

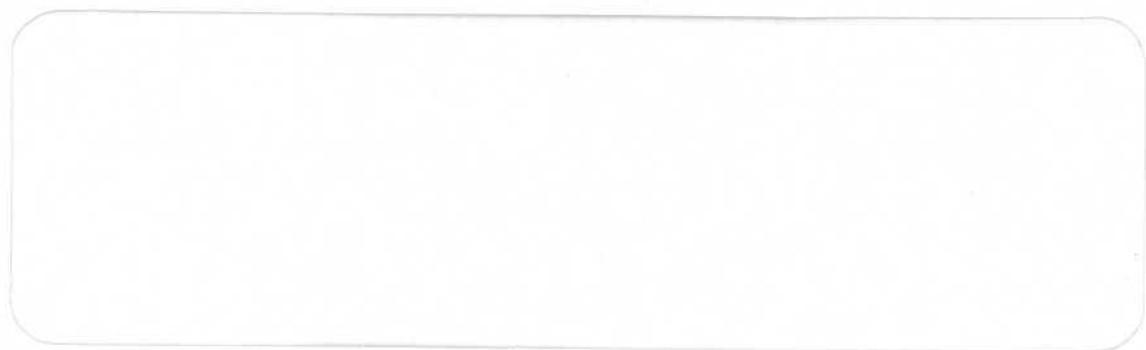
FUNDACION BBV

## INTEGRACION FINANCIERA Y MONETARIA EUROPEA

Vittorio Grilli  
Giorgio di Giorgio

Julio 1997

ESTUDIOS BANCARIOS





**FUNDACION BBV**

# **INTEGRACION FINANCIERA Y MONETARIA EUROPEA**

Vittorio Grilli  
Giorgio di Giorgio

Julio 1997

## **Centro de Estudios Bancarios**

Director: **D. Luis Angel Lerena**, catedrático de Economía Internacional de la Universidad Complutense de Madrid

Director Programas de Investigación: **D. Xavier Vives**

VITTORIO GRILLI \*

Es el responsable del Departamento de Administración de la Deuda y Privatizaciones del Ministerio italiano de Hacienda.

GIORGIO DI GIORGIO

Profesor agregado de Economía en la Universidad La Sapienza de Roma.

\* Las opiniones expresadas en este documento no son necesariamente compartidas por el Ministerio italiano de Hacienda.

Los Centros Permanentes de Reflexión de la Fundación Banco Bilbao Vizcaya abordan, desde una perspectiva multidisciplinar, áreas específicas de actualidad. En cada una de estas áreas se incluyen proyectos de investigación propios, a partir de los cuales se desarrolla una actividad de encuentros periódicos, generalmente en la modalidad de seminarios y conferencias anuales.

Aspiran estos Centros a que la sociedad vea en ellos puntos de referencia de calidad, en los estudios y debates de los temas encuadrados dentro de cada área.

El Centro de Estudios Bancarios de la Fundación BBV está interesado en el estudio e investigación de los nuevos escenarios y herramientas que conformarán el mundo económico y financiero de los próximos años. Este Centro pretende convertirse en punto de referencia en el campo de los estudios financieros, favoreciendo la investigación sobre estos mercados y difundiendo sus resultados.

## **RESUMEN**

El presente trabajo tiene por objeto la identificación de los progresos realizados en el proceso de integración de los mercados financieros en Europa, haciendo hincapié en el sector bancario. Asimismo pretende estudiar en qué medida los avances hacia la unificación monetaria europea pueden influenciar el proceso de integración de los mercados financieros.

Las principales conclusiones a las que se llega son, por un lado, que hay progresos generales evidentes hacia la integración de los mercados financieros tanto a nivel europeo como a nivel mundial. Por otro lado, sin embargo, se detecta que la integración del sector bancario en Europa no ha avanzado tanto, persistiendo numerosas diferencias importantes tanto en las estructuras como en las funciones de los intermediarios financieros que operan en los diferentes países de la Unión Europea. Por último, la Unión Monetaria contribuirá a acelerar el proceso de integración financiera en Europa con respecto al proceso de globalización de los mercados financieros mundiales.

## SUMARIO

INTRODUCCION .....	7
ANTECEDENTES .....	10
<b>Primera parte:</b>	
<b>MICROECONOMIA DE LA INTEGRACION FINANCIERA Y MONETARIA .....</b>	<b>15</b>
Centros financieros .....	15
Mercado de divisas .....	17
Bolsas y Mercados de Valores .....	18
Mercado de Obligaciones .....	20
Integración bancaria .....	22
Fusiones y adquisiciones .....	25
Depósitos y préstamos .....	27
Competencia de los precios .....	29
Determinantes de los flujos bancarios transfronterizos .....	32
Controles de capitales .....	32
Retenciones impositivas .....	33
Secreto bancario .....	34
Rentabilidad de los Bancos .....	35
Sistemas de protección de los depósitos y sistemas de pago .....	37
<b>Segunda parte:</b>	
<b>MACROECONOMIA DE LA INTEGRACION MONETARIA Y FINANCIERA .....</b>	<b>41</b>
Costes y ventajas de la UME .....	41
El Banco Central Europeo .....	43
Independencia política del BCE .....	44
Independencia económica del BCE .....	45
El camino hacia la UME .....	50
La crisis del SME de 1992 .....	50
Controles de capitales .....	52
Criterios de Maastricht .....	55
¿UME de múltiples velocidades? .....	60
CONCLUSIONES .....	63
BIBLIOGRAFIA .....	66
ANEXO A: Tablas correspondientes a la primera parte .....	69
ANEXO B: Tablas correspondientes a la segunda parte .....	85



# INTEGRACION FINANCIERA Y MONETARIA EUROPEA

## INTRODUCCION

La idea de un mercado financiero europeo integrado no es nueva. Era uno de los principales objetivos del Tratado de Roma (1957) que exigía tanto la supresión de las restricciones impuestas a los movimientos de capitales como la eliminación de toda discriminación por motivo del lugar de residencia del inversor. Sin embargo, durante casi treinta años, se aplazaron los planes de un mercado financiero europeo unificado y no fue hasta 1985 y la publicación del Libro Blanco de la Comisión sobre la realización del mercado interior cuando se volvió a considerar la integración financiera como una meta. Al año siguiente, el Acta Unica Europea fijó al 31 de diciembre de 1992 la fecha límite para la realización del mercado interior.

Desde entonces, los mercados financieros de Europa han experimentado una rápida transformación. Al mismo tiempo y a nivel macroeconómico, se ha asistido a profundos cambios en la coordinación monetaria de Europa: la ampliación y consolidación del Mecanismo de Tipos de Cambio (MTC), su posterior virtual derrumbamiento en septiembre de 1992 y los avances hacia una Unión Monetaria Europea. Los cambios en la política monetaria tienen una gran incidencia en los mercados financieros y, para analizar la evolución de éstos correctamente, es un requisito previo entender la interrelación entre ellos.

El presente trabajo tiene por objeto la identificación de los progresos realizados con vistas a la integración de los mercados financieros

en Europa, haciendo hincapié en el sector bancario. Asimismo pretende identificar las vías a través de las que los avances hacia la unificación monetaria europea puedan influenciar el proceso de integración de los mercados financieros.

Este trabajo consta de dos partes, además de un capítulo inicial donde se recogen distintos antecedentes a modo de resumen de las principales medidas institucionales y sucesos de mercado que ocurrieron en un pasado próximo en el proceso de integración europea.

La primera parte está dedicada a lo que llamamos «la Microeconomía de la integración financiera y monetaria». En ella se analizan las diferencias y similitudes de los servicios bancarios y financieros de varios países, así como la evolución y el comportamiento de los mercados de valores y de obligaciones de renta fija. Al respecto, cabe advertir que el significado de indicadores similares no es necesariamente homogéneo en las diferentes áreas nacionales e institucionales. Y se llega a la principal conclusión de que hay progresos generales evidentes hacia la integración de los mercados financieros, tanto a nivel europeo como a nivel mundial. Por ejemplo, se aprecia una correlación cada vez mayor entre los índices de los mercados de acciones y obligaciones, lo cual hace suponer que existen lazos financieros más fuertes y desbordamientos más rápidos que en el pasado entre los mercados nacionales de cada país. Tal fenómeno también se debe a las innovaciones financieras y a los avances tecnológicos experimentados a lo largo de la última década.

Sin embargo, al centrarnos en los sectores bancarios, comprobamos la persistencia de numerosas diferencias importantes tanto en las estructuras como en las funciones de los intermediarios financieros que operan en los países de la UE. Tales diferencias se traducen en un grado limitado de competencia internacional en la actualidad, así como en condiciones de rentabilidad heterogéneas en los distintos sectores bancarios del área. Además, en algunas economías, como las de Italia y de España por ejemplo, los sistemas bancarios nacionales siguen presentando una estructura fuertemente oligopolística que puede resultar difícil de reformar a corto plazo. Lo más probable es que la mayor competencia resultante de la implantación del mercado interior en 1993 produzca efectos paulatina, pero constantemente y que no se dibuje de inmediato el nuevo perfil del sistema bancario europeo. En cambio, durante los próximos años, debería observarse una convergencia progresiva con respecto a la provisión por los bancos de servicios de pagos y de asesoramiento más eficaces. De hecho, estos servicios van a convertirse en el factor determinante en la elección de una institución bancaria por el depositante.

Por otra parte, la convergencia de los precios afectará únicamente a los grandes depósitos o créditos, pero no acarreará probablemente ningún cambio significativo en las condiciones generalmente aplicadas a los «pequeños» clientes del mercado nacional. Lo anterior concuerda con nuestra impresión de que existen efectivamente deficiencias y fricciones de mercado y que las mismas son importantes en este segmento de los mercados financieros.

En nuestra opinión, las diferencias detectadas en la composición de los activos y pasivos de los bancos de distintos países, así como en los flujos internacionales de créditos y depósitos se deben, en parte, al bajo nivel de coordinación en importantes materias normativas,

tales como las leyes sobre el secreto bancario y las retenciones impositivas, y, en parte, a la integración lenta por naturaleza de unos sistemas financieros que fueron mantenidos separados durante largo tiempo por el uso frecuente de controles administrativos y diferentes tipos de barreras a los movimientos de capitales transfronterizos. Otras diferencias institucionales que aún caracterizan a los sistemas de garantía de los depósitos y a los sistemas de pago de diversos países europeos han sido, por su parte, estudiadas recientemente por el anterior Comité de Gobernadores de Bancos Centrales de Europa y están controladas actualmente por el Instituto Monetario Europeo (IME) fundado en 1994 como precursor del futuro Banco Central Europeo (BCE). Por ello, las diferencias que existen hoy en día se irán allanando y suponemos que, en el futuro, estas cuestiones dejarán de ser elementos decisivos para la posición competitiva de los sistemas bancarios nacionales.

La segunda parte de este documento trata de la «Macroeconomía de la integración financiera y monetaria». En efecto, sería discutible todo estudio sobre la integración financiera en Europa realizado sin tener en cuenta el proceso económico y político encaminado a la creación de la Unión Monetaria Europea. Por consiguiente, tratamos explícitamente de la noción de la independencia de los bancos centrales respecto de cuantas presiones políticas y económicas pudieran intentar ejercer los respectivos Gobiernos y explicamos cómo estas consideraciones llegaron a tomarse en cuenta en la redacción de los Estatutos del BCE. Asimismo, repasamos los principales acontecimientos y temas de discusión más recientes susceptibles de influir considerablemente en el comportamiento de los mercados financieros, como son, por ejemplo, el debate sobre una unión monetaria de dos velocidades o el posible regreso de algunos países al control de los capitales como estrategia defensiva provi-sional contra ataques especulativos masivos.

