés público", que incluye liquidez, política monetaria y publicidad. La directiva mantuvo en la ambigüedad el alcance de esta reserva, uno de cuyos ejemplos inmediatos fue su aplicación a la tasa de interés variable para los préstamos hipotecarios, que puede considerarse una técnica o una función.⁶ La segunda reserva se refirió a la aplicabilidad del control del país anfitrión sobre actividades no incluidas en la lista anexa a la directiva y que sólo pueden llevarse a cabo con expresa autorización del país anfitrión.

Dos inquietudes han surgido, en especial en los Estados Unidos, a propósito de la reciprocidad con países que no forman parte de la UE: la negación de tratamiento nacional y el acceso efectivo al mercado, en comparación con el trato dispensado por la CE a terceros países. La directiva 2BCD prevé el examen de la suspensión de licencias de funcionamiento de nuevos bancos para los terceros países en el primer caso, y la negociación justa, sin suspensión, en el segundo caso. Un informe de la Comisión Europea, de 1992, recomienda que se negocie en el ámbito de la Organización Mundial del Comercio en el caso de trato discriminatorio, pero no hace referencia a la suspensión temporaria de la autorización (Dermine [1994]).

En 1989, la Directiva sobre Coeficiente de Solvencia proporcionó legislación auxiliar, estableciendo que los fondos propios de un banco debían equivaler, por lo menos, a 8% de sus activos ajustados por riesgo y transacciones no incluidas en el balance general. Mediante la Directiva sobre Fondos Propios, de 1989, se estableció una definición de esos fondos y por medio de la Directiva sobre Observación y Control de Grandes Volúmenes de Préstamos Pendientes, de 1992, se estableció a partir de 1994 un nuevo límite para los préstamos pendientes. A comienzos de 1993 entraron en vigor directivas atinentes a las cuentas anuales, la supervisión consolidada y el lavado de dinero.

En el Tratado de Maastricht, de 1991, se vislumbra un eventual Sistema Europeo de Bancos Centrales. El tratado reconoce explícitamente el principio de la descentralización de los poderes reguladores y de supervisión sobre las instituciones financieras al nivel de los bancos centrales, asignando un papel al Banco Central Europeo propuesto sólo en circunstancias muy especiales.

Valores

Los servicios a los que se acordó pasaporte conforme a la directiva 2BCD son la compraventa de valores, la suscripción de emisiones de valores y el asesoramiento para administración de cartera, de modo que los bancos universales pueden usar un pasaporte único para actuar en los mercados de valores a partir de comienzos de 1993. Las firmas de inversiones y subsidiarias especializadas en valores debieron esperar hasta que entró en vigor, a comienzos de 1996, la Directiva sobre Servicios de Inversión (ISD).

La integración de la banca de inversiones ha de llevarse a cabo conforme a lineamientos similares a los de las instituciones de crédito. Los principios aplicados son una

licencia única, la regulación y control de los accionistas por parte del país anfitrión, estándares de capital adecuados y cumplimiento de las normas de prudencia. Sin embargo, aunque a las sucursales se les aplican las reglas del país anfitrión, para las subsidiarias se recurre a las reglas nacionales del estado miembro en que se halla constituida la subsidiaria. La ISD también liberalizó el acceso a la afiliación a los mercados de valores de la CE para las firmas de inversiones autorizadas en sus estados de origen.

La principal diferencia entre las directivas sobre inversiones y la 2BCD consiste en que las autoridades anfitrionas gozan de poderes sustanciales para diseñar las normas reguladoras de las actividades bursátiles: los procedimientos de inscripción y emisiones nuevas de acciones, prospectos de valores, protección para los inversionistas, transacciones ilícitas de personas iniciadas y prácticas mercantiles conexas (Dale [1992]).

La aplicación de la ISD se demoró debido a las maniobras políticas entre los estados miembros, encaminadas a influir en la posible configuración de un eventual mercado único de valores. Los tres aspectos causantes de mayores debates fueron el acceso a mercados regulados, la notificación y transparencia de las transacciones y el principio de concentración, todos ellos relacionados con las cuestiones de estructura del mercado. El principio de la concentración surgió del argumento de varios miembros en el sentido que las operaciones relacionadas con un determinado valor debían concentrarse en un "mercado regulado" a fin de asegurar una eficiente notificación de precios y de proteger a los inversionistas. No obstante, ha sido blanco de críticas por considerarse que constituye una barrera proteccionista contra una legítima competencia entre mercados.⁷

La Directiva sobre Adecuación del Capital (CAD) se preparó simultáneamente con la ISD y entró en vigor en la misma fecha porque existe una estrecha relación entre ambas. El principal objetivo de la CAD es asegurar antes que nada que las firmas de inversiones y las instituciones crediticias poseen capital suficiente para cubrir sus riesgos de mercado y, segundo, que no existe una distorsión competitiva entre los dos tipos de institución como consecuencia de las diferentes exigencias en materia de capital, cuando compiten en el mismo ámbito de transacciones (creando la igualdad de condiciones).

Para lograr esos objetivos, la CAD reglamenta las funciones y no las instituciones. En el caso de los bancos universales, se permite al banco sustraer el registro de operaciones de su balance general (a diferencia del resto de los activos y pasivos de la institución), a los efectos de aplicar las normas sobre adecuación del capital. Este mecanismo permite a los bancos mantener sus valores regulados conforme a los requisitos de la CAD en lugar de someterlos a los coeficientes más onerosos de Basilea, siempre que el órgano regulador nacional lo permita.⁸ En muchos estados se demoró la entrada en vigor de la CAD y la ISI y, al 31 de diciembre de 1995, sólo siete de los quince estados de la UE habían promulgado las leyes necesarias.

En 1979, 1980 y 1982 se adoptaron sendas directivas referentes a las bolsas de valores, y en 1985 se incorporó el principio del reconocimiento mutuo mediante otra directiva. Nuevas directivas, dictadas en 1987, 1989 y 1990, modificaron la legislación anterior, especialmente en relación con los prospectos para ofertas públicas. En 1988 y 1989 se dictaron sendas directivas relacionadas, respectivamente, con la divulgación de información por parte de los grandes accionistas (grandes sociedades) y el uso de información por parte de iniciados.

Las directivas crearon un marco dentro del cual se eliminaban gradualmente las barreras reglamentarias para la creación de un sistema unificado de bolsa de valores, pero la creación efectiva de dicho sistema quedó librada a las propias bolsas de valores o por

medio de mecanismos de propiedad. Sin embargo, los intereses comerciales competidores de las distintas bolsas de valores determinaron el fracaso de varios proyectos de una bolsa europea única. En cambio, ha continuado la competencia entre ellas y subsisten las idiosincrasias locales (Scott-Quinn [1994]).

Seguros

Las directivas sobre seguros de toda índole, salvo de vida (1973), y seguros de vida (1979), armonizaron las condiciones fundamentales para autorizar el funcionamiento de las compañías aseguradoras y las reglas atinentes a su solvencia. Empero, cualquier sucursal establecida en otro estado miembro debe cumplir, de todas formas, con las regulaciones nacionales del país anfitrión. El inconveniente es que "Este derecho al establecimiento brinda a los aseguradores acceso a doce mercados nacionales, en lugar de crear un mercado europeo único" (Woolcok, Hodges y Schreiber [1991]).

El estudio de Cecchini, de 1988, constató que, en comparación con el promedio de los cuatro precios nacionales más bajos de la CE, en el Reino Unido los seguros de vida eran 30% más baratos y en Italia los seguros comerciales contra incendio y robo eran 245% más caros (Cecchini [1988]).

Tras el Documento Blanco de 1985 se adoptó, en junio de 1988, la Segunda Directiva Sobre Seguros (salvo Seguros de Vida) a pesar de los votos en contra de Grecia y Portugal y, en octubre de 1990, la Directiva sobre Servicios de Seguros de Vida.

Más adelante se produjo un cambio cuando el Comisionado responsable de la política de competencia y los servicios financieros, Sir Leon Brittan, anunció que la liberalización del sector de los seguros no se llevaría a cabo por medio de legislación sino por la adopción de dos "directivas generales" que abarcarían los seguros de vida y los de toda otra índole, respectivamente.

Estas directivas aplicaron los principios de un pasaporte único y el control por parte del país anfitrión, permitiendo a las compañías aseguradoras que establecieran sucursales en todos los estados miembros y vendieran una variedad completa de productos sobre la base de la autorización y supervisión del país anfitrión, únicamente.

La entrada en vigor de la Tercera Directiva sobre Seguros de Vida y Otros se demoró más allá de la expiración del plazo oficial para que ello ocurriese, el 1 de julio de 1994, debido a la complejidad de las normas y el grado de reforma estructural que debía llevarse a cabo antes de la armonización. A fines de 1995, España y Grecia aún no habían incorporado la directiva a sus legislaciones nacionales y en varios otros estados miembros subsistían las barreras para la competencia extranjera debido a anomalías tributarias.²

RIESGOS CONCOMITANTES Y CONSECUENCIAS MÁS VASTAS

La creación de una zona financiera integrada tiene consecuencias que van más allá de la facilitación de la armonización de las leyes nacionales y la *competencia entre reglas* en el sector financiero, y esas derivaciones también debieron considerarse en el nivel de la CE. Era necesario aminorar las diferencias en materia de impuestos a los ingresos por concepto de intereses, que podían distorsionar la distribución del capital y poner en peligro las ganancias previstas. Asimismo, debían mejorarse los sistemas de pagos en los países a fin de evitar los costos elevados y las demoras indebidas en las transferencias de fondos. Al mismo tiempo, era necesario adoptar medidas para impedir que se usaran los sistemas financieros para lavar dinero.

Era más difícil tratar las consecuencias más vastas para la administración de la macroeconomía. La conducción tradicional de las políticas monetarias, fiscales y cambiarias dejaría de ser viable una vez que se hubiera concretado la liberalización. Si bien se habían abierto primero los mercados de bienes y habían contado con varias décadas para integrarse antes que sobreviniera la liberalización de los servicios y del movimiento de capitales, aún había diferencias considerables entre las economías de la CE, en especial en lo concerniente a las tasas de inflación e intereses, la proporción de los gastos del gobierno dentro del PIB y las dimensiones de la deuda pública.

Los arquitectos del programa de 1992 proyectaban mantener durante el transcurso de éste una estabilidad general mediante un método gradual que conllevaba explicaciones claras de las medidas y sus objetivos, largos períodos de gestación, cláusulas de salvaguardia y acuerdos especiales para las regiones menos integradas, incluidos períodos de transición y transferencias fiscales. El riesgo más significativo era que la inestabilidad cambiaria redujera los beneficios del mercado único e indujera al restablecimiento de los controles sobre los capitales. Era probable que durante el período de transición el ajuste se concentrara en las tasas cambiarias, porque no habría de establecerse una coordinación inmediata de las políticas monetarias o fiscales, ni tendría lugar una transferencia del control sobre las políticas al nivel de la CE por intermedio de un Banco Central Europeo o un presupuesto cuantioso de la CE.

Política monetaria

La integración de los mercados financieros nacionales y la libre circulación del capital propagarían las conmociones monetarias con más rapidez y directamente de un país a otro. Al mismo tiempo, los bancos centrales nacionales dispondrían de menos opciones para influir en los tipos de interés y en los agregados monetarios en sus propios países, porque la posibilidad de sustitución del financiamiento interno por el externo tendería a perfeccionarse.