Pese al escepticismo que se ha difundido recientemente por todas partes respecto a la futura configuración de Europa, continuamos pensando que el proyecto de la UME ofrece grandes ventajas potenciales. El que se consideren éstas suficientes o no para compensar los costes económicos y sociales indispensables y posiblemente muy elevados a soportar por cada uno de los países es, por supuesto, una cuestión más apropiada para un analista político. Pero, difícilmente podemos imaginar un mundo futuro en el que los países europeos no actúen juntos, estrechamente unidos como socios económicos, dentro del contexto mundial del comercio de bienes y servicios. Una posición que, por cierto, resultará más fácil mantener dentro de un área con una moneda única y con una política monetaria controlada por una sola Autoridad Monetaria.

Para nosotros, el camino a la UME está abierto y es accesible. En esta perspectiva, la decisión de posponer hasta enero de 1999 la fecha de inicio de la Tercera Fase del Informe Delors (1989) debería considerarse como el reconocimiento realista de que se necesita cierto tiempo adicional, bien para permitir que un número suficiente de países cumplan con los requisitos de Maastricht para poder entrar en la Unión, o bien para modificar algunas de las condiciones previstas en el Tratado. Por el contrario, no vemos dicha decisión como la señal de un cambio de rumbo y nuestra convicción viene reforzada por el hecho de que el Proyecto Europeo experimentó varias pausas a lo largo de su existencia y fue siempre llevado adelante.

## ANTECEDENTES

La idea de un mercado financiero europeo integrado no es nueva. Era uno de los principales objetivos del Tratado de Roma cuyo artículo 67 exigía tanto la supresión de las restricciones impuestas a los movimientos de capitales como la eliminación de toda discriminación por motivo del lugar de residencia del inversor. Sin embargo, este Tratado también contenía «cláusulas de salvaguarda» que autorizaban a los Estados miembros a suspender temporalmente el cumplimiento de su obligación de liberalizar sus respectivos mercados financieros. En el caso de que el libre movimiento de los capitales perturbara el funcionamiento del mercado nacional de capitales o causara problemas con la balanza de pagos, los Estados miembros tenían derecho a adoptar medidas protectoras. Fue la existencia de dichas «cláusulas de salvaguarda» lo que permitió a varios países (Dinamarca, Francia, Italia, Grecia e Irlanda) introducir rigurosos controles de cambios y de capitales. El acuerdo implícito de que semejantes controles debían tener un carácter de emergencia y, por tanto, estar limitados en el tiempo, fue pura y simplemente ignorado. En la práctica, los planes de creación de un mercado financiero europeo unificado fueron aplazados durante casi treinta años.

El objetivo de la integración financiera resurgió con el Libro Blanco sobre la realización del mercado interior, que la Comisión presentó en 1985<sup>1</sup>. Este documento exigía la liberalización de los movimientos de capitales dentro de la Comunidad y la creación de un mercado integrado para los servicios financieros. Con el fin de promover el mercado común de los servicios financieros, proponía la supresión de todas las restricciones impuestas a los movimientos de capitales en todos los Estados

miembros y la coordinación de las condiciones en las que debían operar los intermediarios financieros. En particular, se recomendaba la liberalización de los servicios bancarios en base al reconocimiento mutuo de la reglamentación de cada Estado miembro previa la armonización de los principios básicos. El Consejo Europeo adoptó el programa del Libro Blanco en la Cumbre de Milán en junio de 1985.

El siguiente paso hacia la integración europea se dio con el Acta Unica Europea que se firmó en febrero de 1986 y fijaba oficialmente el 31 de diciembre de 1992 como fecha límite para la realización del mercado interior, es decir una «zona sin fronteras internas». Más importante era, sin embargo, que dicha Acta Unica introducía modificaciones esenciales al Tratado de Roma. Estas modificaciones tenían como objeto mejorar el proceso de toma de decisiones de la Comunidad. Hasta aquella fecha, cualquier decisión del Consejo debía tomarse por unanimidad. El Acta Unica introdujo un cambio de procedimiento al establecer el principio de la mayoría cualificada respecto de las decisiones encaminadas al establecimiento y funcionamiento del mercado interior.

El proceso de liberalización financiera experimentó una aceleración como consecuencia de la Directiva de junio de 1988. Esta Directiva fijaba al 1 de julio de 1990<sup>2</sup> como fecha tope para que los Estados miembros «suprimieran las restricciones a los movimientos de capitales entre residentes de los Estados miembros»<sup>3</sup>. Para Grecia, Irlanda, Portugal y España, se amplió el plazo hasta el 31 de diciembre de 1990 en algunos casos y en otros hasta el 31 de diciembre de 1992<sup>4</sup>. La susodicha Directiva constituyó un paso decisivo hacia adelante. Hasta entonces, los obstáculos a la integración financiera (enumerados en las tablas 1 y 2 ad-

<sup>1</sup> COM(85) 310 final, 14.6.1985.

<sup>2</sup> Artículo 6.1.

<sup>3</sup> Artículo 1.

<sup>4</sup> Anexo IV.

**Tabla I**  
**Control de cambios y medidas similares que afectaban a las transacciones transfronterizas de valores en los países miembros de la OCDE en 1987**

	Operaciones en valores extranjeros Introducción de Valores				Operaciones en valores nacionales Introducción de Valores		
	Mercado primario	Mercado secundario	Compra o venta	Inversiones colectivas	Mercado primario	Mercado secundario	Compra o venta
<i>Comunidad Europea</i>							
Bélgica .....	O	O	O	O	O	O	O
Dinamarca .....	B	O	P	O	O	O	O
Francia .....	X	O	R	O	X	O	O
Alemania .....	O	O	O	O	O	O	O
Grecia .....	X	X	X	X	X	O	O
Irlanda .....	X	X	X	X	X	O	O
Italia .....	X	O	D	D	X	O	O
Luxemburgo .....	O	O	O	O	O	O	O
Holanda .....	O	O	O	O	O	O	O
Portugal .....	X	X	X	X	X	O	O
España .....	X	X	X	X	O	O	O
Reino Unido .....	O	O	O	O	O	O	O
<i>Otros países de la OCDE</i>							
Australia .....	0	0	0	0	0	0	0
Canadá .....	0	0	0	0	0	0	0
Japón .....	0	0	0	0	0	0	0
Suiza .....	0	0	0	0	0	0	0
EE.UU. ....	0	0	0	0	0	0	0

X: Control de cambios

R: Sólo se permiten valores negociados o mercados reconocidos.

D: Fianza requerida.

B: Las restricciones afectan a las obligaciones únicamente.

P: Restricciones parciales.

O: Ninguna restricción.

Fuente: OECD, *International Trade in Services: Securities*.

juntas)<sup>5</sup> eran aún algo general en la Comunidad Europea, a diferencia de lo que ocurría en otros países importantes de la OCDE donde los mercados estaban ya liberalizados. Los obstáculos o controles están clasificados en dos grupos en las tablas. El primer grupo recoge los controles diseñados para limitar los movimientos transfronterizos de valores mediante el establecimiento de distintos tratamientos legales de los activos nacionales y extranjeros. El segundo grupo se refiere a las medidas

adoptadas para limitar las actividades que las empresas y los agentes no residentes pueden desarrollar en los mercados nacionales de capitales.

A partir de mayo de 1992 y conforme a la Directiva del Consejo, el área del Mecanismo de Tipos de Cambio (M.T.C.) estaba casi totalmente liberalizada. Sin embargo, había un problema: la Directiva todavía contenía una «cláusula de salvaguarda» similar a la del Tratado de Roma. Su artículo 3.1 decía: «De producirse movimientos de capitales a corto plazo

<sup>5</sup> Reproducidas de Grilli (1992).

**Tabla 2**  
**Políticas o normas en vigor en 1987**  
**para excluir a empresas no residentes**  
**de actividades relacionadas con valores**

	Mercados primarios	Mercados secundarios	
Bélgica .....	I	III, IV	
Dinamarca .....		III	
Francia .....		III, V	
Alemania .....		II	
Grecia .....		II, VI	
Irlanda .....			
Italia .....		I	II, V
Luxemburgo .....			
Holanda .....			
Portugal .....			
España .....	I	II, V	
Reino Unido .....			
Australia .....	VII	VI	
Japón .....		VII	
Suiza .....			
EE.UU. ....			

I: Las empresas extranjeras sólo pueden proceder a nuevas emisiones cuando se aplique el principio de reciprocidad.

II: Licencia de corredor (*broker*) no concedida a extranjeros.

III: Licencia de corredor (*broker*) limitada a los miembros de la CE.

IV: Ninguna venta directa al público, ventas a inversores institucionales únicamente.

V: Las operaciones en el mercado cambiario deben realizarse a través de corredores (*brokers*) o bancos nacionales locales.

VI: Limitación de la participación extranjera en agencias nacionales de bolsa y cambio.

VII: Sujeto a aprobación previa.

Fuente: OECD, *International Trade in Services: Securities*.

de magnitud excepcional que ejercieran fuertes presiones sobre los mercados cambiarios y dificultaran seriamente la implementación de las políticas cambiarias y monetarias de los Estados miembros, reflejándose especialmente en considerables variaciones de la liquidez interna, la Comisión podrá, previa consulta con el Comité Monetario y el Comité de Gobernadores de Bancos Centrales, autorizar al Estado miembro afectado para que adopte, respecto de los movimientos de capitales indicados en el Anexo II, las medidas protectoras cuyas condiciones y detalles serán definidos por la Co-

misión.» La lista del Anexo II es realmente muy amplia, incluyendo el comercio de valores, cuentas bancarias, fondos de inversión y préstamos y créditos financieros. En caso de agencia, al artículo 3.2 también permite a los Estados miembros tomar dichas medidas protectoras sin la aprobación previa de la Comisión.

¿Era posible que se volvieran a utilizar las cláusulas protectoras para aislar distintos mercados financieros nacionales durante períodos de tiempo prolongados? La verdad es que el artículo 3.4 estipulaba explícitamente que el período de aplicación de las medidas protectoras no debiera superar los seis meses. Pero, ¿con qué rigidez podía aplicarse dicha norma? Los responsables de la política de los países miembros insistieron en que nunca iban a aplicarse dichas medidas, pero los mercados estaban esperando, de alguna manera, que se pusieran efectivamente a prueba, en cuanto ocurriese una emergencia, por ejemplo al estallar una grave crisis fiscal en uno de los Estados miembros o en caso de incoherencias sustanciales entre distintas políticas económicas y monetarias nacionales. La inserción de esta cláusula de salvaguarda no parece haber sido una decisión acertada. Primero, pone en duda el compromiso real de los Estados miembros de llevar a cabo el proyecto de liberalización de los mercados. Segundo, ni siquiera es evidente que con el restablecimiento provisional de los controles de capitales se lograría proteger a las autoridades monetarias contra los movimientos de fondos especulativos. Como se comenta en Grilli y Hamai (1989), una vez completamente liberalizados los mercados financieros, es difícil restringir eficazmente los movimientos de activos nacionales. En realidad, la liberalización permite la acumulación en el extranjero de una cantidad considerable de activos nacionales, que resulta difícil controlar. Además, la posibilidad de la aplicación de dichas medidas temporales puede provocar una salida de capitales o una diversificación inter-

nacional de la cartera mayor de la que se produciría de no existir tal oportunidad.

El caso, sin embargo, es que, a pesar de que el escepticismo estaba generalizado entre los analistas y operadores, cuando surgió la fuerte crisis especulativa del verano de 1992, fue tan intensa y rápida que llevó a los países más débiles a una reacción aún más drástica: el 16 y el 17 de septiembre, el Reino Unido e Italia suspendieron su adhesión al MTC por un tiempo indefinido.