Otro resultado sería la pérdida de eficacia de los instrumentos tradicionales de la política monetaria, como los controles directos sobre el crédito. La *competencia entre reglas*, también reduciría el dominio de los bancos centrales sobre el sistema bancario como instrumento de política.

Los requisitos de encaje atinentes a los depósitos bancarios se reducirían debido a la competencia entre los centros financieros. Al mismo tiempo, la disminución de la intermediación y la competencia planteada a los bancos por otras instituciones, reducirían el impacto de cualquier cambio en los controles bancarios que tuviera por objeto modificar la oferta de dinero.

Por ende, la reglamentación monetaria debía basarse principalmente en técnicas de administración indirecta, mediante la manipulación de los tipos de interés a corto plazo y las operaciones a mercado abierto (Kollias [1994]).

Política fiscal

La integración financiera reduciría, y eventualmente eliminaría, los métodos privilegiados del sector público para financiar sus déficits, debido a la necesidad de una política monetaria eficaz y a la creación de mercados financieros competitivos. Hasta entonces el sector público había podido usufructuar las condiciones de mercado preferenciales recurriendo a varios métodos: los incentivos fiscales podían estimular las inversiones en valores del gobierno; podía disponerse la obligatoriedad de las inversiones de

los bancos en esos mismos valores, a menudo con tipos de interés más bajos que los del mercado; podía obligarse a los inversionistas institucionales (las compañías aseguradoras y los fondos jubilatarios, por ejemplo) a invertir en papeles del gobierno; y la Tesorería podía obtener acceso directo al crédito del banco central o adelantos, a tasas más bajas que las del mercado (Kollias [1994]).

El programa legislativo para el Mercado Unico no eliminó inmediatamente el uso de esos métodos, pero durante la década siguiente a las propuestas de la Comisión se manifestó una inclinación a la adopción de una política monetaria sana. Los estados miembros de la CE, además de hallarse ante la necesidad de ceñir sus políticas cambiarias al Sistema Monetario Europeo y a los criterios de Maastricht para la Unión Monetaria Europea, se vieron obligados a seguir políticas presupuestarias más racionales para contener sus déficits, debido al incremento de la dimensión y la liquidez de los mercados financieros internacionales y a las tendencias políticas favorables a una reducción del papel del sector público en la economía. Por ende, la política económica interna de la UE en este campo, como en otros, resultó ampliamente reforzada por las tendencias políticas y económicas internacionales.

Otro aspecto de la dimensión fiscal lo constituyen las diferencias en la tributación. Si los movimientos de capital ocurren debido a esas diferencias y no a las que existan entre las tasas de rentabilidad, no se logrará el objetivo de mejorar la eficiencia en la asignación de los recursos en la CE. Sin embargo, como se dijo antes, esta parte del programa legislativo fue una idea tardía y, en realidad, nunca se puso en práctica.

La tributación sobre los ahorros continúa siendo sumamente variada dentro de la CE. Algunos estados miembros aplican un impuesto de retención que va de cero en Luxemburgo y Alemania, a 30% en Italia e Irlanda, mientras que Dinamarca y los Países Bajos aplican un sistema de notificación directa de los bancos a las autoridades fiscales. Además, la mayoría de los estados miembros no cobra impuestos por los ahorros de los no residentes, lo que hace que cada estado constituya un paraíso tributario para los otros. Aunque no fue aprobada una propuesta de establecimiento de un impuesto mínimo de retención, se prevé que la competencia entre los sistemas impositivos nacionales llevará, eventualmente, a una mayor convergencia de las tasas. La armonización de los impuestos a las ganancias de las empresas sigue siendo muy limitada (Kollias [1994]).

Estabilidad cambiaria

Se registró un grave riesgo de inestabilidad cambiaria, especialmente durante el período de ajuste entre la liberalización de los movimientos de capital y la integración entre las economías. Las tasas de cambio debían permanecer estables para impedir devaluaciones competitivas y mantener la estabilidad de los precios a fin de facilitar la planificación de las inversiones, la distribución óptima de los recursos, el crecimiento sostenible y el empleo.

Aún antes del programa del Mercado Unico, la CE había tratado de crear una zona de estabilidad monetaria por medio del Sistema Monetario Europeo (SME) que funcionaba desde 1979. Para los países participantes en el Mecanismo de Ajuste de Cambios (MAC), la política monetaria se orientó a mantener los tipos de cambio dentro de bandas de fluctuación determinadas. El MAC hizo que las tasas de inflación y los tipos de interés fueran convergiendo gradualmente hacia los de Alemania, el miembro de la Comunidad más estable y digno de confianza.

La liberalización absoluta de los movimientos de capital planteó una amenaza al MAC, debido a la incompatibilidad inherente entre la plena movilidad de los capitales y los tipos de cambio fijos, ante la ausencia de una integración monetaria más estrecha y la

convergencia de las políticas económicas. El MAC siguió funcionando con relativa eficacia durante los años ochenta, como consecuencia de la eliminación gradual de los controles cambiarios donde aún funcionaban, de los acuerdos de transición para los miembros con sistemas financieros menos desarrollados y de la convergencia de las políticas monetarias en torno a la de Alemania. Sin embargo, en septiembre de 1992 se declaró una crisis monetaria cuando las gestiones económicas nacionales dispares y las diferencias entre los tipos de interés, tornaron insostenible la meta de la paridad de las tasas cambiarias. A cierta altura, la crisis provocó devaluaciones y la libra esterlina y la lira fueron excluidas del MAC.

El objetivo de largo plazo era que la inestabilidad cambiaria desapareciera merced a la implantación de una sola moneda en el marco de la unión monetaria. Empero, las autoridades se vieron ante el dilema que, cuanto más se aproximaban irrevocablemente a ajustar sus tasas de cambio y a terminar para siempre con la inestabilidad cambiaria, más agitada se tornaba la actividad en el mercado cambiario, alterando las paridades entre las monedas europeas y amenazando todo el proyecto.

LAS PRESIONES DE LOS GRUPOS DE INTERESES

Cualquier evaluación del programa de servicios financieros pone de relieve que las fuerzas políticas han influido en su configuración más que la lógica económica. La preocupación de los gobiernos por armonizar sus leyes con los intereses de sus industrias nacionales han demorado directivas, han creado anomalías y han provocado confusión en la puesta en práctica. Han impedido, asimismo, la apertura de los mercados internos dónde era más necesaria para que se concretara la integración. El problema ha sido sintetizado de esta forma: "El marco legislativo actual de la CE no es adecuado para acelerar el proceso de integración, porque permite que las preocupaciones de los estados miembros por proteger a sus instituciones y la estructura de sus mercados internos, prevalezcan constantemente sobre las consideraciones de eficiencia y estabilidad en el mercado europeo más amplio" (Steil [1993] p. ii).

El proceso legislativo de la CE comprende la formulación de directivas en el ámbito de la Comisión Europea, su consideración, enmienda y eventual aprobación por el Consejo de Ministros, y su aplicación por los gobiernos nacionales, supervisada por la Comisión y juzgada, en el caso de controversias, por la Corte Europea de Justicia. Así las cosas, ¿qué papel desempeñan en este proceso los representantes de la industria y otros interesados?

Las instituciones financieras, y en especial los bancos, generalmente son eficaces en materia de *lobbying*: "... los bancos tienen una situación singular en la política económica interna ... debido a sus responsabilidades y papeles en lo que atañe a la creación de dinero, el otorgamiento de crédito y la custodia de los ahorros familiares" (Kapstein, p. 81). En el caso de la UE, las gestiones ante los gobiernos nacionales son especialmente eficaces porque la ausencia de una autoridad central firme imprime mayor sensibilidad, caso por caso, a los problemas distributivos, en particular ante la falta de transferencias automáticas de gran escala por medio de un presupuesto federal. Al decir de William Wallace, el proceso político desagregado "permite que las organizaciones interesadas y las coaliciones que constituyen en torno a cualquier cuestión ejerzan una influencia poderosa en las negociaciones específicas, sin verse contrarrestadas por coaliciones políticas más vastas con metas más amplias". (Wallace [1994] p. 67).

La influencia de las industrias financieras nacionales se percibe claramente en el uso que hacen los gobiernos del margen que deja el proceso legislativo para las iniciativas proteccionistas nacionales. Es posible incorporar la protección de las industrias internas

durante el proceso de negociación en torno al contenido de las directivas, y también mediante la forma en que éstas se incorporan a la legislación nacional. Por consiguiente, "los intereses de los productores nacionales predominan en el proceso de liberalización de los mercados de los estados miembros, que le deben relativamente poco a la fuerza legal de las directivas europeas" (Steil [1995] p. 44).

Las posiciones de los estados miembros durante la consideración de la legislación relativa a los servicios financieros tiende a ofrecer una guía para los intereses de sus industrias. Es posible apreciar esta correlación en las directivas finales del programa del Mercado Unico.¹⁰ La batalla fundamental se libró entre el modelo Allfinanz predominante en Francia y Alemania, conforme al cual la mayoría de las transacciones con valores se lleva a cabo mediante una división de un banco universal, y el modelo especializado anglo - estadounidense, predominante en Londres, conforme al cual la mayoría de los grandes operadores son sociedades de valores con una rama bancaria agregada tras el "Big Bang" de 1986.

Las deficiencias de la ISD y la CAD guardan mucha relación con las tratativas mantenidas en el Consejo de Ministros y problemas más fundamentales con el criterio de integración financiera de la UE. Las modificaciones del texto original de la ISD diluyeron considerablemente su potencial de liberalización por medio del concepto jurídico de un "mercado regulado" definido totalmente en términos de requisitos de listado y transparencia. La CAD ya necesita una actualización que la armonice con las normas de Basilea para la regulación de los riesgos de mercado, especialmente en el ámbito de los modelos de riesgo interno. Al decir de un estudio de 1995, "La necesidad de actualizar la CAD antes que se haya aplicado, pone de relieve la inflexibilidad perniciosa de un régimen regulador europeo que depende de la legislación primaria para la elaboración de reglas pormenorizadas" (Steil [1996] p. XVII).

La CAD y la ISD representan acuerdos políticos entre intereses en conflicto en varios niveles y constituyen un buen ejemplo de concesiones entre las consideraciones nacionales, sectoriales y de la industria. Desde la perspectiva de un país, resultarán desfavorables en más de una forma para las firmas del Reino Unido, en especial en cuanto la CAD difiere del régimen británico anterior. Los bancos alemanes gozarán del beneficio de tener que ajustarse a estándares menores de adecuación del capital, pero deberán distinguir, por primera vez, entre un registro de transacciones y un registro bancario.

Las firmas y los bancos más grandes que ya funcionan en más de un país de la UE se beneficiarán con el pasaporte único, que reducirá los costos y la carga reglamentaria. Por otro lado, las firmas más pequeñas que antes operaban en países donde no existía reglamentación para los corredores de valores, se verán sometidas por primera vez a la regulación. Estas firmas incurrirán en los costos consiguientes y, al mismo tiempo, perderán las comisiones y honorarios que abonaban los grandes bancos de inversiones por encargarse de transacciones locales.

Desde el punto de vista de los centros financieros, las bolsas más grandes como la de Londres probablemente extraerán los mayores beneficios. La integración financiera ha tendido a especializarlas en cuanto a las operaciones que llevan a cabo. Las funciones paneuropeas tienden a radicarse en Londres, que sigue siendo el centro financiero de Europa a pesar del programa *Finanplatz Deutschland* del ministerio de Finanzas de Alemania, que se emprendió con la finalidad de consolidar Frankfurt como centro rival de Londres. No obstante, las bolsas continentales más pequeñas han sustraído del sistema de transacciones SEAQ International, de Londres, una porción significativa del mercado de inversiones transfronterizas, merced a la introducción de los sistemas de transacciones electrónicos.

El propio proceso de integración financiera ha modificado la posición negociadora de los principales grupos participantes de la industria. La mayor competencia ha obligado a las instituciones financieras europeas a adaptarse a un nuevo entorno de negocios y, si bien este proceso tropezó con resistencia en muchos países e industrias, los operadores más firmes que aparecen tienden a acoger con beneplácito el aumento de la competencia dentro de Europa. En el Congreso de Banca Europea que tuvo lugar en noviembre de 1995, los jefes máximos de dos de los mayores bancos comerciales europeos, Dresdner Bank, de Alemania, y National Westminster Bank, del Reino Unido, propusieron intensificar la competencia y evitar el proteccionismo. No obstante en el sector de los seguros, aún restringido, la industria aseguradora alemana -que es menos competitiva- está muy lejos de considerar favorablemente la liberalización, como lo hace su contraparte del Reino Unido, sometida a menos reglamentos.

En cuanto al equilibrio en el marco de la industria, el proceso de liberalización más rápido del sector bancario le ha conferido a éste una ventaja competitiva para la prestación de servicios financieros, con respecto al sector de los seguros, que opera bajo una reglamentación más estricta. Esto ha determinado que el Comité Europeo de Seguros reclame que se considere más cuidadosamente el nexo que existe entre los seguros de vida y los servicios de inversiones en general.

La industria de los servicios financieros de la UE, adoptando un punto de vista más amplio, ha reaccionado ante la agenda de liberalización con una moderación de la que han carecido muchos otros grupos industriales. No existieron movimientos de retaguardia como los que caracterizaron, por ejemplo, algunos pasajes del debate sobre la competencia extranjera en la industria automovilística. La Comisión Europea encontró aliados en las instituciones financieras para el tenor general de su método, aunque manifestaron su firme oposición a cualquier posibilidad de regulación excesiva o en dos niveles. Hasta cierto punto, esto refleja que las firmas, en general, aceptan que una mayor competencia internacional les obligará a adaptarse y que su mejor respuesta a la competencia interna puede ser la unión con un socio extranjero. Quizá muchos también han comprendido que un efecto importante de la integración financiera europea ha de ser el de impedir que los malversadores foráneos entren al mercado (Woolcock y otros [1991]).

LA TRANSICIÓN

LOS SECTORES FINANCIEROS

Resulta difícil evaluar exhaustivamente los efectos, en términos de integración, producidos por la legislación de la UE sobre servicios financieros, debido al prolongado período requerido para ponerla en práctica y habida cuenta, en particular, que las directivas sobre servicios de inversión y adecuación del capital recién entraron en vigor a comienzos de 1996. Por otra parte, es muy poco el trabajo empírico que se ha hecho para separar la repercusión individual del programa del Mercado Unico de todas las otras influencias ejercidas sobre los servicios financieros europeos durante el decenio pasado. La integración financiera derivó de los cambios en las reglas formales y del impacto informal de las transferencias y las transacciones electrónicas, así como de la competencia fuera de la UE y los cambios en las reglamentaciones internacionales.

Este problema del análisis de los efectos del programa del Mercado Unico se debe, en parte, a la interrelación de las influencias en la conducta empresarial. En gran medida, pareciera que la legislación de 1992 estimuló el cambio al reforzar las tendencias

que ya eran evidentes. Al decir de Mayes y Hart, "... el programa del mercado único puede actuar como estímulo para los cambios, simplemente porque es el último empujón necesario para que las firmas se comprometan a emprender el tipo de cambios que ya han vislumbrado" (Mayes y Hart [1994] p. 33). Ha existido, al parecer, una firme actitud de anticipación por parte de las firmas que, ante la perspectiva de un cambio, alteraron sus prácticas operativas antes que las presiones de una mayor competencia comenzaran a reducir sus márgenes de ganancia. Como consecuencia, hubo efectos derivados de la acción anticipada y también posteriores a la puesta en práctica.

En una escala más amplia, el programa del Mercado Único influyó en la política pública. El concepto general sobre el sector financiero que tenían los regímenes tradicionales, dirigistas y proteccionistas, cambió de orientación, aunque con lentitud y resistencia en algunos países. Es indudable que la desregulación y la privatización impulsadas por el programa, modificaron las actitudes hacia el propósito y alcance apropiados de la regulación financiera, y reestructuraron los sectores financieros de los países de manera tal que se redujo la influencia del sector público, especialmente en relación con el efecto de las tendencias financieras paneuropeas e internacionales.

Banca

Es difícil separar los efectos del programa del Mercado Único sobre el sector bancario de la UE, de aquellos producidos por las tendencias globales, en especial porque la eliminación de la protección aumentó la exposición de la banca europea a las influencias de la competencia internacional. Los márgenes sobre los depósitos de particulares han disminuido y la competencia de desregulación entre órganos reguladores nacionales ansiosos de aumentar el atractivo de sus mercados internos, ha provocado conmociones considerables (Dermine [1994]). Además, la simple previsión de la competencia tenga quizás más efectos que los intentos reales por parte de firmas extranjeras de ingresar a nuevos mercados.

El auge de las fusiones y cooperaciones entre bancos registrado a fines de los años ochenta, parece haber guardado estrecha relación con las previsiones sobre lo que ocurriría en 1992, según las encuestas en empresas realizadas por el Banco de Inglaterra y por la Comisión Europea.¹¹ Los primeros indicios parecen afirmar que la industria bancaria se halla en medio de un proceso de profunda reestructuración, impulsada por los tipos de interés más bajos, y por la desregulación y la tributación competitivas. Los bancos también se están extendiendo a nuevos sectores, como el de los seguros de vida, especialmente en España, Francia y el Reino Unido.

En Alemania se asiste a una reorganización y racionalización de los bancos locales pequeños, y en el Reino Unido la participación extranjera en las compañías aseguradoras ha crecido significativamente y los bancos han adquirido firmas de inversiones y de seguros (Woolcock y otros [1991]). Sin embargo, aún subsisten grandes diferencias en cuanto a la extensión del cambio y unos pocos países (Francia y el Reino Unido, por ejemplo) recién iniciaron el proceso a mediados de los años noventa.

En 1994 la industria bancaria era todavía un mercado fragmentado, con instituciones financieras de primera línea que dominaban sustancialmente sus mercados nacionales, aunque al nivel de la UE, las cinco instituciones más grandes controlaban apenas 14% del mercado. La pertenencia de los bancos seguía siendo diversa y sólo 44 de las 100 instituciones de crédito más grandes eran de propiedad privada, estructura que despierta dudas en cuanto a la existencia de una competencia equitativa entre instituciones públicas y privadas (Dermine [1994]). Por otra parte, la reestructuración más significativa pareciera

estar ocurriendo más en el interior de los estados miembros, que como resultado de la actividad transfronteriza. La actividad de fusión y cooperación parece haberse encaminado más a consolidar la posición de una firma en su mercado nacional, para que pueda hacer frente a la intensificación de la competencia. Esta tendencia pareciera ser más pronunciada en Italia y España (Tsoukalis [1993]).

En noviembre de 1995, en vista del uso limitado que se hacía del pasaporte único, la Comisión Europea emprendió una serie de consultas con bancos a fin de clarificar las reglas conforme a las cuales podían ofrecerse servicios en el exterior. El problema se debía, en parte, al uso de las normas bancarias nacionales para mantener fuera a los bancos extranjeros, a pesar de la legislación de la UE.

Al respecto la Comisión citó los ejemplos de una ley belga que exigía que los contratos hipotecarios permitieran la amortización anticipada, la legislación holandesa que prohibía la venta a domicilio de servicios bancarios y la necesidad que los bancos extranjeros abrieran una sucursal en Francia antes que se les permitiera vender servicios en ese país.

Sin embargo, el obstáculo mayor que encontró la Comisión fue la incertidumbre jurídica. Subsistían vastas diferencias respecto de lo que en cada país miembro se consideraba el nivel mínimo de los servicios que los bancos debían ofrecer a los clientes (el "bien general").

Al respecto, las sentencias de la Corte Europea de Justicia habían dictado numerosas concepciones distintas creando una diversidad que provocó el alza de los costos de ingreso a los mercados nacionales. Un funcionario de la Comisión afirmó que "la interpretación de la segunda directiva bancaria es tan difícil, que los bancos prefieren no aprovechar los beneficios del mercado único. No les agrada la incertidumbre jurídica".¹²

Estos problemas parecen haber justificado los temores de Jacques Thierry, quien escribió: "La aplicación de la Segunda Directiva de Coordinación [Bancaria] probablemente ha de provocar una enorme confusión reglamentaria. Doce conjuntos de controles nacionales, con sus correspondientes versiones de la licencia bancaria única, deberán entretrejerse con los sistemas de regulación vigentes en los distintos países" (Thierry y otros [1994] p. 143).¹³

Thierry sugiere varios desenlaces distintos para los mercados bancarios: Europa queda bajo el dominio de un puñado de bancos universales que forman una suerte de cartel; los mercados nacionales pueden permanecer segmentados, con distintos "campeones nacionales" dominando el ámbito local; los bancos europeos pueden emprender un ciclo febril de fusiones y adquisiciones; finalmente, Europa puede verse invadida por instituciones financieras más dinámicas, de los Estados Unidos y el Japón, como ha ocurrido en otros sectores de la economía.¹⁴

Hasta el presente se ha percibido una combinación de todos estos efectos y aún no puede verse claramente cuál de ellos predominará. La exposición a la competencia mundial y el desenvolvimiento de los mercados financieros europeos han integrado considerablemente el mercado de los servicios bancarios para empresas.

Las grandes compañías muestran mayor movilidad en su búsqueda de los servicios especializados más baratos, de modo que no es sorprendente que los efectos de la liberalización sean más pronunciados en el segmento de los servicios bancarios para empresas y en los depósitos interbancarios. En cambio y a pesar de la fiebre de adquisiciones, empresas conjuntas y expansión transfronteriza de las instituciones financieras, dentro y fuera de la CE, la banca para el público en general sigue firmemente localizada.

Los mercados nacionales han permanecido distintos debido, en gran medida, a las barreras existentes para las transacciones y la ubicación, así como a las actitudes de los

consumidores, el costo de establecimiento de una red de bancos al servicio del público en general y las constantes barreras que se oponen a la comercialización. Al parecer, las ineficiencias se han visto sostenidas por el agotamiento de las economías de escala a niveles relativamente bajos de movimiento y por las ventajas que poseen las instituciones locales. Como consecuencia de esto, hasta ahora la competencia entre los principales bancos nacionales ha sido bastante tranquila.¹⁵

Valores

A diferencia de la banca, el sector de los seguros trata con productos sumamente estandarizados y se halla bajo el dominio abrumador de los factores de producción móviles sobre los fijos. Por consiguiente, es esencialmente internacional y se halla más expuesto a la competencia desde fuera del ámbito de la UE, lo que ha impulsado un proceso de integración mucho más rápido que el de otros sectores.