La serie de acontecimientos que condujeron al desmantelamiento del MTC comenzó cuando Dinamarca rechazó (el 6.2.92) el Tratado de Maastricht que definía los criterios de convergencia a satisfacer por los países miembros para poder entrar en la Unión Económica y Monetaria, y que se estudiarán en detalle más adelante. Los problemas dentro del MTC no acabaron sin embargo con la crisis de 1992. Seguía patente la incompatibilidad entre la voluntad alemana de mantener una política monetaria ajustada y el intento de otros países de contrarrestar una recesión ya calificada de fuerte. Posteriormente, el 1 de agosto de 1993, las bandas de fluctuación de las monedas respecto de sus paridades centrales dentro del MTC fueron ensanchadas (+/- 15 %) para todas las divisas, excepto las de Alemania y Holanda. Estos dos países funcionan con una banda de fluctuación extraoficial de un 0,5 %, mientras que se mantiene inalterada su banda oficial de un 2,25 % dentro del MTC.

Si bien el proceso hacia la Unión Monetaria Europea fue parcialmente interrumpido en el primer semestre de 1993, como consecuencia inevitable de la crisis cambiaria, la unificación monetaria seguía siendo un objetivo primordial de la Europa continental y se reanudó el debate acerca de nuevas cuestiones que se examinarán a fondo en la segunda parte de este estudio.

Hasta la fecha, ningún paso atrás institucional ha sido explícitamente dado por los Estados miembros, después de la crisis cambiaria, para intentar frenar el proceso endógeno de integración financiera y de liberalización de los capitales en Europa. Desde finales de 1994, y con excepción de España justo después de la crisis de 1992, ningún país ha reinstaurado los controles de capitales ni las restricciones monetarias y la integración de los mercados de capitales sigue avanzando tanto a nivel europeo como a nivel mundial.

No obstante, aparte de las reglamentaciones explícitas, hay otros factores menos evidentes que obstaculizan la integración e internacionalización de los mercados financieros. La organización institucional de las entidades financieras varía de un país a otro. A empresas creadas y estructuradas para funcionar en un entorno institucional determinado les puede resultar muy caro su adecuación a las prácticas y reglamentos en vigor en otros países. Reglamentaciones diferentes combinadas con una infinidad de hechos históricos propios de cada país hacen que los mercados financieros nacionales todavía estén muy lejos de ser homogéneos, incluso sin la presencia de controles manifiestos de los capitales o tipos de cambio. Cuánto tiempo, en qué condiciones y dentro de qué límites permanecerán los mercados financieros europeos parcialmente segmentados y geográficamente separados es algo difícil de prever. Pero no cabe duda de que el paso definitivo hacia una moneda única y a un Banco Central Europeo responsable de la política monetaria de todo el área entrañará una profunda remodelación del panorama actual.

De todos modos, es de notar que la liberalización de los mercados de capitales por sí sola no garantiza su eficacia financiera. Para dar un ejemplo actual, la Unión Europea<sup>6</sup> ha sido

<sup>6</sup> Esta nueva denominación sustituyó, en 1994, a la antigua Comunidad Europea.

incapaz de llegar a un consenso sobre dos temas afines que son vitales para que la liberalización sea realmente eficaz: el secreto bancario y la retención del impuesto sobre rentas del capital. Como lo subrayamos más adelante (I.<sup>a</sup> Parte), la retención de impuestos sobre intereses y dividendos pagados a los no residentes varía sustancialmente en los diferentes Estados miembros y, a este efecto, los residentes de un país de la UE son considerados no residentes en otro país miembro. De modo similar, las leyes sobre el secreto bancario varían considerablemente dentro de la Unión. En 1981, Luxemburgo promulgó una ley de secreto absoluto, equiparable en este sentido con la de Suiza. En el Reino Unido y en Alemania se reconoce y aplica el principio del secreto bancario, aunque en menor grado que en Luxemburgo. En otros países, como Francia e Italia, la confidencialidad bancaria no existe en absoluto. La falta de todo sistema de declaración directa de los intereses cobrados en el extranjero y la existencia, en algunos casos, de la protección adicional que ofrecen las leyes de confidencialidad hacen que este tipo de ingresos, en su mayoría, pasen inadvertidos y,

por lo tanto, ofrezcan una oportunidad de evasión fiscal. El peligro es que los movimientos internacionales de capitales no dependan de la rentabilidad relativa del capital sino de consideraciones en torno a la elusión de impuestos.

En 1989, la Comisión propuso<sup>7</sup> limitar la expansión de la evasión fiscal y su efecto de distorsión sobre los movimientos de capitales mediante la recaudación de un impuesto en origen mínimo de un 15 % sobre los intereses pagados a todos los residentes de la UE. Desde el principio, dicha propuesta fue rechazada por países, como Luxemburgo y el Reino Unido, que se caracterizan por niveles de imposición muy bajos y por sectores financieros bastante amplios<sup>8</sup>. A principios de 1989, Alemania aplicó una pequeña retención (10 %) impositiva sobre las rentas de capital. Inmediatamente, esta medida dio lugar a una salida masiva de capitales que sólo se consiguió parar con la supresión de dicho impuesto. Esta experiencia llevó a Alemania a adherirse al punto de vista de Luxemburgo y del Reino Unido, lo cual significa que va a resultar difícil llegar a un acuerdo satisfactorio en estas materias.

<sup>7</sup> COM(89) 60 final, 8.2.89.

<sup>8</sup> Argumentaban que semejante medida no tendría por efecto el impedir la evasión fiscal, sino desviar los ahorros

de la Comunidad hacia otros paraísos fiscales, con la subsecuente pérdida neta de negocios para la CE.

## **PRIMERA PARTE:**

### **MICROECONOMIA DE LA INTEGRACION FINANCIERA Y MONETARIA**

En esta sección se analizan varias cuestiones con el fin de presentar una imagen detallada del estado actual de la integración financiera en Europa, a través del estudio de los últimos cambios y progresos realizados y que posiblemente han transformado todo el área con respecto a su situación en los años ochenta. Empezamos con la simple observación de que las actividades de intermediación financiera y las operaciones en los mercados de capitales tienden a estar concentradas en unos pocos Centros Financieros (Londres, Amsterdam, Frankfurt y París, por ejemplo) y no están homogéneamente distribuidas en todo el territorio. Tras sugerir la razón fundamental de este fenómeno, profundizamos en el análisis de los distintos mercados financieros operativos en esos centros. Examinamos tanto el Mercado de Divisas como varias Bolsas europeas donde se negocian obligaciones y acciones.

Para medir el nivel de integración financiera, proponemos comparar las correlaciones cruzadas entre los índices bursátiles de distintos países. Una mayor correlación entre los índices bursátiles y entre las tasas de rendimiento de los bonos puede significar una mayor integración financiera; cuando los movimientos internacionales de capitales son libres y existe una gran cantidad de información barata accesible a los inversores, la segmentación de los mercados financieros tiende a desaparecer y estos mercados deberían registrar un aumento de co-movimientos. La situación de hoy en día es tal que los inversores expertos actúan simultáneamente en varios países donde tienen libertad y están listos para mover rápidamente grandes cantidades de fondos con el fin de aprovechar, en tiempo real, cualquier oportunidad de arbitraje ventajosa que descubran.

Además, la estructura de los beneficios también queda afectada por el régimen de los tipos de cambio ya que las expectativas de apreciación o depreciación de una moneda contribuyen de manera importante a la evaluación por el mercado de los rendimientos de los activos. Por este motivo, hemos dividido nuestras series de datos sobre rendimientos de bonos e índices en varios subperiodos para resaltar los efectos financieros de la crisis de 1992 en el régimen de los tipos de cambios establecido en el SME en 1979.

Dada la importancia de los bancos en la intermediación financiera de fondos entre grupos excedentarios y grupos deficitarios, hemos decidido observar el proceso de integración de los sectores bancarios en la Unión Europea. Presentamos pruebas cruzadas de los desarrollos en curso en los sectores bancarios de distintos países, pues son necesarias tanto para entender el alcance de la integración como para prever el futuro marco de las actividades bancarias en Europa. Se estudian las diferencias y similitudes entre los mercados nacionales de los Estados miembros. Sin embargo, la comparación cruzada de los sistemas financieros de diferentes países es una tarea delicada. En efecto, estos mercados están aún fuertemente regulados y el significado exacto de indicadores similares es discutible. Aun así, empleadas con cautela, diversas variables pueden proporcionar una información valiosa sobre este tema.

### **Centros financieros**

Hoy en día, estamos acostumbrados al concepto y a la existencia de «centros financieros» tales como Londres, Nueva York o Tokio, es decir con la agrupación de distintos tipos de intermediarios financieros en determinados lugares geográficos. Durante los últimos años, se ha asistido a cambios en la importancia relativa de dichos centros y al nacimiento de

nuevas plazas financieras tales como Singapur, Hong Kong y las Bahamas. Mucha gente se pregunta si la integración financiera europea va a aportar más cambios todavía. ¿Se desplazará parte de las operaciones actualmente concentradas en los mencionados centros hacia el mercado recién liberalizado, en pro de una distribución geográfica más igualada de la actividad financiera? O por el contrario ¿se desviará la actividad generada en los países recién liberalizados hacia Londres, Nueva York o Tokio, contribuyendo a ensanchar aún más el foso entre las áreas «financieramente» desarrolladas y el resto del mundo?

Para debatir estas cuestiones, hay que entender, ante todo, el porqué de esta tendencia de las actividades financieras a concentrarse en unos pocos centros. Una razón evidente es que parte del sector tiende a desplazarse hacia lugares que ofrecen un entorno legal particularmente favorable. Ejemplos de este tipo de entorno los dan las zonas francas tales como Nassau y las Islas Caimán. Estas zonas son especialmente atractivas por la ausencia de impuestos sobre la renta, impuestos sobre sociedades e impuestos sobre las rentas del capital, así como por la existencia del secreto bancario. Sin embargo, las ventajas en la regulación no son el único factor; de lo contrario, no se podría explicar la supremacía de una plaza como Londres donde la estructura tributaria es mucho menos benévola que en las zonas francas.

Independientemente de un entorno institucional especial, se puede explicar la aglomeración de actividades financieras por la existencia de rendimientos sectoriales crecientes debido, por ejemplo, a externalidades por la amplitud del mercado o a efectos de liquidez. Al reconocer que la productividad de una empresa depende del tamaño del mercado en el que está operando, este enfoque permite tener una visión interesante del crecimiento y de la concentración de los mercados financieros. Es im-

portante destacar la diferencia entre el concepto habitual de las economías de escala, que se refiere a las características productivas internas de una empresa, y el tipo de economías de escala externas que, a nuestro juicio, resultan ser importantes en este caso. Las economías de escala de este tipo no se generan por el volumen de producción propio de la empresa, sino por el número y el tamaño de las demás empresas que operan en el mismo mercado.

Los centros financieros son redes complejas formadas por varios tipos de intermediarios financieros y empresas especializadas que actúan y se influyen mutuamente en mercados estrechamente relacionados. Cuanto mayor sea la extensión de dichos mercados, mejores son las vías de comunicación establecidas entre ellos, mayor es el número de agentes que operan en ellos y más fácil resulta encontrar oportunidades de negocio y socios comerciales. Semejante entorno facilita no sólo el proceso de adecuación a los requisitos de los clientes, sino también la respuesta a las necesidades de recursos humanos. De hecho, la existencia de un gran mercado garantiza la formación y, por ende, la disponibilidad de una mano de obra cualificada, factor esencial para el éxito en este mercado altamente especializado.

Dado que la productividad de la industria financiera depende tan decisivamente del tamaño del mercado, las grandes economías industrializadas podrían contar con ventaja para atraer a las sociedades financieras del resto del mundo. Por haber desarrollado antes unos mercados financieros domésticos amplios, ya generaron las externalidades derivadas de la amplitud del mercado, que ayudan a atraer a las empresas extranjeras. Es por esta razón por la que el tamaño de una economía importa realmente y es por ello por lo que los cuatro mayores centros financieros internacionales (Londres, Nueva York, Tokio y París) son tam-

bién los centros financieros de cuatro de las cinco mayores potencias económicas.