La liberalización de las corrientes de capital y la mayor armonización de los sistemas reguladores nacionales expuso a los mercados europeos de valores a una competencia mayor que la que hubieran experimentado de otra manera, pero existe la firme convicción que la influencia de las directivas de la UE sobre los valores fue mucho menor que la de las fuerzas competitivas que ingresaron mediante los cambios en la compraventa de valores en todo el mundo. Los autores de una encuesta realizada en 1995 en los mercados europeos de valores por el Instituto Europeo de Mercados de Valores, concluyeron que "la liberalización efectiva de la compraventa de valores en Europa no se debe a las directivas de la UE, sino a la presión generada por los operadores consagrados intensamente a la búsqueda de oportunidades comerciales transfronterizas" (Steil y otros [1996] p. XIV).

Las deficiencias de la ISD y de la CAD habían sido analizadas exhaustivamente antes que ambas directivas entraran en vigor a principios de 1996. Dichas deficiencias se debieron, en parte, a la incapacidad de los reguladores para mantenerse a la par con las prácticas del mercado y el impacto de la nueva tecnología, un problema que en modo alguno está limitado a Europa. Lo más importante es que las normas comunes sobre capital dictadas por el régimen regulador, no pueden garantizar por sí mismas la igualdad de condiciones, porque el costo de capital de una institución depende de una serie de factores, incluidos los acuerdos sobre tributación y el alcance de la red oficial de salvaguardia financiera.¹⁶

Es posible la aparición de distorsiones competitivas importantes debido a las diferencias entre las leyes nacionales que implementen las directivas, a las cuales el sector de los valores es sumamente sensible. Por ejemplo, en el Reino Unido la aplicación de la CAD desembocó en normas que son más estrictas que los requisitos mínimos de la CAD y, a raíz de esto, las instituciones del Reino Unido pueden verse alentadas a efectuar transacciones con valores por intermedio de subsidiarias de Europa continental o ajenas a la UE.

Los intentos de proteger directamente los mercados nacionales de valores también han provocado distorsiones. El proceso legislativo concede a los estados miembros un margen considerable para introducir disposiciones proteccionistas mediante las tratativas en el seno del Consejo de Ministros en torno al texto real de las directivas y también debido a los vacíos del marco creado por las directivas.

Entre los esfuerzos hechos para limitar la competencia por medio de la legislación nacional, figura una ley italiana presentada en enero de 1992 conforme a la cual se requería una capitalización separada a las firmas dedicadas a la compraventa de valores

que operasen en el mercado italiano , lo cual tornaba más costosa la participación de las empresas que no fueran italianas.

Otro caso se planteó cuando Francia, Italia y Bélgica trataron de impedir que sus firmas nacionales operasen en mercados "no regulados", principalmente con el objeto que no actuaran en el sistema SEAQ basado en Londres (Woolcook [1994]).

Seguros

La armonización en el sector de los seguros ha sido lenta y el grado de competencia en los mercados de seguros para el público en general ha seguido restringido. En el ámbito de los seguros no existen las presiones globales y los mecanismos de convergencia regulatoria que estimularon la convergencia antes de la armonización, como en el caso de la banca.

A diferencia de lo que ocurre en los sectores de la banca y de los valores, la industria aseguradora de la CE ha estado relativamente protegida frente a la competencia externa y a cualquier proceso general de globalización, con la excepción notable de los reaseguros. La industria aseguradora se encuentra fragmentada en mercados nacionales aislados como consecuencia de las barreras legales, además de las creadas por los controles cambiarios. El Reino Unido es el único estado miembro donde se permite a las compañías aseguradoras extranjeras competir libremente, sin que deban establecer una subsidiaria o someterse a restricciones respecto de la moneda de denominación de las pólizas.

Una encuesta realizada por Euroconsument, una organización belga de consumidores, sugirió que las compañías aseguradoras no buscan oportunidades en mercados nuevos debido al costo elevado del suministro de pólizas transfronterizas.¹⁷

El principal obstáculo para la formación de un mercado europeo único de seguros es la divergencia de las normas impositivas nacionales. Un problema especialmente espinoso surgió a raíz de una sentencia dictada en 1992 por la Corte Europea de Justicia (conocida como Caso Bachmann) que sostuvo el derecho de un estado miembro a limitar las desgravaciones fiscales en las primas de seguro de vida para las pólizas contratadas con aseguradores locales, permitiendo efectivamente la discriminación en contra de los aseguradores de otros estados miembros. Por consiguiente, no puede obligarse a los estados miembros a extender las mismas ventajas tributarias a todos los titulares de seguros de vida, cualquiera sea el lugar donde se mantenga su póliza.

En el sector de los seguros, como en el bancario, también ha habido problemas con el abuso de las disposiciones sobre el "bien general". En agosto de 1995 la Comisión Europea emprendió un examen de la forma en que los estados miembros han puesto en práctica el concepto del bien general. En términos más generales, la Comisión anunció su intención de reducir la incertidumbre en el mercado y clarificar los derechos y obligaciones de las compañías aseguradoras en el ámbito del Mercado Único.

LA CONCRECIÓN DE LA INTEGRACIÓN FINANCIERA

El principal efecto de la liberalización financiera parece haber sido la baja de los intereses en muchos países y la caída de los precios de los servicios financieros, principalmente en respuesta al aumento de la competencia. Sin embargo, los efectos de la integración del sector de los servicios financieros como un todo, no parecen estar a la altura de las expectativas en cuanto a aumento de la competencia, mayor variedad de opciones y precios más bajos.

La Comisión Europea ha admitido estos resultados durante sus consultas con los representantes de los intereses sectoriales y se ve apremiada a dictar nuevas medidas con objeto de subsanar las deficiencias que aún subsisten.

Si bien durante el decenio pasado la puesta en práctica de la legislación de la CE estableció cierta igualdad de condiciones, subsisten discrepancias considerables en las interpretaciones de las directivas por parte de los países y esto crea anomalías y distorsiones en los mercados.

Cada estado miembro tiene aún su propia legislación de mercado de valores, órganos reguladores, organizaciones autoreguladas y mecanismos de observancia. Por ende, en los doce estados miembros originales existen diferencias considerables en cuanto al equilibrio entre la regulación centralizada y la regulación con base regional, entre autoregulación y regulación estatutaria, y lo atinente a la medida en que las prácticas están permitidas o prohibidas (Scott-Quinn [1994]).

Nueva legislación

El Informe Sutherland de la Comisión Europea señaló que se necesita legislación nueva para completar el Mercado Único, especialmente en lo que concierne a la protección del consumidor y las adquisiciones del sector público. Las barreras fiscales también siguen siendo un problema, debido a que los estados miembros no han podido llegar a un acuerdo sobre la armonización de los impuestos al valor agregado y al consumo. Además, al tratar de sostener un entorno más competitivo, es necesario considerar los cambios significativos operados en las estrategias y las estructuras orgánicas de muchas compañías desde que comenzó la ejecución del programa del Mercado Único. La diversidad de los sistemas de contabilidad ha originado la aparición de otros problemas específicos.

En lo que atañe a los servicios financieros, como consecuencia del programa del Mercado Único se considera una amplia variedad de métodos para fomentar un mayor grado de competencia e integración. Se está efectuando un nuevo examen de varios de los principios que han impulsado esta parte del programa, especialmente el equilibrio apropiado entre control del país de origen y del país anfitrión y alcance de la armonización mínima. La Comisión Europea también considera la necesidad de asegurar una ejecución y aplicación uniforme de las directivas.

Algunos comentaristas han instado a la creación de un organismo de derecho público, a nivel de la CE, responsable de la regulación válida para todos los estados miembros, por ejemplo al estilo de la Comisión de Valores y Cambios de los Estados Unidos.¹⁸ Algunos grupos industriales también verían con agrado la armonización de los sistemas jurídicos, tributarios y de previsión social.

Es probable que las tendencias demográficas europeas y la inclinación a la privatización de los sistemas jubilatorios (comenzando en el Reino Unido y los Países Bajos) determinen cambios importantes en la industria de los servicios financieros, junto con la intensificación del uso de valores y la institucionalización de las inversiones, como consecuencia de las privatizaciones y el cambio de naturaleza del sector bancario. Si en algún momento los estados miembros pueden acordar una posición común que permita la creación de un mercado europeo único de fondos jubilatorios, habrá un sensible aumento de las inversiones transfronterizas que afectará a los instrumentos de deuda y capitales (Scott-Quinn [1994]).

Unión monetaria

La Unión Monetaria Europea (UME) es, quizá, el problema de mayor dimensión a la hora de considerar el futuro del Mercado Unico de servicios financieros. Muchos sostendrán que no puede haber un mercado único genuino de competencia justa y una verdadera igualdad de condiciones, mientras en los precios y en las tasas de rentabilidad sigan influyendo los movimientos cambiarios. A falta de una moneda única, el Mercado Unico continuará sujeto a los cambios de la competitividad entre los estados miembros, provocados por los tipos cambiarios, más que por la variación de los fundamentos económicos.

En el debate en la esfera política predomina hoy día la transferencia sustancial de soberanía que conllevaría el tránsito a la UME. Este debate y las dificultades con que tropiezan los estados miembros claves para ajustarse a los criterios de Maastricht, fijados principalmente con un enfoque político, bien pueden demorar la transición a una moneda única, limitar el número de participantes en ella o hasta impedir totalmente ese desplazamiento. La atmósfera política es objeto de una cuidadosa observación por parte del sector financiero, que ya se halla afectado por cambios conexos de la política económica y por la agitación de los mercados cambiarios.

Dimensión regional

No obstante, los sectores financieros de los estados más pobres también han tenido cambios estructurales de fondo como consecuencia de las medidas concretas tomadas al amparo de las directivas financieras y también debido a la atmósfera generalmente más abierta y competitiva fomentada por el programa del Mercado Unico. A pesar de la perturbación que ocasionó la crisis del MAC, los controles cambiarios han ido desapareciendo gradualmente y este proceso ha reducido el control de los bancos centrales sobre las transacciones y ha aumentado la rapidez y eficiencia de las transferencias.

Sin embargo, entre las economías menos integradas ha habido marcadas diferencias en el ritmo de reestructuración. El sector bancario portugués marcha a la zaga del español: en aquel los bancos nacionalizados han evolucionado lentamente desde fines de los años ochenta, mientras que en España la reestructuración financiera comenzó varios años antes y rindió más fusiones de bancos grandes, a menudo alentadas por las autoridades monetarias.

También es difícil desterrar los viejos hábitos bancarios. La competencia entre los bancos de Grecia se intensificó merced a la liberalización impuesta por las reglas del mercado único, especialmente en el mercado hipotecario interno. Sin embargo, los bancos siguen negándose a ofrecer hipotecas a más de diez años y reacios a prestar a los trabajadores autónomos, porque la tradición de inestabilidad política y financiera del país les ha vuelto sumamente cautelosos ante cualquier forma de exposición a largo plazo, especialmente con prestatarios individuales.¹⁹

En los países meridionales, la puesta en práctica lenta o limitada de las directivas sobre servicios financieros produjo efectos ambiguos. Es probable que la morosidad haya amortiguado el impacto en las economías nacionales y que esta evolución lenta y desigual haya mantenido la estabilidad en los sectores financieros de los países meridionales. Sin embargo, también puede sostenerse que ha impedido una adaptación eficaz de los ámbitos económicos y de regulación sureños, al nuevo entorno europeo. El resultado es que esos países aún ponen obstáculos serios a la innovación financiera constructiva y al aumento de la eficiencia en los mercados financieros nacionales.²⁰ Esto, en definitiva, daña la competi-

tividad de los sectores financieros de los países meridionales y coloca en desventaja al resto de sus economías, lo cual retrasa su convergencia con el núcleo europeo más rico.