Aunque estos tipos de factores externos nos permiten comprender por qué las actividades financieras no están repartidas uniformemente en el mundo y por qué, en cambio, tienden a concentrarse en unos pocos «puntos calientes», otras cuestiones importantes permanecen sin contestar. Por ejemplo, ¿por qué hay tal concentración de sociedades financieras en Londres y en Nueva York y no en Madrid o Boston? ¿Puede cambiar la ubicación de esos centros y tendrá la integración europea semejante efecto?

Explicar la situación geográfica concreta de los centros financieros es una tarea difícil. Como se ha indicado anteriormente, las diferencias entre los distintos entornos económicos e institucionales son importantes. Por consiguiente, las decisiones tomadas en materia de política económica en estas áreas contribuyeron claramente a la evolución del panorama financiero mundial actual. Además, consideraciones puramente geográficas, como es el uso horario al que pertenece un país, son también decisivas. Por otra parte, existe toda una serie de sucesos históricos que abarcaron varios siglos y conformaron la situación actual y de los que es imposible librarse. En general, los modelos económicos basados en factores externos relacionados con la dimensión del mercado soportan una multiplicidad de posibles equilibrios y no proporcionan ningún criterio de diferenciación.

Si es que las externalidades de aglomeración son importantes, entonces se puede esperar que la liberalización favorecerá a aquellos países que tengan mercados desarrollados. Ninguna empresa abandonará un gran centro financiero simplemente para beneficiarse de la pequeña reducción de sus costes internos que le sea posible conseguir en otra plaza alternativa, ya que, de hacerlo, debería sacrificar im-

portantes ventajas externas. Un traslado sólo merecería la pena si la mayoría de las demás empresas también se movieran. La existencia de externalidades por amplitud del mercado tiende a generar, por tanto, grandes fuerzas de inercia en la industria, lo que impide el desplazamiento de los mercados hacia otros lugares potencialmente más favorables. Semejante traslado sólo podría ocurrir en circunstancias extremas y tan extremas que inciten a todas las empresas a irse simultáneamente. Sin embargo, para ello quizás sea imprescindible un comportamiento muy agresivo por parte de los demás Gobiernos europeos, implicando la adopción de reglamentaciones parecidas a las que se hallan en vigor en las zonas francas, lo que parece ser totalmente incompatible con el espíritu de la integración europea.

Esta argumentación lleva a pensar en la improbabilidad de que la supremacía de Londres se vea contestada. Pero hay un riesgo, unido éste a lo que finalmente decida el Reino Unido acerca de su entrada en la Unión Monetaria Europea. En efecto, una decisión británica de quedar fuera de la Unión Monetaria podría mermar el atractivo de Londres como centro financiero europeo y actuar como catalizador del traslado generalizado de las sociedades financieras al continente donde Amsterdam, Frankfurt y París tienen las mayores probabilidades de convertirse en plazas alternativas.

## **Mercado de divisas**

El Mercado de Divisas es un vasto mercado abierto casi ininterrumpidamente a nivel mundial, desde el lunes por la mañana en Nueva Zelanda hasta la tarde del viernes en Nueva York, cada semana del año. Según un estudio (1992) del Banco de Pagos Internacionales (BPI), el mercado continuó creciendo en los últimos años, como puede apreciarse en la tabla 3. En seis años, su volumen diario total de transacciones pasó de 206 miles de millones

de USD en 1986 a 641 en 1992. Además, Londres sigue desempeñando su papel tradicional de mercado de divisas más importante tanto de Europa como del mundo entero. Las cifras diarias reproducidas en la tabla 3 son estimaciones netas de doble contabilización por contrapartidas interbancarias; el volumen bruto de operaciones cambiarias puede fijarse en 880 miles de millones de USD en 1992.

**Tabla 3**  
**Dimensión y evolución del Mercado de Divisas**

Miles de miles de millones de USD

	1992	1989	1986
Londres .....	300	187	90
Nueva York .....	192	129	58,5
Tokyo .....	126	115	48
<b>Total .....</b>	<b>641</b>	<b>446</b>	<b>206</b>

Fuente: Estudio BPI. Los valores medios diarios son estimaciones excluida la doble contabilización por contrapartidas interbancarias.

Uno podrá apreciar mejor la dimensión de este mercado, sabiendo que el volumen de negocios mensual medio en el Mercado de Divisas alcanza casi los 20 billones de USD, casi 30 veces más que el valor mensual del intercambio global de bienes y servicios. En la tabla 4 se comparan el volumen de negocio de distintos centros financieros y el valor estimado de las transacciones comerciales realizadas en dichos centros. Aunque la información se refiere al año 1989, es aún perfectamente representativa de la realidad actual. Como puede observarse, el volumen de operaciones en el Mercado de Divisas es enorme en comparación con la que se deriva de las transacciones comerciales. Estos datos confirman la opinión muy difundida según la cual las corrientes estrictamente financieras tienden a empequeñecer la incidencia de las corrientes relativas al comercio internacional. Ahora bien, se sugiere cierta precaución en la interpretación de los

datos basados en estudios. De hecho, es probable que el estudio del BPI sobreestime, de algún modo, el peso real del Mercado de Divisas. Como se destaca en un estudio realizado recientemente por la Swiss Bank Corporation<sup>9</sup>, una gran parte de las actividades de este mercado se refiere a operaciones entre los propios bancos y una transacción de, pongamos, USD 100M realizada por un cliente no bancario puede resultar en un volumen de negocio más próximo a USD 1.000M para el mercado en su conjunto.

**Tabla 4**  
**Volumen de Operaciones en Divisas y Tráfico de Mercancías en los principales Centros Financieros**  
(miles de millones de USD) – 1989

Centro Financiero	Transacciones de Divisas	Operaciones comerciales
Reino Unido .....	3.740,0	54,4
Estados Unidos .....	2.580,0	101,6
Japón .....	2.300,0	61,5
Singapur .....	1.100,0	8,0

Fuente: BPI. Las cifras indicadas corresponden a medias mensuales.

## Bolsas y mercados de valores

Los modernos mercados de capitales requieren de las infraestructuras necesarias para el encuentro eficaz entre vendedores y compradores. Las Bolsas que funcionan en las economías industrializadas constituyen los centros naturales donde pueden implantarse y desarrollarse dichas infraestructuras. Además, los intermediarios institucionales y los agentes están trabajando, hoy en día, simultáneamente en prácticamente todos los mercados. Dotados de una red extraordinaria de información y de

<sup>9</sup> «The Foreign exchange market after the crisis of 1992-93», SBC, Oct. 1993.

negocios, estos agentes contribuyen considerablemente al proceso de integración financiera internacional. Prácticamente todos los días se desarrollan nuevos instrumentos financieros y nuevas técnicas operativas que, a menudo, están diseñadas para eludir las reglamentaciones en vigor en los distintos países.

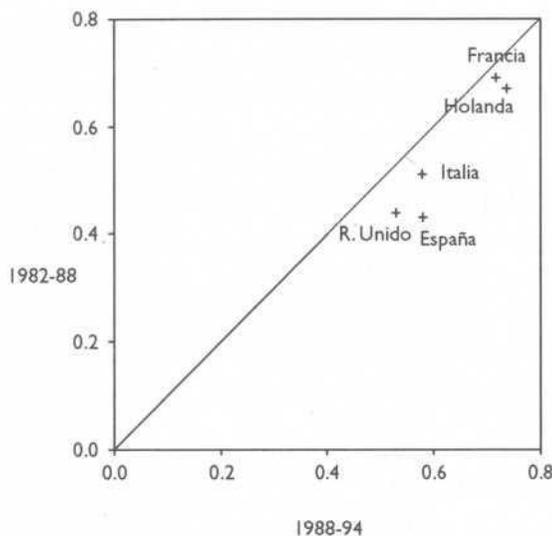
El proceso de integración ha progresado constantemente en los últimos años a pesar de las crisis políticas y económicas que han remodelado la geografía de Europa. Estos acontecimientos importantes pueden frenar el proceso durante un corto período de tiempo, pero éste vuelve a reanudarse poco después a un ritmo mayor en cuanto los mercados entienden los nuevos escenarios y son capaces de evaluar el impacto de los cambios sobre las distintas economías así como a nivel de la comunidad internacional.

El gráfico I muestra las correlaciones medias de los índices Morgan Stanley de las principales Bolsas Europeas para los dos períodos de 1982-88 y 1988-94<sup>10</sup>. El dibujo representa las correlaciones entre los índices de los países seleccionados y el índice de Alemania<sup>11</sup>. En los últimos seis años, las correlaciones son superiores a las del período anterior, un resultado coherente con el sentimiento de que el proceso de integración financiera acerca a los mercados de capitales europeos cada vez más.

Un análisis más detallado revela que las mayores correlaciones entre las Bolsas se verificaron a finales de los ochenta y a principios de los noventa, antes de la crisis del SME. La tabla A2 presenta los datos referentes a los años 1988-94 en dos subperíodos. Una fuerte integración siguió caracterizando a Alemania, Fran-

<sup>10</sup> Hemos tomado primeras diferencias en los datos mensuales de los distintos índices, ya que mostraban claramente una componente de tendencia. Ello casi equivale a dar por sentado que los precios de los valores siguen una trayectoria aleatoria.

**Gráfico I**  
**Correlaciones entre los índices MS de las Bolsas de los países seleccionados y el índice MS de Alemania**



cia y Holanda hasta incluso un pasado próximo. En cambio, las correlaciones entre Italia y todos los demás países se redujeron espectacularmente, reflejando no solamente la ruptura del MTC y la recesión más duradera en ese país, sino también la influencia negativa de la mayor inestabilidad política que reinó durante los dos últimos años. Puesto que los mercados de capitales internacionales parecen tener menos esperanzas en una recuperación política estable, para Italia el peligro de perder el tren europeo podría convertirse en algo más que una preocupación puramente académica.

En cuanto al volumen de transacciones en los mercados europeos la supremacía de Lon-

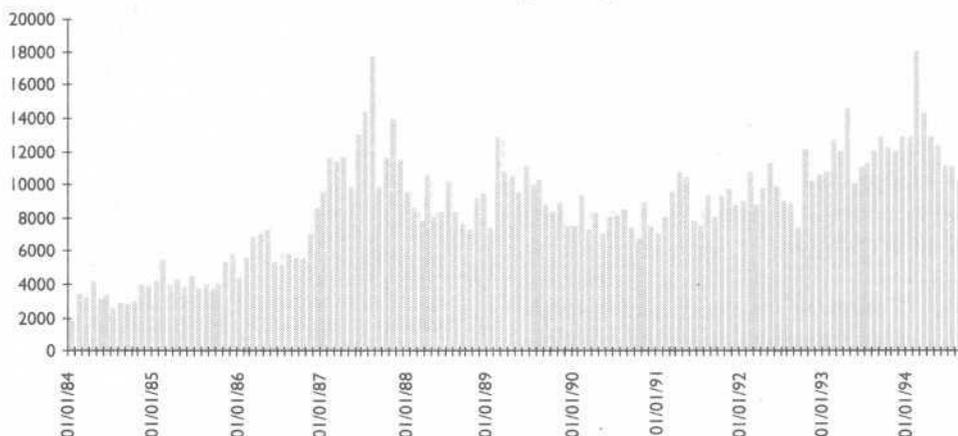
<sup>11</sup> En la tabla A1 incluida en el Anexo adjunto, se indican otras correlaciones cruzadas, pero el mensaje es parecido.

dres sigue incontestada. En la Bolsa Internacional de Valores de Londres, el volumen de acciones negociadas registra un crecimiento moderado pero constante (gráfico 2).

La liberalización financiera tuvo un efecto más espectacular en otros países. Es así como, en los últimos tres años, otros mercados eu-

interrupciones naturales cada vez que empeoran las condiciones económicas y políticas internacionales, pues éstas se traducen inmediatamente en una mayor volatilidad e inseguridad del mercado. Para los principales países, exceptuando recientemente a Italia y, en parte, a España, la integración de los mercados de obligaciones aumentó constantemente con el

**Gráfico 2**  
**Volumen de acciones negociadas en la Bolsa Internacional de Valores de Londres (miles)**



ropeos (Amsterdam, Frankfurt y París) empezaron a crecer rápidamente. Si bien el interés reciente de los inversores por otras Bolsas situadas en el Continente no parece haber tenido, hasta ahora, un efecto nefasto para la Bolsa de Londres, esto podría cambiar en el futuro, sobre todo si el Reino Unido decidiera no adherirse al proyecto europeo.

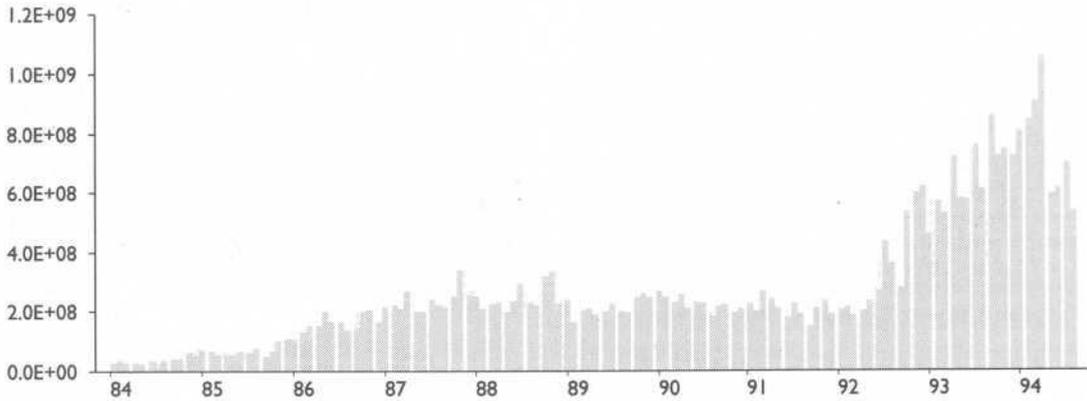
### **Mercados de obligaciones**

El análisis de los mercados de obligaciones de renta fija en distintos países confirma la conclusión, sacada en el capítulo anterior, de que ha habido una tendencia general positiva hacia la integración financiera en Europa y en el mundo. Desde luego, dicho proceso sufre

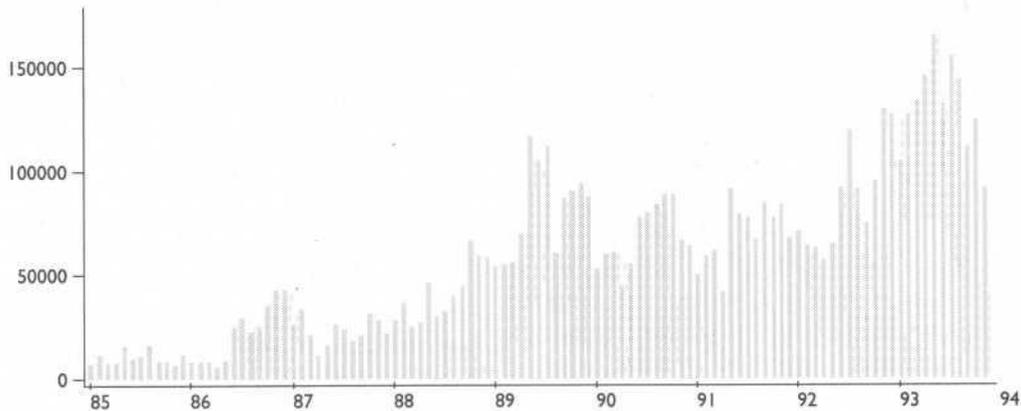
paso del tiempo. Esta evolución es más patente si se considera un período de tiempo bastante largo. En la tabla 5 se reproducen los coeficientes de correlación de las tasas de rendimiento de las obligaciones a largo plazo para distintos países de la UE, Canadá y Japón en comparación con la tasa de rendimiento de bonos a largo plazo de los EE.UU. desde 1970 hasta 1994. Como se puede observar, todos los coeficientes suben con el tiempo, excepto los de Italia. El caso de Italia, sin embargo, puede explicarse, en parte, por la salida de ese país del MTC, en parte, por la acumulación de una gran deuda pública y, en parte, por la inestabilidad política que está sufriendo el país, siendo todos ellos factores que han repercutido sensiblemente en el comportamiento de los coeficientes italianos.

# Gráficos del Volumen de Negocios de varias Bolsas europeas expresado en las respectivas monedas nacionales

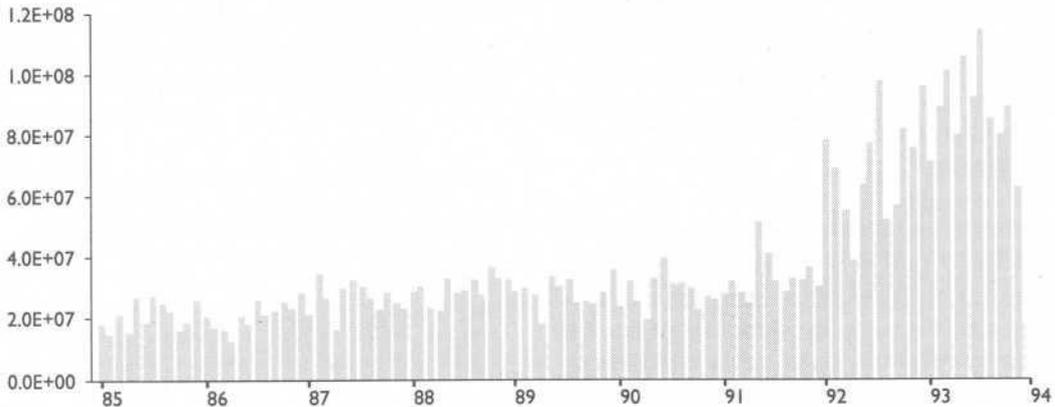
## Bolsa de París - Total del Mercado - Volumen de negocio en miles de francos



## Bolsa Nacional de Frankfurt - Volumen de negocio en millones de marcos



## Bolsa de Amsterdam - Volumen de negocio en miles de florines



**Tabla 5**  
**Correlaciones de las tasas de**  
**rendimiento de los bonos del Estado**

	1970-79	1980-89	1990-94
Francia .....	0,409	0,907	0,928
Alemania .....	0,191	0,908	0,934
Italia .....	0,660	0,851	0,593
Holanda .....	0,405	0,866	0,913
Reino Unido .....	0,590	0,793	0,949
Canadá .....	0,930	0,947	0,962
Japón .....	0,182	0,826	0,965

Correlación entre las tasas de rendimiento de los bonos a 10 años de estos países y de los EE.UU.

Fuente: Banco de Inglaterra. Extracto de FMI, ICM 94.

El gráfico 3 muestra las correlaciones menores en los mercados europeos de obligaciones, después de la crisis de los tipos de cambio dentro del SME; se basa en los índices JPM de los bonos del Estado, que sólo incluyen aquellos títulos líquidos que son elegibles como puntos de referencia. Las cifras (todas las correlaciones cruzadas están recogidas en la tabla A3 del Anexo adjunto) ponen de manifiesto el papel importante desempeñado en Europa por los tipos de cambio fijos al arrastrar con ellos los tipos de interés internacionales. Una mayor flexibilidad, por contra, permite que los Estados miembros vuelvan a tener un mayor control de los tipos de interés nacionales, pudiendo utilizarse éstos para alcanzar otros objetivos de su política. De hecho, después de 1992, las correlaciones cruzadas no cambiaron sustancialmente sólo en aquellos países que aceptaron explícitamente sujetarse a la política monetaria alemana.

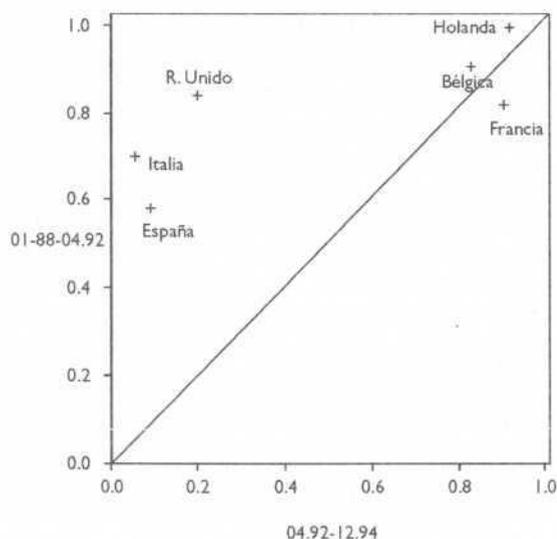
A modo de resumen de lo expuesto arriba, se puede decir que el proceso de integración de los mercados financieros sigue desarrollándose a un ritmo de crecimiento sostenido. Un ejemplo muy reciente, como es la crisis mexicana, demuestra que ya no se puede hablar de

mercados nacionales aislados. En la actualidad, cualquier alteración tiene en seguida importantes repercusiones en todas las partes del mundo; las malas noticias en el sector de las finanzas se propagan rápidamente desde el país en que brotaron. Y tales incidencias no afectan únicamente a países tradicionalmente unidos por sus estrechos vínculos comerciales. Como consecuencia, las reacciones de las Bolsas y de los Mercados de Obligaciones se están co-moviendo cada vez más por los distintos países y, en especial, en los principales centros financieros donde los mismos actores entran en juego.

### Integración bancaria

La integración de los sectores bancarios en la Unión Europea es sin duda uno de los temas más importantes que deseamos examinar en este estudio, dado el papel trascendental de

**Gráfico 3**  
**Correlaciones de los índices**  
**JPM de obligaciones**  
 (en relación con el índice alemán)



los bancos como proveedores intermediarios de fondos. Desde el punto de vista de los balances sectoriales, los sectores privados no financieros de los países de la UE obtienen una gran parte de su financiación externa de los bancos (tabla A4). Muchos factores han contribuido a la debilidad estructural comparativa que ha caracterizado durante largo tiempo, y al menos hasta hace poco, a varios mercados de capitales europeos, con respecto a la economía estadounidense, y a la implantación del rol primordial de los bancos en la financiación del sector empresarial. Entre dichos factores cabe destacar sin duda los siguientes:

1) la organización de los sistemas bancarios con distintas instituciones de crédito especiales cuyo objeto es el de proporcionar dinero a largo plazo a las empresas o facilidades de financiación especiales a determinados sectores de la economía (agricultura, comercio, construcción);

2) el papel de la financiación pública que en la mayoría de los países ha efectivamente suplantado las emisiones privadas a corto y largo plazo;

3) la inclinación tradicional de las empresas europeas a establecer con los bancos unas relaciones estrechas cliente-agente, en oposición a la fragmentación de su deuda en el mercado. Se ha explicado dicho fenómeno como una forma de reducir las asimetrías de la información y los problemas causados por la necesidad de los prestamistas de controlar a los prestatarios privados <sup>12</sup>.

<sup>12</sup> Diamond (1984), Gale-Hellwig (1985) y Myers-Mayluff (1984) ofrecen análisis teóricos de la intermediación financiera endógena y de las estructuras financieras corporativas que se originan en problemas de información asimétrica. Los interesados en un estudio sobre el papel de la estructura financiera en el funcionamiento real de la economía pueden consultar a Gertler (1988). Las implicaciones de la política monetaria están resumidas en Hubbard (1994) y Kashyap-Stein (1994).

Por un lado, se puede considerar que el mercado de capitales en Alemania se ha hundido, en gran parte, en el sistema bancario. Por otro lado, en Francia e Italia, aunque en menor medida, hay un predominio de los bancos sobre los mercados de capitales, en cuanto a la provisión de créditos a las empresas no financieras. En Francia, sin embargo, se ha asistido recientemente a una transformación progresiva del sistema financiero hacia una menor dependencia de los intermediarios financieros <sup>13</sup>.