UNIÓN MONETARIA

El planteamiento económico en favor de una unión monetaria plena (es decir, una moneda común establecida mediante el ajuste irrevocable de las tasas cambiarias) ha sido minuciosamente analizado desde un punto de vista teórico. Los beneficios son, principalmente, microeconómicos: plena convergencia de las expectativas inflacionarias, desaparición de los costos de transacción y mayor transparencia en el ambiente para el mercado interno de bienes y servicios financieros. Si bien el ahorro de costos de transacción sólo representa alrededor de 0,3% del PIB, se ha sostenido que constituye apenas el ápice visible del iceberg de beneficios que rendiría una moneda única (Gros y Thygesen [1992]).

Los costos surgen mediante la desaparición de las modificaciones de las tasas cambiarias como instrumentos de ajustes de la política macroeconómica. En Europa, los miembros actuales de la UME que durante los pasados 15 años debieron reducir su uso, ya han incurrido en parte de este costo. Los argumentos tradicionales esgrimidos en favor de los ajustes cambiarios han sido la asimilación de los diferenciales de inflación nacionales y el beneficio fiscal de los ingresos por concepto de *seigniorage*. Sin embargo, en el ámbito europeo esos argumentos han perdido fuerza debido a la amplia semejanza de las estructuras industriales como resultado del comercio transfronterizo y la disminución de las probabilidades de conmociones diferenciadas nacionalmente, que no tengan causas políticas y posean la magnitud suficiente como para requerir ajustes cambiarios.

Un análisis de costos-beneficios publicado en 1994 (de Grauwe [1994]) llegó a la conclusión que la CE, como un todo, probablemente no constituye una unión monetaria óptima: no todos los países miembros de la CE tienen el mismo interés en renunciar a sus monedas nacionales. Los intereses económicos de los distintos países estarían mejor atendidos si pudieran avanzar hacia la unión a ritmos diferentes y sumarse a ella en distintos momentos. Además, aún aquellos con probabilidades de obtener ganancias netas gracias a la unión monetaria, deberán pagar un precio por hacer abandono de sus monedas nacionales, habida cuenta de la probabilidad que durante el período de transición haya perturbaciones monetarias.

El estudio también llegó a la conclusión que para establecer una unión monetaria parcial en Europa sin necesidad de transferencias fiscales significativas por medio de un presupuesto central o un aumento de la movilidad laboral, el mecanismo de ajuste necesario para hacer frente a conmociones asimétricas deberá consistir en cambios de los precios relativos. El mecanismo bien puede carecer de la flexibilidad suficiente para hacer frente a esas perturbaciones, haciendo que para algunos países el ajuste sea muy difícil. También habrá presiones significativas sobre un banco central europeo por parte de los gobiernos nacionales, para adoptar políticas asimilativas a fin de tratar las conmociones asimétricas, que pueden imponer un sesgo inflacionario a la futura unión monetaria.

Las consecuencias de la UME para los países menos integrados de la UE, no están definidas con nitidez. Es probable que las ganancias debidas a la eficiencia microeconómica sean superiores a los costos y que se beneficien en forma desproporcionada de los costos de transacción menores y de la disminución del riesgo y de la incertidumbre. En términos macroeconómicos, la eliminación de una política cambiaria autónoma privaría a las zonas rezagadas de un mecanismo para hacer frente a las conmociones. Por

otro lado, para los miembros meridionales de la UE será especialmente provechosa la rebaja de la inflación media y la disminución de la inestabilidad inflacionaria (Kondonassis y Malliaris [1994]).

En el plano fiscal, se requerirían prolongados períodos de transición para ajustar las finanzas públicas y sería necesario tomar medidas compensatorias de los cortes de los gastos sociales, especialmente si la movilidad laboral en el ámbito de la UE no aumenta sustancialmente. Habida cuenta de las consecuencias políticas y sociales que la UME tendría para esos países, no puede descartarse la existencia de una Europa funcionando a dos velocidades. Si así ocurriese, debería ponderarse cuidadosamente las relaciones cambiarias entre los países participantes y los que no lo fueran, a fin de asegurar la continuidad de la convergencia económica.

Para algunos segmentos del sector financiero, la desaparición de los mercados cambiarios entre las monedas de la UE significaría la pérdida de una rama significativa de actividad comercial y la pérdida de los ingresos por concepto de los servicios relacionados con ella. Sin embargo el sector íntegro se beneficiaría, como el resto de la economía, con la rebaja de los costos de transacción y la eliminación del riesgo cambiario para las monedas europeas, así como de una mayor certidumbre acerca de la política y el entorno económico.

El principal problema para el sector financiero, y para otros, no consiste en definir cuáles serán los acuerdos finales sino en la forma de hacer frente a la transición mediante la convergencia económica y la aplicación eficiente de las reglas.²¹ Es poco probable que la UME elimine las anomalías en materia de regulación y supervisión, habida cuenta de la continuidad del papel de los bancos centrales y de los poderes limitados que el Tratado de Maastricht propone para un Banco Central Europeo. La consecuencia puede ser una intensificación del debate en torno a la necesidad de un órgano regulador europeo central.

Las pruebas de la "miopía monetaria" y de las rigideces institucionales afines en los mercados de capital, sugieren que los regímenes cambiarios no son en modo alguno irrelevantes. Por consiguiente, la estabilización de las tasas cambiarias bilaterales sería beneficiosa para integrar los mercados europeos y más beneficiosa sería, aún, la implantación de una moneda única. Ciertamente el estudio ECMI de 1995 concluyó que las fuerzas favorables a la concentración de las operaciones serán muy poderosas, previniéndose que algunos mercados cambiarios se fusionen y otros se disuelvan. El efecto general será enorme: "Por consiguiente, la unión monetaria bien puede actuar como una fuerza mucho más poderosa que cualquier directiva para liberalizar la estructura del mercado europeo" (Frankel [1996]).

En síntesis, el proceso de integración financiera de la Unión Europea está lejos de su consolidación y cada día es más evidente que el marco legislativo y regulador existente es inadecuado para impulsar este proceso. Los problemas que han surgido obligaron a emprender un examen de los principios básicos que sustentan el método original. Resulta claro que, en definitiva, se deberán cambiar varios de los principios que dan sustento a la filosofía de regulación de la UE, para ajustarse a los cambios internacionales en la materia, entre los cuales el más importante es el control del país de origen.

Bajo el régimen existente, el funcionamiento de un mercado único tropieza con obstáculos en muchos niveles distintos, algunos de ellos corregibles parcialmente y otros que exigirán una eventual reforma de fondo. La legislación original comprende una serie de disposiciones que, en la práctica, se han revelado como no liberales. Hay, asimismo, vacíos en la legislación, entre los cuales los más importantes son la liberalización de las jubilaciones y la necesidad de armonizar las leyes sobre insolvencia. Hay también

aspectos que nunca fueron tratados en el programa del mercado único, como la tributación y las barreras culturales.

La Comisión Europea trabaja en relación con varios de estos problemas con vistas a dictar legislación al respecto en algún momento. Sin embargo, tropieza con dificultades más grandes cuando hace frente a los obstáculos surgidos por la dispar puesta en práctica de las directivas. La Comisión carece de recursos para ejercer una función supervisora genuina y del compromiso de hacerlo, de manera que es reacia a tratar las diferencias en cuanto a la rigurosidad con que las directivas han sido incorporadas a las leyes nacionales.

El problema de los intentos de mejorar el funcionamiento del Mercado Único, al igual que en lo atinente a la mayoría de los otros problemas de política de la UE, consiste en que la atmósfera política en la marcha hacia la Conferencia Intergubernamental de revisión del Tratado de la Unión Europea, no es propicia para las iniciativas audaces. El impulso político que sustentó el programa del Mercado Único se atenuó hasta casi desaparecer y es probable que la creciente firmeza de los estados miembros cuando se trata de la soberanía nacional, impida una reforma profunda de las instituciones de la UE y, por ende, de sus estructuras de formulación de políticas.

Esto no quiere decir que el Mercado Único desaparecerá. Al contrario, ha cobrado impulso económico propio gracias a la integración ya alcanzada, modificando la agenda de los grupos de intereses. Más importante aún es el grado de apertura de sectores a la competencia internacional y a los mercados mundiales posibilitado por el Mercado Único, hecho que está ejerciendo en ellos una influencia mayor que la de la legislación de la UE. Esto significa, sin embargo, que es más probable que se continúe improvisando con los procedimientos a que se realice una reforma radical de los criterios.

Además, la propia UE está cambiando como entidad, en respuesta a la modificación de las aspiraciones de los diferentes países miembros. Es probable que la ampliación que permite ingresar como miembros a países aspirantes de Europa Central y Europa Oriental, constituya un estímulo especialmente importante para cambiar sus métodos.

La extensión del Mercado Único a economías en transición plantea problemas que pueden requerir cambios fundamentales de su alcance y su naturaleza. En una escala más amplia, los riesgos políticos a que se expone la UE al prepararse para la Unión Económica y Monetaria y para la expansión, son muy grandes.

Considerando la sensibilidad del sector de los servicios financieros respecto del entorno regulador determinado por factores políticos, la incertidumbre resultante puede ser perjudicial.

LAS LECCIONES PARA AMÉRICA LATINA

LOS OBJETIVOS DE LA INTEGRACIÓN FINANCIERA

El punto de partida para la integración financiera de América Latina es muy distinto al de Europa, al menos por cuatro razones. En primer lugar, los sistemas financieros de Europa y los Estados Unidos son muy diferentes y es evidente que una opción para América Latina es considerar la extensión hacia el sur del sistema de los Estados Unidos -lo cual conllevaría ventajas y desventajas. En segundo término, la situación actual de los sistemas financieros de América Latina presenta problemas considerables de solvencia -en cuanto a la deuda soberana pendiente y a la debilidad de los sistemas bancarios privados- que no habían llegado a ese grado en Europa. Tercero, la integración financiera europea formaba parte de un proyecto político más vasto, mientras que en la práctica el proceso latinoame-

ricano se limitaría, presumiblemente, a aumentar la eficiencia del mercado y de esta forma respaldar el desarrollo económico sostenible en la región, en buena medida de la misma forma en que se concibió la liberalización comercial. En cuarto lugar, el grado de competencia internacional, inestabilidad sistémica y cambio tecnológico es mucho mayor hoy día que en los años ochenta, y la capacidad institucional de los gobiernos latinoamericanos para hacerles frente, es menor que la de los europeos.

En la medida en que América Latina pueda elegir entre los modelos europeo y estadounidense de integración financiera, la característica central del primero es que se basa en el desarrollo de principios al nivel de la UE, con aplicación y supervisión locales lo cual difiere totalmente del método de los Estados Unidos, que se basa en una burocracia central que coordina la supervisión y tiene responsabilidad reguladora de las operaciones de las instituciones financieras en todos los estados. Por otra parte, la UE ha tratado de armonizar las reglas en materias que, en los Estados Unidos, quedan libradas a la jurisdicción de cada estado.

La estructura reguladora de los Estados Unidos es complicada y con muchos niveles, y la componen diferentes entidades que supervisan diferentes sectores de la industria de los servicios financieros. En gran medida, sus actividades se superponen, pero no existe una división geográfica similar a la multiplicidad de regímenes nacionales como la de los países miembros de la UE.

Acorde con esto, el margen para la *competencia entre reglas* y la protección de una industria situada en determinado estado, es menor. Lógicamente, el sistema europeo es más apropiado para la incorporación de nuevos miembros (de Europa Oriental, por ejemplo) que el estadounidense, porque su admisión no requiere modificaciones de las leyes de los miembros ya existentes.

En cambio, la UE carece de una institución central encargada de la política monetaria y hasta las propuestas de creación de un Banco Central Europeo para acompañar la unión monetaria, dejan librada la regulación a las autoridades nacionales. El criterio de unión monetaria de Maastricht aumentó la coordinación fiscal, pero hoy día se halla fuera de cuestión la configuración de un presupuesto central de la UE con dimensiones similares a las del presupuesto del gobierno federal de los Estados Unidos. El resultado es que la formulación y aplicación de políticas sigue siendo sumamente fragmentaria en comparación con las operaciones de las autoridades estadounidenses lo cual, en principio, haría que la coordinación monetaria en una zona del dólar en las Américas fuera posible, si pudiesen solucionarse los problemas constitucionales. Finalmente, hay también profundas diferencias en cuanto a la filosofía de la regulación. El método de los Estados Unidos recurre en mucho mayor grado a los tribunales, y la UE tiende a apoyarse en los procedimientos administrativos, criterio éste mucho más adaptable a los acuerdos intergubernamentales específicos, mientras que el primero requeriría un proceso de integración judicial largo y complejo.

En teoría, por lo menos, la legislación del Mercado Unico hace que el mercado europeo de servicios financieros sea más liberal que el de los Estados Unidos, mediante el uso del pasaporte único para la prestación transfronteriza de servicios. El rechazo de la ley McFadden, que prohibía la expansión interestatal de sucursales de bancos, ha reducido la diferencia, pero la configuración de la industria estadounidense aún se ciñe a la división Glass-Steagall entre banca comercial y banca de inversión. Si bien ha existido un conflicto entre el modelo de banca universal y las firmas especializadas de Londres, la legislación europea se orienta hacia la regulación de instituciones financieras diversificadas en una forma que no se da en el sistema de los Estados Unidos.

Ambos sistemas hacen frente a las pruebas que les imponen la nueva tecnología, las nuevas prácticas en la industria, los procesos de intensificación del uso de valores y la no intermediación y la globalización de los mercados de capital. Estas exigencias complican la tarea de regular en forma tal que amenazan desgastar la coherencia de sus regímenes reglamentarios. Los cambios de la regulación financiera internacional están obligando a que haya cierta convergencia pero, en algunos aspectos, los Estados Unidos y la Unión Europea parecen tomar rumbos opuestos. Un ejemplo notable de esto es la reacción ante la mayor competencia entre los mercados de valores, que los Estados Unidos favorecen, mientras que la IDS de la UE aún mantiene su disposición acerca de la "concentración" de los mercados.

No obstante, en el resto de este estudio se supone que el sistema europeo es un modelo válido para América Latina, por lo menos con fines analíticos.

El objetivo de la "competitividad mediante la convergencia" en Europa, no tiene un paralelo obvio de carácter global en América Latina, aunque la convergencia está implícita en los tres principales acuerdos comerciales de la región, como el TLCAN, el MERCOSUR y el MCCA. La necesidad que se percibió en Europa de fortalecer la competitividad regional dentro de una economía en proceso de globalización, para hacer frente a las amenazas de los Estados Unidos y de la Cuenca del Pacífico, por cierto que tiene un paralelo en América Latina, pero es mucho menos apremiante. Los objetivos inmediatos son fomentar las inversiones extranjeras y evitar los colapsos bancarios, más que fortalecer a los proveedores locales de servicios financieros.

Por supuesto, si fuera a considerarse a las Américas como una sola región, podrían alcanzarse los objetivos equivalentes a los de la integración europea mediante la extensión del sistema de los Estados Unidos a toda la región, después de contemplar las diferencias estructurales mencionadas. Este proceso, empero, tendría dos consecuencias significativas. En primer lugar, los gobiernos latinoamericanos deberían negociar este proceso de integración en forma concienzuda, con objetivos claros y una coordinación suficiente para tratar de manera efectiva con los Estados Unidos, aprovechando en este sentido la experiencia de la liberalización comercial. En segundo término, los Estados Unidos deberían aceptar la asunción de considerables responsabilidades de regulación, lo que requeriría la atribución de poderes extraterritoriales a sus propias instituciones reguladoras, si no se dispusiera el establecimiento de instituciones intergubernamentales apropiadas, con poderes correspondientes dentro de los Estados Unidos.

La experiencia de la liberalización comercial acumulada en América Latina durante los pasados diez años encierra una lección importante. Los objetivos eran claros, el desmantelamiento de las industrias ineficientes de sustitución de importaciones y la promoción de las inversiones extranjeras.

Sin embargo, a medida que cada país fue abatiendo sus barreras arancelarias y no arancelarias en el ámbito del GATT sin negociar concesiones correspondientes de los Estados Unidos o de la CE/UE, se tornó claro, aunque en retrospectiva, que se había perdido un considerable margen de acceso a los mercados de exportación, por falta de visión y por no haber negociado en forma colectiva. De la misma forma, el TLCAN ha logrado excelentes resultados en materia de integración comercial, pero la integración financiera sin un mecanismo intergubernamental apropiado de regulación y coordinación, casi provocó un desastre debido a la falta de regulación efectiva de las iniciativas fiscales mexicanas y los sistemas de los fondos estadounidenses de gestión de riesgos. Además, los acuerdos del TLCAN y los del MERCOSUR no trasuntan intención alguna de crear un marco institucional apropiado para la integración financiera, sin hablar de objetivos políticos o sociales globales

como los que sustentaron el programa del Mercado Único y facilitaron la cooperación intergubernamental en Europa. Curiosamente, bien puede ser que la existencia de instituciones de esa índole y de objetivos políticos mancomunados (apoyada, dicho sea de paso, por la Comisión Europea), hayan servido para mantener íntegro el proyecto centroamericano, a pesar de verse sometido a tensiones increíbles.

El papel previsto de la liberalización financiera en Europa conlleva múltiples beneficios: a) economías de escala, mayor productividad y menores márgenes de intermediación; b) aumento de los ahorros y distribución más eficiente de las inversiones, en una escala europea; c) creación de una base global de exportaciones para los servicios financieros; y d) mejoramiento de la disciplina fiscal de los gobiernos frente a un mercado de capital único. En América Latina también es deseable contar con un sistema financiero más eficiente y con una mejor disciplina fiscal.

Sin embargo, en gran medida esos dos beneficios se obtienen al presente por medio de los mercados financieros de los Estados Unidos, que brindan seguridad y servicio eficiente a los ahorristas latinoamericanos de mayor envergadura y distribuye los fondos (muchos de ellos originados en la propia región) entre los gobiernos y las empresas más grandes de América Latina mediante la compra de bonos y de acciones de capital, respectivamente. Sin embargo, este "mercado de capital sombra" para América Latina tiene un alcance limitado y no rinde los beneficios de un sistema bancario latinoamericano más fuerte ni ofrece la base global potencial de exportaciones para servicios financieros, que constituyeron la médula del proyecto europeo.

Las libertades de ubicación y demás, que requiere un mercado financiero común, son especialmente delicadas para los sistemas de regulación internos porque el servicio que se comercializa es, en efecto, una "creación reguladora". En retrospectiva, es evidente que cualquier conjunto de objetivos latinoamericanos debe incluir explícitamente el compromiso de integrar los sistemas de regulación apropiados.

El principio básico del método de la UE es que el sector financiero sigue siendo regulado por las autoridades nacionales. Cabe presumir que este principio sería adoptado por América Latina, porque en general se considera que las otras tres posibilidades son sumamente indeseables: a) una decisión de no contar con regulaciones en absoluto, que pondría en peligro a los consumidores y amenazaría la estabilidad de los sistemas bancarios nacionales; b) la regulación directa a cargo de las autoridades de los Estados Unidos, que amenazaría la soberanía nacional y que, de todos modos, no sería apoyada por Washington; o c) la constitución de un nuevo organismo regulador interamericano con amplios poderes transfronterizos, que no sería viable desde el punto de vista administrativo.

La aceptación de este principio implica, sin embargo, confiabilidad en la competencia reguladora y en la armonización mínima. Quizás en América Latina sea más fácil aplicar el principio de la competencia reguladora que en Europa, debido a la mayor similitud inicial de los sistemas de regulación y las estructuras financieras de los miembros, aunque debe reconocerse el potencial de externalidades negativas que surge de dicha competencia (los intentos de atraer inversiones extranjeras mediante una aplicación laxa de las reglas comunes, por ejemplo).

La armonización mínima no sólo debe abarcar las reglas de prudencia, para asegurar la competencia leal entre firmas nacionales y extranjeras, sino también las tasas impositivas sobre los ahorros y los ingresos por concepto de inversiones. Esto ha estado ocurriendo en América Latina sin orden ni concierto, como consecuencia de la adopción de normas ligeramente basadas en las prácticas de los Estados Unidos y a raíz de la crisis de la

deuda (con un papel fundamental a cargo del FMI y del Banco Mundial) y de la competencia entre los estados para atraer inversiones extranjeras. No obstante, hasta ahora este proceso ha rendido un progreso escaso en cuanto a la armonización interestatal explícita.

La competencia reguladora y la armonización mínima funcionaron en Europa debido al sistema del "pasaporte" conforme al cual se permite a las instituciones de crédito de los estados miembros ofrecer sus servicios en toda la UE sin necesidad de una nueva autorización ni constitución de capital. Esto, a su vez, requiere un alto grado de confianza entre los estados miembros (que, debe admitirse, no siempre se halla presente en la UE) y de fe en la probidad de las autoridades reguladoras. Esto ha de constituir un problema grave en América Latina, donde la credibilidad de las instituciones públicas suele verse socavada por factores que van desde la ineficiencia hasta la influencia política y la narcocorrupción. Por consiguiente, bien puede ocurrir que se progrese más dentro de los acuerdos de comercio existentes (TLCAN, MERCOSUR y MCCA), en los que ya existe o se está logrando, un grado razonable de confianza, transparencia e información.

EL TRAZADO DE UNA ESTRATEGIA DE EJECUCIÓN

La integración de los servicios financieros requiere, como se ha visto, un proceso coordinado de legislación en los países miembros. La eliminación de los controles sobre los movimientos de capital puede considerarse el primer paso y, conforme al Convenio Constitutivo del FMI y a las reglas de la OCDE, debe darse lo antes posible. No obstante, los países europeos (en particular los menos desarrollados) cumplieron estos requerimientos relativamente tarde.