Ahora bien, hay que tomar precauciones a la hora de comparar distintos sistemas financieros únicamente en base a sus características institucionales. En efecto, ocurre a menudo que instituciones de tipo similar desempeñan papeles diferentes en distintos países. Este es el caso, por ejemplo, de los bancos universales holandeses que, a pesar de tener una estructura similar a sus homólogos alemanes, realizan funciones más tradicionales, mientras que la financiación empresarial a largo plazo es asegurada por inversores institucionales principalmente. De hecho, es posible disponer de préstamos a largo plazo mediante la emisión directa de obligaciones en los mercados de capitales, aunque esta fuente de financiación está reservada a grandes empresas muy conocidas.

El estado actual de la integración del sector bancario en Europa lo resumen algunos indicadores interesantes. Una primera fuente de información contempla el peso de los sectores bancarios y de seguros combinados en distintos países europeos, medido en términos de

<sup>13</sup> Como respuesta a la activación de los mercados de dinero y de capitales, los bancos empezaron, a mediados de los años ochenta, a ofrecer fondos de inversión y algunos de los antiguos depósitos fueron colocados en el mercado de obligaciones; en 1988, se modificó el activo de los balances de los bancos franceses al poder éstos proceder a la titularización de los préstamos bancarios (Fonds commun de créances). Ver Kaufman (ed.), 1992.

su contribución al empleo nacional total en 1992 (tabla A5): Bélgica registra la cifra relativa más alta (5,3 %). En Grecia e Italia, en cambio, la participación de estos dos sectores en el empleo, con un 2,1 %, está muy por debajo de la media europea que se sitúa en torno a un 3,6 %.

Los datos de la OCDE sobre el número de instituciones, oficinas y empleados en la Banca en Europa están recogidos en la tabla A6<sup>14</sup>. Aunque el conjunto de datos se refiere a distintos tipos de bancos en los Estados miembros, parecen posibles algunas comparaciones parciales. Por ejemplo, se dan los datos acerca de los bancos comerciales de siete países (Bélgica, Alemania, Grecia, Italia, Luxemburgo, España y el Reino Unido). En Italia, España y Holanda, el número de instituciones en actividad es similar; sin embargo, el número de oficinas y de empleados varía considerablemente de un país a otro. El Reino Unido es el país que, como puede apreciarse, tiene el mayor número promedio de oficinas (300) pertenecientes a una misma entidad, mientras que España tiene el índice de empleados por oficina más bajo de todos los demás países seleccionados.

En las tablas A7-A8<sup>15</sup> se dan más detalles sobre la concentración de mercado en el sector bancario y sobre la dimensión media de los bancos europeos. Concretamente, los principales bancos italianos y españoles parecen tener dimensiones medias comparables, relativamente más pequeñas que las de los bancos de los demás países europeos estudiados. Además, con sólo ocho entidades clasificadas entre las 300 primeras del mundo, el mercado español es más concentrado que el italiano. Los cinco primeros bancos de España representan aproximadamente el 55 % del activo total del sector bancario, mientras que este porcentaje, para sus homólogos italianos, es inferior al

40 %. Mientras una baja concentración de mercado caracteriza al sistema bancario alemán, donde los 10 mayores bancos intermedios sólo el 58 % del activo total de los bancos, Holanda es el país con la mayor concentración: los tres primeros bancos holandeses poseen el 86 % del activo total de los bancos.

Desde la segunda mitad de los años ochenta, la mayoría de los países europeos empezaron a suprimir las barreras que limitaban los movimientos de capitales en la Unión, aunque se había planeado el comienzo de la integración total de los mercados financieros para enero de 1993. Según el Informe Delors (1989), la abolición de los controles de capitales debía ser efectiva en julio de 1990, pero, en realidad, muchos países se adelantaron a la fecha tope oficial. Dado que países como Italia, Francia y España aplicaron frecuentes controles a lo largo de los años setenta y ochenta, es fácil entender las recientes discusiones y preocupaciones generalizadas acerca de la evolución y transformación de la industria financiera y, en particular, de las actividades bancarias.

Se esperaba que la liberalización de 1990-92 iba a actuar de dos formas principalmente. Primero, mediante el tratamiento simétrico de las instituciones bancarias nacionales y extranjeras (europeas), especialmente en cuestiones de apertura de nuevas sucursales y de adquisición de agencias existentes. Segundo, al dar a los individuos total libertad para elegir a bancos situados en el extranjero para sus depósitos o préstamos.

En teoría, ambos tipos de actuaciones debían haber favorecido la competencia en los países miembros, pero el interés por el primero fue, de algún modo, limitado (véase Grilli, 1989). Eso no quiere decir que no se hayan realizado inversiones extranjeras directas en la

<sup>14</sup> En esta misma tabla, se indican los datos de 1985 a efectos de comparación.

<sup>15</sup> Datos proporcionados por «The Banker» que clasifica a los 500 primeros bancos del mundo.

Banca, ya que de hecho las hubo. Al contrario, el fenómeno ya existía desde 1985 y ganaba importancia; sin embargo, era considerado más como parte de un movimiento general a nivel mundial hacia la integración financiera que como un fenómeno relacionado con el proyecto «Europa 1992». En realidad, durante ese período, las leyes discriminatorias para las instituciones financieras no residentes, que existían, dejaron de ser aplicadas en muchos países de la UE. Las restricciones a la apertura de sucursales sólo subsistían en España (donde se autorizaba un máximo de tres sucursales por entidad bancaria extranjera), mientras que había límites a la participación en, y a la adquisición de, bancos nacionales por instituciones no residentes, sin acuerdo previo, establecidos únicamente en España (un 50 % del capital) y en Francia (un 20 %). No obstante, 37 bancos extranjeros estaban operando en España en 1986 y, en Francia, en 1983, de un total de 289 bancos, 119 eran controlados por extranjeros.

### *Fusiones y Adquisiciones*

De todos modos, el 1 de enero de 1993, quedaron abolidas todas las restricciones legales a cualquier forma de integración bancaria y financiera. Pero, según el análisis de las Fusiones y Adquisiciones (F&A) en el sector bancario europeo durante el período 1986-1994, estas operaciones, en su mayoría, se llevaron a cabo a nivel nacional. Sorprendentemente, esta tendencia parece haberse reforzado desde la liberalización de los mercados. En los años noventa, el número de F&A nacionales en el sector bancario fue cuatro veces el de las operaciones internacionales, cuando había sido 2,5 veces superior en el período 1986-88.

<sup>16</sup> La UE utiliza un banco de datos (AM-data) que proporciona información sobre las participaciones mayoritarias y minoritarias de los bancos europeos en todos los

Los gráficos 4 y 5 muestran la preponderancia de las F&A nacionales sobre las inversiones internacionales en el sector bancario.

Hemos utilizado los datos de la UE sobre participaciones bancarias internacionales<sup>16</sup>. Una primera clasificación se basa en la nacionalidad del adquirente (tabla A9). Entre 1986 y 1994, los bancos franceses fueron los más activos del mercado, con 110 adquisiciones; un análisis completo muestra que los bancos británicos ocupan el segundo puesto (con 95 operaciones) seguidos por los holandeses (41), los alemanes (39) y los italianos (31). Ahora bien, si se realiza la clasificación teniendo en cuenta el valor global de las operaciones, las posiciones cambian completamente. Holanda ocupa la primera posición, al haber adquirido, en ese mismo período, participaciones por valor de 6,4 miles de millones de ECU, mientras que el valor global de F&A alcanzó los 4,9 miles de millones en el Reino Unido, 3,9 en Francia, 3,5 en Alemania y 0,9 en Italia. De todas formas, el valor informativo de este segundo indicador debe manejarse con mucho cuidado; en efecto, el valor de muchas transacciones es estrictamente confidencial y el peso de datos no disponibles podría ser enorme.

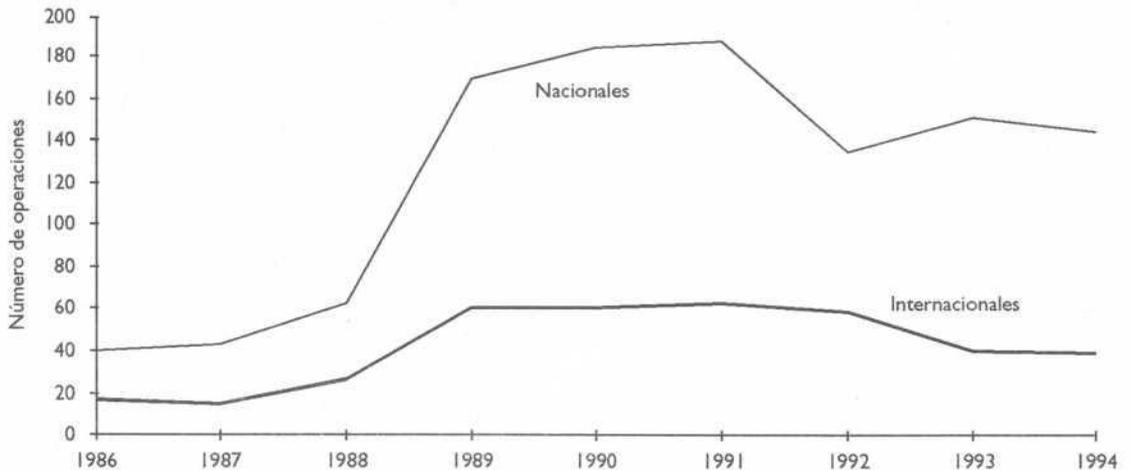
Existe otra clasificación interesante: la que consiste en ordenar los datos según la nacionalidad del banco «objetivo» (tabla A10). Si tenemos en cuenta los bancos nacionales que fueron el objeto de adquisición por bancos extranjeros, la clasificación es encabezada por los bancos del Reino Unido (que fueron el objeto de 111 operaciones) y siguen los de Francia (55), Alemania (43), España (34) e Italia (30). En cuanto al valor de tales transacciones, se pagaron 8,7 miles de millones de ECU para la adquisición de participaciones en los bancos

sectores de la actividad económica. Cada año, un número especial del «European Economy» está dedicado a la evolución de las F&A en Europa.

**Gráfico 4**  
**F&A en el sector bancario de todos los países de la UE**  
 (medidas por el Valor de las Operaciones – en miles de millones de ECU)



**Gráfico 5**  
**F&A en el sector bancario de todos los países de la UE**  
 (medidas por el número de operaciones)



británicos, 4,3 miles de millones en los bancos españoles y 2 en los franceses.

En la mayoría de los casos, las inversiones extranjeras directas en la Banca se efectuaron más bien para tomar el control de las instituciones «objetivo» que para comprar participaciones minoritarias (entre un 30 y un 50 % del capital) en el extranjero. A principios de la década de los noventa, los bancos italianos, por su parte, fueron muy activos en la adquisición de intereses minoritarios, clasificándose en segunda posición tanto en términos de número de operaciones (11 contra 14 para Francia) como en términos de valor de las transacciones (0,46 miles de millones de ECU comparado con los 0,55 miles de millones de España). En la tabla A11 se recopila la información disponible sobre los intereses minoritarios en bancos de otros países.

En resumen, podemos sacar dos conclusiones principales:

1) Los sectores bancarios de todos los Estados miembros intentaron crear, mediante operaciones de F&A nacionales, unas entidades con una dimensión adecuada para competir a nivel de la UE y, por ende, para proteger los mercados interiores contra la penetración extranjera. Esta estrategia puede acarrear un refuerzo de la estructura oligopólica de los sistemas bancarios nacionales.

2) Las estrategias de inversión en instituciones extranjeras varían según los Estados miembros: algunos están más interesados en participaciones minoritarias (Italia, España) y otros (Reino Unido, Alemania, Francia) prefieren consolidar sus participaciones de control (F&A).