En cambio, a fines de los años ochenta se asistió en América Latina a la rápida liberalización de las cuentas de capital, principalmente con objeto de atraer inversiones extranjeras. Hoy día se considera, en retrospectiva, que esto creó desventajas considerables, especialmente en vista de los altibajos de ingresos y egresos de capitales, por lo cual varios países restablecieron en fecha reciente controles directos o indirectos, mientras otros estudian seriamente la posibilidad de hacerlo. Bien puede ocurrir que el eventual desmantelamiento de esos controles se supedite explícitamente al grado de progreso de la integración financiera, lo cual les quitaría arbitrariedad y restablecería la confianza de los inversionistas.

En 1985 la legislación bancaria en Europa no era sumamente discriminatoria contra los extranjeros y, como los bancos dominaban el sector financiero, esto facilitó la integración. Las directivas bancarias de la CE, que regularon productos bancarios, fueron seguidas por directivas sobre la solvencia y la exposición, que crearon un verdadero mercado bancario común. En América Latina, a diferencia de lo que ocurre en los Estados Unidos, los bancos también dominan los mercados financieros, de modo que la legislación bancaria debe constituir la prioridad absoluta para la armonización, considerando debidamente los acuerdos recíprocos con mercados ajenos a la región.

Cabe señalar, empero, que ante la insolvencia de muchos bancos de la región las normas de prudencia comunes deberán incluir muchos acuerdos transitorios. El establecimiento de un sistema latinoamericano de bancos centrales (que debe incluir las superintendencias de banca) sería esencial para lograr la coordinación requerida. Además, bien puede ocurrir que la ausencia de una propuesta de creación de un banco central único para la región, al estilo Maastricht, tome esa función de supervisión prudencial menos amenazante para la soberanía y, por consiguiente, más aceptable para los estados miembros.

En Europa, la integración en materia de valores ha requerido directivas al nivel de la UE sobre servicios de inversiones y adecuación del capital. Tal como ocurrió en Europa, en América Latina estas disposiciones deberían dictarse en forma simultánea, presumiblemente por medio de legislación paralela en los principales centros financieros.

En Europa, esta integración se vio demorada por la competencia entre las bolsas de valores para obtener (o para retener, en el caso de Londres) una ventaja competitiva. En América Latina, la naturaleza incipiente de las bolsas de valores haría que esto fuese menos difícil, pero subsisten dos problemas. En primer lugar, la falta de transparencia, la deuda pública pendiente y la insolvencia de las empresas, determinan que deba llevarse a cabo una considerable reorganización interna antes que sea posible la integración de los mercados de valores. Segundo, la importancia de las transacciones en terceros países (por ejemplo los recibos americanos de depósito -ADR) y las tenencias de cartera por parte de fondos de ultramar, significan que deberán establecerse acuerdos con las principales bolsas del mundo. Quizás la mejor forma de hacerlo sea por intermedio de una asociación de las principales bolsas latinoamericanas que negocie conjuntamente con Nueva York y Londres, posiblemente por intermedio de IOSCO.

La integración de la legislación sobre seguros ha sido la categoría que ha tenido un avance más lento en Europa y es probable que lo mismo ocurra en América Latina, aunque la escala de posibles beneficios para los consumidores quizá sea la más alta en este sector. Es difícil dismantelar las barreras proteccionistas que incluye la legislación nacional, por ejemplo los incentivos tributarios para el ahorro en seguros de vida. En América Latina el subdesarrollo relativo del mercado de seguros y la atracción de la privatización de los sistemas jubilatorios estatales significa, sin embargo, que el progreso puede ser más rápido que en Europa. Existe, sin embargo, un riesgo potencial para los consumidores en cuanto a la emisión de "pasaportes", al estilo europeo, para seguros de vida y otros (que permiten a una compañía aseguradora establecer sucursales en todos los estados miembros y vender una amplia variedad de productos sobre la base de la autorización y la supervisión de un solo país), si todas las autoridades reguladoras no poseen la independencia y la probidad requeridas.

Las consecuencias más generales de la estrategia de puesta en práctica en Europa, tienen serias implicancias para América Latina. La armonización de la legislación financiera y de las reglas de prudencia presenta suficientes dificultades propias, pero los arquitectos del Mercado Único señalaron claramente desde un principio, que la integración financiera podía verse frustrada por las perturbaciones cambiarias. América Latina afronta el mismo problema, probablemente en mayor escala y, de hecho, muchas transacciones financieras transfronterizas se realicen en dólares estadounidenses precisamente por esta razón.

El colapso mexicano demostró en forma dramática cómo se transmiten las conmociones macroeconómicas por medio de un mercado único de capitales, cuando la liberalización financiera ha reducido las facultades del banco central para estabilizar el mercado interno, y esto constituye un riesgo potencial para el MERCOSUR, cuando la Argentina abandone su actual sistema de paridad. Si no hay requerimientos discrecionales de reservas para los intermediarios financieros, los bancos centrales quedan limitados a las operaciones de mercado abierto en las reducidas bolsas internas o a las variaciones desestabilizadoras de los tipos de interés de la deuda del gobierno, tanto en América Latina como en Europa.

Por consiguiente, la convergencia de las posiciones fiscales ha sido un elemento esencial en el buen resultado de la integración financiera europea, con bastante independencia respecto de la meta a largo plazo de la unificación monetaria. Esta convergencia supone cambios en la tributación, en los gastos del gobierno y en la política de endeuda-

miento. En América Latina, la armonización tributaria sería contraria a la tendencia actual hacia el ajuste fiscal unilateral y la competencia por la inversión extranjera, e inclusive Europa ha mostrado lentitud para avanzar más allá de la armonización VAT encaminada a brindar tratamiento igual a los ingresos y al capital. La convergencia fiscal requeriría, sobre todo, una reestructuración definitiva de la deuda pública existente (interna y externa) en la mayoría de los casos, así como cambios de los saldos de ingresos y gastos corrientes. Sin embargo, una vez que esto se logre, la valuación de la deuda pública en un mercado de capital latinoamericano único brindaría un control efectivo de futuros desequilibrios fiscales y, por ende, aumentaría la confianza de los inversionistas en la región.

Puede suponerse que no existe una perspectiva inmediata de unión monetaria como parte del proceso de integración financiera en América Latina. No obstante, ese proceso puede dar mayor estímulo a la dolarización de las economías latinoamericanas, en parte por razones contables, pero principalmente debido a la necesidad de contar con una unidad de valor digna de confianza para las transacciones transfronterizas. Esta situación se acentúa aún más por los sucesivos colapsos bancarios en la región, lo que ha dado como resultado que las instituciones financieras efectúen una creciente proporción de sus transacciones en dólares. Este proceso tiene consecuencias considerables en el largo plazo para las autoridades estadounidenses, porque la creación de una zona con moneda única -aunque sea por omisión- exigirá inevitablemente que reguladores financieros de los Estados Unidos (e inclusive la propia Reserva Federal) intervengan en los mercados financieros latinoamericanos, aunque sólo sea para apoyar a las instituciones estadounidenses comprometidas en exceso.

Finalmente, la preocupación por la integración regional en el programa del Mercado Único surgió por el temor que las disparidades crecientes (acaso acentuadas por el drenaje de los ahorros de los países pobres hacia inversiones en países más productivos) socavarán el compromiso democrático con el proyecto europeo, y llevó a la creación de transferencias explícitas por medio de fondos de cohesión y del Banco Europeo de Inversiones, e implícitamente por medio de la Política Agrícola Común. La integración financiera resalta este problema porque el capital es, claramente, mucho más móvil que la mano de obra, y lleva a acuerdos de transición especiales para los países miembros más pobres. Las desigualdades regionales son aún más serias en América Latina y exigirán un reconocimiento explícito en el programa de integración, si se desea evitar la interrupción del proceso. En este sentido, es motivo de preocupación la ausencia de disposiciones específicas en el TLCAN o en el MERCOSUR. Sin embargo, el propio Banco Interamericano de Desarrollo podría ofrecer las bases para un sistema eventual de inversiones concesionarias en infraestructura y educación, equivalente al mecanismo europeo de cohesión.

POSIBLES OBSTÁCULOS A LA INTEGRACIÓN FINANCIERA

Por lo expuesto, un proyecto latinoamericano de integración financiera debería comprender, por lo menos, estos objetivos, adaptando la experiencia europea a las circunstancias locales: i) una definición clara y de largo plazo que vaya más allá de la eficiencia sectorial y comprenda el desarrollo económico y la competitividad mundial; ii) una posición firme respecto de las futuras relaciones con la estructura regulatoria de los Estados Unidos y sus autoridades financieras; y iii) reconocer que la armonización mínima y las transacciones transfronterizas exigirán la reforma de las leyes y la administración pública nacionales.

El hecho que esto requiera un alto grado de unanimidad política entre los estados miembros, la resolución de negociar colectivamente con los Estados Unidos y con la Unión Europea y la disposición de los países más adelantados de la región a compensar a los más pobres, constituye un obstáculo inevitable. Un acuerdo preferencial para México, en el marco del TLCAN, que conllevara la integración efectiva en la estructura reguladora de los Estados Unidos, haría más difícil llegar a un sistema estrictamente latinoamericano. No obstante, bien puede ocurrir que si se logra un progreso suficiente en el ámbito del MERCOSUR, otros vecinos más pequeños puedan unirse y el sistema se consolide gradualmente.

La estrategia de ejecución bajo un sistema de armonización mínima probablemente requiera que los gobiernos latinoamericanos emprendan: (a) la reforma paralela de la legislación bancaria, la supervisión conjunta de los mercados de valores y el estricto control de las compañías aseguradoras, a fin que el sistema de "pasaporte" sea viable sin correr el peligro de insolvencias o de amenazar los intereses de los consumidores; (b) el compromiso de lograr un grado considerable de armonización fiscal y coordinación macroeconómica, a fin de evitar las perturbaciones cambiarias que pueden entorpecer la integración financiera efectiva; y (c) medidas para compensar a los países más pobres de América Latina, de manera que no deban sobrellevar una cuota desproporcionada de los costos de la integración financiera.

Los obstáculos para estas medidas (y su sostenibilidad) son obvios, pero como la alternativa sería un crecimiento anárquico y desestabilizador de las transacciones especulativas transfronterizas, las adquisiciones malversadas y la dolarización gradual, es muy posible que esos obstáculos sean superados, más por una razón de necesidad que por buenas intenciones. De hecho, la mayoría de los sistemas de regulación financiera nace por omisión, como resultado de las necesidades de financiación de las economías y de los gobiernos en determinados jalones del desarrollo económico y de la reacción a las crisis del sistema financiero. Los sistemas existentes en los Estados Unidos y en Europa son, en gran medida, el producto de circunstancias políticas singulares y las anomalías que exhiben a menudo guardan relación directa con el marco histórico dentro del cual evolucionaron.

En el caso de América Latina, en cierta medida el cumplimiento del requisito (a) se encuentra en marcha debido a la presión de las IFI, aunque sería mucho más eficaz si se le considerara parte de un proceso de desarrollo a largo plazo y no un simple aspecto de la condicionalidad de un ajuste estructural.

El requisito (b) surge por omisión, en cuanto los inversionistas internacionales sancionan a los países con desequilibrios macroeconómicos, aunque las sanciones tienden a ser tardías y excesivas.

El requisito (c) es el de cumplimiento más difícil, pero es aquí donde el BID puede cumplir un papel importante.

Sin embargo, el obstáculo de mayor envergadura para la puesta en práctica de un sistema de pasaporte sea quizás la reputación de los órganos reguladores nacionales en materia de eficiencia administrativa, influencia política e inclinación a la corrupción. Es difícil imaginar cómo puede la legislación interna superar estos obstáculos, salvo en el largo plazo, lo cual robustece los argumentos en favor de un órgano de registro supranacional.

Las presiones de los grupos de intereses han constituido un importante factor de demora en Europa, principalmente las de los sectores financieros nacionales lanzados en busca de protección frente a la competencia, por intermedio de las representaciones de sus gobiernos en Bruselas. Las deficiencias de la ISD y la CAD son el resultado, principalmente,

de este proceso, que en principio requirió legislación para la formulación de reglas y luego perdió flexibilidad en el entorno de un mercado global en rápida transformación.

Las grandes firmas que podían obtener ventajas mediante el sistema de pasaporte lo apoyaban, mientras que los mercados importantes como el de Londres claramente podían ganar más con una liberalización selectiva, y los bancos universales aspiraban a recuperar mercados perdidos a manos de las firmas de valores especializadas y las compañías aseguradoras. Es posible que en América Latina se repita el mismo proceso de *lobbying*, con la diferencia que los intermediarios financieros locales se encuentran en una posición relativamente débil con respecto a los competidores multinacionales y a sus propios gobiernos.

El lento proceso de transición hacia un mercado completo de servicios financieros en Europa, a pesar de las condiciones previas favorables, es instructivo. Los mercados integrados de bienes sólo requieren una disposición administrativa que elimine las barreras arancelarias, una vez que se ha logrado el consenso político con legislación suplementaria menor, relativa a aspectos sanitarios y de embalaje, por ejemplo. Esta también ha sido la experiencia de los recientes acuerdos latinoamericanos de libre comercio. En cambio, la integración financiera ha requerido cambios legislativos complejos y difíciles en el plano interno, donde las posibilidades de dilación y *lobbying* son infinitas. Es probable que esto sea aún más problemático en América Latina, donde, además, es necesario resolver problemas reales de solvencia empresarial y probidad administrativa.

El proceso de liberalización financiera global y aceleración del cambio tecnológico probablemente haga más difícil el lograr consenso, convergencia y cohesión regionales en América Latina durante el próximo decenio, que en el caso de Europa. Mucho puede depender, asimismo, de la actitud de los Estados Unidos ante el dilema de crear una zona monetaria en las Américas (con la responsabilidad concomitante de actuar como banquero central) o de apoyar los esfuerzos de los gobiernos latinoamericanos para crear su propio sistema de regulación financiera.

Notas

¹ Esto se ha hecho mejor en estudios como el excelente artículo de Marcelo de Paiva Abreu "Integración financiera en los países del MERCOSUR" (Integración & Comercio [1997]. Vol. 1, pp. 85-102). Además, este valioso trabajo pone de relieve los peligros reales de la falta de coordinación macroeconómica y de normas claras sobre extraterritorialidad, respecto de los cuales la experiencia europea (en condiciones más favorables) es muy importante.

² En el Tratado de Maastricht se rebautizó oficialmente a la Comunidad Económica Europea como "Comunidad Europea" y ésta sigue constituyendo una entidad separada dentro del ámbito de la Unión Europea. En este estudio se ha usado el término "CE" al referirse al programa del Mercado Único, porque guarda relación principalmente con el pilar de las "Comunidades" de la UE.

³ Véase un análisis de las condiciones políticas y económicas que favorecieron el Programa del Mercado Único, en Duchêne [1990].

⁴ El principio del reconocimiento mutuo fue establecido por primera vez por la sentencia de la Corte Europea de Justicia en el caso "Cassis de Dijon", en 1979.

⁵ Véase un análisis exhaustivo de este aspecto, en George Winckler (ed.) [1992].

⁶ Véase un análisis de este tema en E. Davis y C. Smales [1990], citados en Lewellyn [1992].

⁷ Véase un análisis de los orígenes de estas maniobras políticas y sus posibles consecuencias, en Scott-Quinn [1994].

⁸ Véase un análisis de las diferencias entre los requisitos de la CAD y los de Basilea, en Dale [1994].

⁹ Conforme a un estudio realizado en el otoño de 1995 por el Comité Européene des Assurances, citado en *The International Herald Tribune*, 18 y 19 de noviembre de 1995.

¹⁰ Véase un análisis de las repercusiones del *lobbying* en el programa del Mercado Único, en Mayes y otros [1993].

¹¹ Citadas en Tsoukalis [1993].

¹² Citado en *The Financial Times*, 10 de noviembre de 1995.

¹³ Citado en Kapstein [1994] p. 153.

¹⁴ Resumido por Kapstein [1994].

¹⁵ Como lo predijo Lewellyn [1992].

¹⁶ Véase un análisis detallado de la ISD y la CAD, en Steil y otros [1996].

¹⁷ Divulgado en *Business Europe*, Economist Intelligence Unit, Mayo 9 de 1995.

¹⁸ Véase, por ejemplo, *The Federal Trust Towards an Integrated European Capital Market*, Londres: Federal Trust for Education and Research, 1993.

¹⁹ Véase *Financial Times*, 26 de octubre de 1995.

²⁰ Véase, por ejemplo, Pantos y Paraskevopoulos [1994].

²¹ Véase un análisis pormenorizado de las consecuencias de la transición a la unión monetaria en Giovanni y Mayer (editores) [1991].

Bibliografía

BLISS, C. y BRAGA DE MACEDO J. (EDS.). *Unity with diversity in the European Economy: The Community's Southern Frontier*. Cambridge: Cambridge University Press. 1990.

CECCHINI, PAOLO. *The European Challenge 1992: Benefits of a Single Market*. Aldershot: Wildwood House. 1988.

COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES. *Completing the Internal Market, White Paper from the Commission to the European Council*. Luxemburgo: Office for Official Publications of the European Communities, Junio 1985.

_____. *Programme for the Liberalization of Capital Movements in the Community*. Bruselas, 1986.

_____. *Research on the Cost of Non-Europe*. Bruselas, 1988. Vol. 2, Cap.10.

DALE, RICHARD. *International Banking Deregulation*. Oxford: Basil Blackwell, 1992.

_____. "International Banking Regulation" en B. Steil (ed.), *International Financial Market Regulation*. Chichester: John Wiley. 1994.

DAVIS, E. y SMALES, C. "The Integration of European Financial Services" en J. Kay (ed.) *1992: Myths and Realities*. Londres: London Business School. 1990.

DE GRAUWE, PAUL. *The Economics of Monetary Integration*. Oxford: Oxford University Press. 1994.

DE PAIVA ABREU, MARCELO. "Integración financiera en los países del MERCOSUR". *Integración & Comercio*. Buenos Aires: INTAL. 1997.

DERMINE, JEAN. "EC Banking Regulation" en B. Steil (ed.). *International Financial Market Regulation*. Chichester: John Wiley. 1994.

DUCHÊNE, FRANÇOIS. "Less or More than Europe? European Integration in Retrospect", en C. Crouch y D. Marquand (eds.), *The Politics of 1992: Beyond the Single European Market*. Oxford: Basil Blackwell. 1990.

FRANKEL, JEFFREY A. "Exchange Rates and the Single Currency", en B. Steil (ed.). 1996.

GIOVANNINI, ALBERTO Y MAYER, COLIN (EDS.). *European Financial Integration*. Cambridge: Cambridge University Press. 1991.

GROS, DANIEL Y THYGESEN, NIELS. *European Monetary Integration*. London: Longman. 1992.

KAPSTEIN, ETHAN B. "Governing Global Finance", en *The Washington Quarterly*, 17:2.

_____. *Governing the Global Economy: International Finance and the State*. Cambridge (Mass.) y Londres: Harvard University Press. 1994.

KOLLIAS, SOTIRIOS. "Financial integration in the EC: conceptual approach and implications" en T. Georgakopoulos, C.; Paraskevopoulos y J. Smithin (eds.), *Economic Integration between Unequal Partners*. Aldershot: Edward Elgar. 1994.

KONDONASSIS, A. J. Y MALLIARIS, A. G. "Monetary Union and Economic Integration: the Less Developed Areas of the European Community", en Georgakopoulos et al. 1994.

LLEWELLYN, DAVID T. "Banking and Financial Services", en D. Swann (ed.) *The Single European Market and Beyond: A Study of the Wider Implications of the Single European Act*. Londres: Routledge. 1992.

MAYES, DAVID ET AL. *External Implications of European Integration*. Londres: Harvester Wheatsheaf. 1993.

_____. Y HART, PETER. *The Single Market Programme as a Stimulus to Change: Comparisons between Britain and Germany*. Cambridge: Cambridge University Press. 1994.

MCDONALD, FRANK. "Completing the Internal Market in the European Union", en Nigel M. Healey (ed.), *The Economics of the New Europe*. Londres: Routledge. 1995.

MORAN, MICHAEL. *The Politics of the Financial Services Revolution: the USA, the UK and Japan*. Londres: Macmillan. 1991.

PANTOS, THEMIS D. Y PARASKEVOPOULOS, CHRISTOS C. "The Greek Financial System: Strategies for Convergence", en T. Georgakopoulos et al. (eds.). 1994.

SCOTT-QUINN, BRIAN. "EC Securities Markets Regulations" en B. Steil (ed.) *International Financial Market Regulation*. Chichester: John Wiley. 1994.

SIMPSON, DAVID R. F. "Unfinished Business of the Single Market Programme" en R. O'Brien (ed.) *Finance and the International Economy*: 6. Oxford: Oxford University Press. 1992.

STEIL, BENN. *Competition, Integration and Regulation in EC Capital Markets*. Londres: Macmillan. 1993.

- _____. *Illusions of Liberalization: Securities Regulation in Japan and the EC*. Londres: Royal Institute of International Affairs. 1995.
- _____. ET AL. *The European Equity Markets: The State of the Union and an Agenda for the Millennium*. Londres: Royal Institute of International Affairs. 1996.
- THE FEDERAL TRUST. *Towards an Integrated European Capital Market*. Londres: Federal Trust for Education and Research. 1993.
- THIERRY, JACQUES. "Banking in Europe after 1992" en Z. Mikdashi (ed.) *New Strategies and Perspectives in Banking*. 1994.
- TSOUKALIS, LOUKAS. *The New European Economy: The Politics and Economics of Integration*. Oxford: Oxford University Press. 1993.
- VIÑALS, JOSÉ ET AL. "Spain and the "EC cum 1992" Shock" en C. Bliss y J. Braga de Macedo (eds.), *Unity with diversity in the European Economy: The Community's Southern Frontier*. Cambridge: Cambridge University Press. 1990.
- WALLACE, WILLIAM. *Regional Integration: The West European Experience*. Washington, D.C.: The Brookings Institution. 1994.
- WINCKLER, GEORGE (ED). *Tax Harmonization and Financial Liberalization*. Londres: Macmillan. 1992.
- WOOLCOCK, STEPHEN. *The Single European Market: Centralization or Competition among National Rules?*. Londres: Royal Institute of International Affairs. 1994.
- _____; HODGES, MICHAEL Y SCHREIBER, KRISTIN. *Britain, Germany and 1992: The Limits of Deregulation*. Londres: Pinter. 1991.