### *Depósitos y préstamos*

Como se ha indicado anteriormente, la mayoría de las investigaciones se han centrado en

la segunda vía de integración bancaria que consiste en actuar utilizando la corriente de los depósitos y préstamos internacionales. De hecho, una de las consecuencias más destacadas de la liberalización europea fue sin duda la supresión de todas las restricciones que, en el pasado, impedían a los residentes de un país abrir cuentas bancarias en el extranjero. Hoy en día, casi todo el mundo, incluso sin estar involucrado en otras transacciones financieras, tiene relaciones con un banco como depositante. Por consiguiente, desde el punto de vista del público en general, lo más importante de la integración financiera concierne a los efectos de la misma sobre el mercado de los depósitos bancarios. Este es un mercado vital, puesto que los depósitos constituyen, con mucho, la principal fuente de obtención de fondos para los bancos comerciales. La tabla 6 a continuación da cuenta de la importancia relativa de los depósitos en el pasivo total del balance de los bancos, indicándose la contribución tanto de los depósitos no bancarios como de los depósitos interbancarios.

Según el país, los depósitos representan entre el 53 % y el 90 % del pasivo total. Además, en la mayoría de los países estudiados, los depósitos no bancarios suponen la mayor parte del total de los depósitos. Son excepciones Francia y Bélgica, que también tienen las cifras relativas más altas en cuanto a obligaciones con no residentes. Entre los países con sistemas financieros menos desarrollados, cabe notar que, con respecto a mediados de la década de los ochenta, se asistió a un fuerte incremento de los depósitos interbancarios en Portugal (pasando de un 1,59 % en 1985 a un 11,38 % en 1992), mientras que no ocurrió lo propio en Grecia. Posiblemente ello se deba a que el primero de esos dos países se benefició de los adelantos tecnológicos y financieros que se registraron en la vecina España e indujeron a Portugal a realizar mayores esfuerzos en el proceso global de modernización económica.

**Tabla 6**  
**Importancia de los depósitos**  
**(% del pasivo total)**

1992				
País	Total Depósitos	Depósitos no bancarios	Depósitos inter-bancarios	Obligaciones con no-residentes
Bélgica .....	83,9	32,06	51,84	56,17
Dinamarca ....	79,19	53,26	25,93	n.d.
Francia .....	75,46	36,95	38,51	39,23
Alemania .....	76,77	50,17	26,6	23,87
Grecia .....	89,92	88,2	17,16	n.d.
Italia .....	52,96	44,24	17,16	17,51
Holanda .....	69,92	46,27	23,65	23,8
Portugal .....	78,7	67,32	11,38	1,55
España .....	78,5	60,04	18,46	15,92
Reino Unido ...	86,79	n.d.	n.d.	n.d.
1995				
Bélgica .....	87,96	24,44	63,52	63,74
Dinamarca ....	71,42	48,21	23,21	27,27
Francia .....	80,35	39,02	41,33	40,48
Alemania .....	76,47	49,05	27,42	24,71
Grecia .....	87,14	85,61	1,53	n.d.
Italia .....	58,1	46,81	11,29	13,51
Holanda .....	78,24	49,05	29,19	35,19
Portugal .....	78,59	77	1,59	4,69
España .....	77,49	59,7	17,79	11,05
Reino Unido ...	89,13	n.d.	n.d.	n.d.
Datos referentes a: Bélgica, Alemania, Italia, España y Reino Unido: Bancos comerciales. Francia, Grecia: Grandes bancos comerciales. Dinamarca: Bancos comerciales y cajas de ahorros. Holanda y Portugal: Todos los bancos.				

Fuente: OECD, *Bank Profitability*, 1994.

La importancia relativa de los depósitos no bancarios e interbancarios es diametralmente opuesta si se examinan las transacciones internacionales únicamente. En la tabla A12, se indican (en miles de millones de USD) los pasivos exteriores de los bancos europeos de depósitos, incluyendo información sobre la naturaleza de tales depósitos internacionales (no bancarios frente a interbancarios). En resumen, el volumen del negocio internacional de depósitos siguió au-

mentando, conforme a la tendencia que estaba imperando en las últimas dos décadas<sup>17</sup>.

Según estos datos, está claro el predominio de los depósitos interbancarios, excepto en el caso de Suiza por motivos relacionados con las características tradicionales de su sistema bancario. El Reino Unido continúa siendo el destino favorito de los depósitos de no residentes, en ambos segmentos no bancario e interbancario. En este país, los depósitos interbancarios internacionales justifican cerca del 75 % de todo el pasivo exterior. En cambio, los bancos franceses, belgo-luxemburgueses y españoles presentan un pasivo exterior en su conjunto más homogéneo, con un 60 % atribuible a pasivos interbancarios; a estos últimos países se les puede considerar centros equilibrados en el sentido de que aparentemente juegan un papel similar en los mercados interbancarios y no bancarios.

De considerar exclusivamente los depósitos efectuados por el sector no bancario en bancos situados en países distintos de aquéllos en los que los titulares tienen su residencia (depósitos internacionales de residentes no bancarios), se podría comprobar que, pese a su rápida expansión en los últimos años (de un 3,6 % del PIB total de la CE en 1987 a un 7,2 % en 1992), aún representan una relativamente pequeña porción de los activos monetarios de los residentes de la Comunidad (véase el Informe Anual del Comité de Gobernadores, 1992). Por lo que se refiere a la política monetaria, esta situación podría significar que, en la mayoría de los países, los agregados monetarios tradicionales han conservado su utilidad en los análisis monetarios. Sin embargo, a medida que siga progresando la integración financiera, dichos agregados deberán utilizarse con cuidado como objetivos intermedios de la política monetaria ya que perderán mucho de

<sup>17</sup> Para que se pueda apreciar la dimensión del mercado, la tabla A12 recoge también los datos de 1985.

su contenido informativo. (Véase Angeloni et al., 1992.)

En la tabla 7, se examina el activo del balance de los bancos. Para cada país europeo se indica el porcentaje del activo total atribuible a préstamos y valores y se da información sobre la importancia relativa de los créditos concedidos a no residentes. Hay dos elementos interesantes que subrayar. Primero, los bancos portugueses y griegos tienen en cartera bastante más valores que los de cualquier otro país. Segundo, Bélgica y Francia son las economías europeas donde las actividades bancarias internacionales parecen las más dinámicas.

Por lo general, se observa que importantes diferencias siguen caracterizando la estructura del activo de los balances de los bancos europeos. Por ejemplo, los datos referentes a los bancos comerciales de Bélgica, Italia, España, Reino Unido y Alemania muestran que la parte correspondiente a los préstamos en el activo total puede variar desde un mínimo de un 30 % (Bélgica) hasta un máximo de un 60 % (Alemania).

Los activos exteriores totales en manos de bancos europeos de depósitos, medidos en miles de millones de USD, figuran, por su parte, en la tabla A13 que pone de manifiesto las proporciones del crédito bancario internacional atribuibles al sector no bancario y al interbancario respectivamente. En general, en el caso del activo del balance, los intercambios entre bancos también predominan en las transacciones bancarias internacionales. Asimismo, y a diferencia de lo descrito acerca del pasivo del balance de los bancos, Suiza registra cifras que, fundamentalmente, están en línea con las de los demás países.

### Competencia en precios

La liberalización financiera implica que los sistemas bancarios con niveles de eficacia y ca-

**Tabla 7**  
**Préstamos y valores de los bancos**  
(% del activo total)

1992			
País	Préstamos	Valores	Activos frente a no residentes
Bélgica .....	29,55	23,92	48,85
Dinamarca .....	51,23	24,30	n.d.
Francia .....	38,20	11,95	38,07
Alemania .....	60,01	13,17	27,98
Grecia .....	25,23	42,06	n.d.
Italia .....	38,18	10,99	8,54
Holanda .....	62,90	11,13	27,38
Portugal .....	39,24	24,78	8,17
España .....	46,71	16,57	12,66
Reino Unido ...	57,60	10,70	n.d.
1995			
País	Préstamos	Valores	Activos frente a no residentes
Bélgica .....	26,7	23,76	53,72
Dinamarca .....	35,17	27,51	21,75
Francia .....	43,31	2,75	44,35
Alemania .....	56,88	13,04	24,06
Grecia .....	36,69	33,1	n.d.
Italia .....	27,39	19,72	11,06
Holanda .....	54,25	9,13	38,67
Portugal .....	53,62	7,93	6,55
España .....	44,35	18,92	11,21
Reino Unido ...	59,51	6,74	n.d.
Bélgica, Alemania, Italia, España y Reino Unido: Bancos comerciales.			
Francia y Grecia: Grandes bancos comerciales.			
Dinamarca: Bancos comerciales y cajas de ahorro.			
Holanda y Portugal: todos los bancos.			

Fuente: OECD, *Bank Profitability*.

lidad de servicio muy distintos están ahora compitiendo directamente unos con otros. Si la Banca estuviera en una situación de competencia casi total y si a los depositantes les fuera intrínsecamente indiferente utilizar bancos nacionales o bancos extranjeros, se habría notado una corriente masiva de depósitos hacia los

países de menor coste. Este proceso se habría mantenido hasta la equiparación general de los precios con los más bajos aplicados en la Unión Europea. Sin embargo, esta hipótesis no se ha materializado aún y parece totalmente impracticable en un futuro próximo. Al contrario, el nivel de convergencia de los precios como consecuencia de la liberalización es bajo y, al menos a medio plazo, limitado. Una prueba convincente de la improbabilidad de que una convergencia sensible de los precios se produzca en breve puede conseguirse al examinar la experiencia de los países que, de facto, llevan varios años integrados. A mediados de la década de los ochenta, se publicó, en el Informe Cecchini, un estudio realizado por Price Waterhouse<sup>18</sup>, en el que se presentaban los precios de diversos servicios bancarios en ocho países europeos. Esta información no permitió distinguir entre los países que ejercían un control de los capitales y los que no lo hacían. No fue posible encontrar diferencias significativas en el nivel de convergencia de los precios al comparar los países caracterizados por una libre circulación del capital (p.ej. Alemania, Luxemburgo, el Reino Unido, Holanda y Bélgica) con los países que aún mantenían restricciones en aquel entonces (p.ej. Francia, Italia y España).

Caso de que se produzcan reducciones de costes, es probable que estén limitadas a segmentos de depositantes bien definidos. El resto de los consumidores no se aprovechará de, e incluso podría resultar perjudicado por, la liberalización de los mercados. Es un elemento decisivo para llegar a esta conclusión el comprender que los mercados de depósitos bancarios se caracterizan por su segmentación y fricciones que reducen considerablemente el nivel de competencia. Para tener una prueba

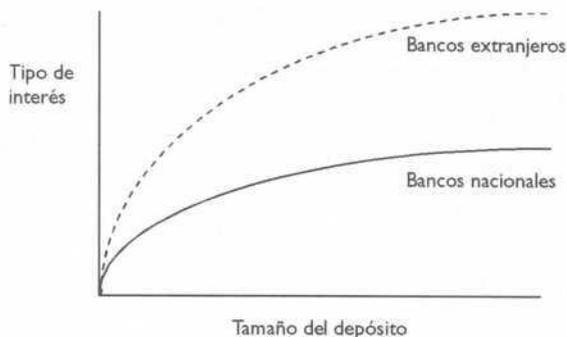
<sup>18</sup> Price Waterhouse, «The cost of Non-Europe in financial services», en el Estudio sobre el Coste de la Unión Europea, CEE, vol.9, 1988.

de que el sector bancario no es, en realidad, perfectamente competitivo, basta observar que, incluso dentro de un mismo país (donde el entorno institucional y legal es relativamente homogéneo), los términos de un contrato de depósito varían sustancialmente. También es verdad que, en una misma institución bancaria, los tipos de depósitos similares son a menudo remunerados distintamente, en función de las características específicas de los clientes, especialmente el importe de sus depósitos.

Otro factor importante a tener en cuenta es que puede haber grandes diferencias entre los depositantes según la elasticidad de los tipos de interés requeridos para que efectúen depósitos. El origen de este tipo de heterogeneidad radica en el hecho de que distintas clases de clientes tienen diferentes niveles de información acerca de formas alternativas de inversión y que deben soportar diferentes costes para adquirir, actualizar y procesar dicha información. No sólo varía el coste de la búsqueda de mejores oportunidades, sino que el coste de la gestión de carteras «internacionales» difiere de manera sustancial entre las personas.

En semejante entorno, la mejor estrategia para un banco consiste en una discriminación de precios entre los clientes ofreciendo bajos precios (o sea altos tipos de interés para depósitos) a clientes con gran elasticidad (es decir grandes depositantes) y altos costes (bajos tipos de interés para depósitos) a clientes con baja elasticidad (pequeños depositantes). En el gráfico 6, se representa con una línea continua la relación relevante entre el tipo de interés para depósitos y la talla (riqueza) del cliente. La forma exacta de la curva dependerá de las características específicas de la demanda de depósitos. El gráfico 6 está basado en el supuesto de que la elasticidad de la demanda aumenta conforme es mayor la talla del depositante, pero a un ritmo decreciente.

**Gráfico 6**  
**Relación entre el interés ofertado y el tamaño del depósito**



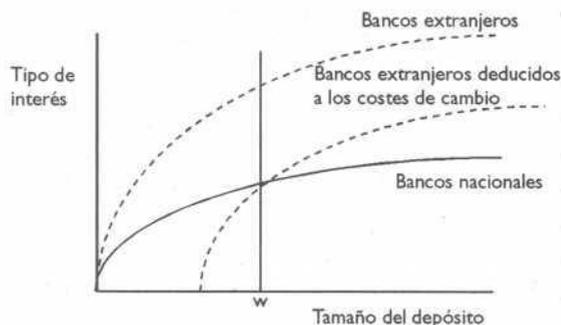
Supongamos ahora que el país abre su mercado de banca comercial a la competencia extranjera. Asimismo pongamos por caso, de momento, que ese país es lo suficientemente pequeño como para evitar que dicha circunstancia incite a los bancos extranjeros a cambiar sus políticas de precios, o sea que el sector bancario extranjero mantiene inalterados sus curvas de tipos de interés. Si el resto del sistema bancario mundial es más competitivo y/o más eficaz que el nacional, se caracterizará por unos tipos de interés para depósitos más altos, como lo muestra la línea de puntos del gráfico 6. En ausencia de cualquier otra fricción del mercado, la liberalización de los capitales desembocará en una salida de depósitos que, a su vez, provocará un aumento global de los tipos de interés interiores o la quiebra de las sociedades financieras nacionales.

Sin embargo, si existen imperfecciones en el mercado y éstas son importantes, los efectos de la integración de los mercados financieros pueden ser menos extensivos. Como se ha señalado arriba, la recogida y actualización de informaciones sobre sistemas bancarios al-

ternativos cuesta mucho dinero y, aunque se ignoren las cargas a soportar por este proceso de documentación, deberán tomarse en consideración los costes, tanto monetarios como no monetarios, que supone el cambiar una cuenta en un banco nacional por otra en un banco exterior. Además, puede resultar mucho más complicado mantener relaciones comerciales con un banco situado en el extranjero que con un banco que se encuentre «a la vuelta de la esquina».

Este tipo de situación se describe en el gráfico 7. Suponiendo que los costes de cambio y gestión sean proporcionales al importe del depósito (pero esta suposición no es crucial), su existencia implica que el tipo de interés para depósitos en el extranjero que cobren realmente los clientes nacionales sea inferior a su nivel real. Gráficamente, esta realidad se representa con un descenso de la curva de los tipos de interés en el extranjero. Estos niveles de tipos extranjeros se cruzarán con los nacionales para cierto tamaño del depósito, digamos «w». Por tanto, sólo los depósitos mayores que «w» devengarán un tipo de interés exterior superior al tipo interior y gozarán de algún incentivo para su colocación en el ex-

**Gráfico 7**  
**Equilibrio con costes de cambio**



tranjero. Los bancos nacionales se enfrentarán con una competencia efectiva a nivel de los grandes clientes únicamente, viéndose obligados a ajustar sus tipos de interés para estos tipos de cuentas exclusivamente. De acuerdo con este análisis, mientras el mercado de grandes depósitos se volverá más competitivo (en beneficio de los grandes clientes), los contratos de pequeños depósitos no se verán fuertemente afectados por la liberalización de los mercados.

A notar también que los tipos de interés interiores no están completamente alineados con los tipos exteriores. Los tipos de interés en el extranjero superan todavía los correspondientes tipos nacionales. Las perspectivas para los pequeños depositantes podrían ser, en realidad, menos alentadoras de lo que sugiere el marco hipotético arriba descrito. De hecho, si la industria bancaria se caracterizara por costes marginales decrecientes, se podría demostrar que los tipos de interés para estas clases de clientes caerían efectivamente. La cuestión de saber qué probabilidad hay de que se produzca este último efecto permanece abierta.

### **Determinantes de los flujos bancarios transfronterizos**

Aparte de estas consideraciones económicas, hay otros factores importantes para comprender la decisión de realizar depósitos internacionales. En efecto, por tratarse de mercados fuertemente regulados, el entorno institucional desempeña un papel esencial. Los factores institucionales, tales como la normativa fiscal, los requisitos de reservas bancarias mínimas y las leyes de secreto bancario, son particularmente importantes en este contexto. Las experiencias de las zonas francas, como son las Bahamas o las Islas Caimán, son ejemplos obvios de la importancia de esos factores reguladores. Dado que la integración financiera

se consigue, básicamente, mediante la supresión de las barreras técnicas y la armonización parcial de los entornos legales, importa determinar los efectos de dichos elementos institucionales sobre la capacidad de un país para atraer depósitos extranjeros. Algunas reglamentaciones y prácticas pueden favorecer o frustrar los movimientos internacionales de capitales y, concretamente, los depósitos bancarios. A continuación, se clasifican las mismas en tres categorías: los controles de capitales, las retenciones impositivas y las leyes de secreto bancario.

#### *Controles de capitales*

Con el nombre genérico de *Controles de capitales*, se designa a un conjunto de medidas amplio y variado que incluye la prohibición legal o reglamentaria absoluta de realizar cualquier movimiento de capitales, los requisitos de obtención de la correspondiente autorización en cada caso concreto, las restricciones sobre la duración de las operaciones, condiciones de cesión, reglamentaciones cautelares, etcétera. Al hablar de controles de capitales, a menudo se hace referencia a las restricciones sobre las salidas de capitales fuera de un país, o sea las limitaciones impuestas a las decisiones financieras de los residentes. Hay países, como Italia y Francia, que tuvieron una legislación muy restrictiva a lo largo de los años setenta y ochenta. Otros, como el Reino Unido y Japón, liberalizaron sus mercados a finales de los setenta. Y existen otros países como, Alemania y Suiza, que han tenido siempre una postura muy permisiva hacia las salidas de capitales. Además de las restricciones a las salidas de capitales, algunos países limitaron, de cuando en cuando, las entradas de capitales. Así es como las autoridades monetarias alemanas, por ejemplo, intentaron, en repetidas ocasiones, disuadir las entradas de capitales para mantener un estrecho control sobre los agregados monetarios. Según se indica en la Segun-

da Parte, el establecimiento de los controles de capitales, así como su alcance, son, al parecer, determinados por ciertas diferencias institucionales entre varios países. Por ejemplo, Grilli y Milesi Ferreti (1995) observan que existe una mayor probabilidad de que se implanten controles de capitales cuando la participación del Estado en la actividad económica es importante, los tipos de cambio están dirigidos y el Gobierno tiene una relativa carta blanca para actuar en la política monetaria al no ser el banco central muy independiente.

#### Retenciones impositivas

La medida en que los intereses devengados por depósitos bancarios estén sujetos a *retención impositiva* es otro aspecto legal que adquiere una importancia capital en las decisiones referentes a la colocación de depósitos en el extranjero. Como lo muestra la tabla 8, en las reglamentaciones fiscales de la UE hay diferencias enormes acerca del tratamiento de los depósitos de no residentes. En algunos países, como Alemania, Francia, Luxemburgo, Holanda y el Reino Unido, los depósitos colocados por no residentes no están sujetos a ninguna retención de impuesto. Otros países, tales como Italia, Portugal, España y Suiza, aplican elevadas retenciones impositivas en origen. Cabe precisar que los tipos que aparecen en la tabla 8 deben utilizarse con prudencia porque pueden existir convenios bilaterales especiales que reduzcan sensiblemente el tipo del impuesto para los residentes de ambos países. Por ello, los tipos indicados en la tabla 8 son válidos cuando no existe ningún tratado entre los dos países y la diferencia entre dichos tipos oficiales y los tipos en caso de acuerdo bilateral puede ser realmente importante.

Para elegir el lugar de colocación de los depósitos, aparte de su tasa neta de rendimiento, también se suele tener en cuenta la tasa neta de rendimiento de otros activos en los que

**Tabla 8**  
**Retención de Impuestos sobre**  
**Intereses de varios Activos pagados**  
**a No-residentes**

(en porcentaje, antes de la desgravación según convenio sobre doble imposición)

Pais	Depósitos bancarios	Bonos del Tesoro	Obligaciones de empresas
Bélgica .....	10	10	10
Dinamarca .....	0	0	0
Francia .....	0	0 <sup>1</sup>	0 <sup>2</sup>
Alemania .....	0	0	0
Grecia .....	10	10	10
Irlanda .....	0	0	27
Italia .....	30	12,5 <sup>3</sup>	12,5 ó 30 <sup>4</sup>
Luxemburgo .....	0	0	0
Holanda .....	0	0	0
Portugal .....	20	20	25
España .....	25	0	25 <sup>5</sup>
Suiza .....	35	35	35
Reino Unido ....	0	25 <sup>6</sup>	25

Fuente: OECD, *Taxation and household saving*, 1994.

Notas:

<sup>1</sup> para bonos emitidos después del 01.10.1984.

<sup>2</sup> para bonos emitidos entre el 01.10.1984 y el 31.12.1986: 10 %.

<sup>3</sup> si emitidos después del 20.09.1986.

<sup>4</sup> el tipo más bajo se aplica a empresas cotizadas, el más alto a compañías no cotizadas.

<sup>5</sup> generalmente ninguna retención para los residentes de otros países de la CE.

<sup>6</sup> excepto algunos bonos designados.

pueden convertirse fácilmente los depósitos bancarios. Es muy posible, en efecto, que se utilicen los depósitos bancarios exteriores como una solución práctica para colocar momentáneamente unos fondos que se destinen a inversiones en otras actividades financieras en el extranjero. Por lo tanto, interesa saber cómo tributan las rentas procedentes de otros activos. Es por este motivo que, en la tabla 8, se indican también los porcentajes de retención de impuesto sobre los intereses de bonos del Tesoro y obligaciones de empresas pagados a no residentes<sup>19</sup>.

<sup>19</sup> Las tablas A14-A15 del Anexo adjunto, por su parte, indican las diferencias cualitativas en el tratamiento im-

Finalmente, el *Secreto bancario* se presenta bajo distintas formas según el pasado histórico, el marco jurídico y los usos propios de cada país. El concepto del secreto bancario se asemeja al de la discreción profesional que se exige de los abogados y médicos. Este tipo de confidencialidad profesional no se hace legalmente extensivo a los bancos de todos los países. Además, en aquellos países donde sí se requiere, el alcance del secreto bancario es variable. En algunos países, está limitado a la divulgación de información a otros ciudadanos e instituciones privadas; en otros, también se amplía a las autoridades públicas nacionales y/o extranjeras. La demanda de tal secreto o activos ocultos se estima bastante considerable. Se deriva de distintos motivos tanto legales como ilegales. Suiza tiene la más larga tradición en este campo y las leyes de confidencialidad más estrictas. Los fundamentos jurídicos del secreto bancario suizo se encuentran en la Constitución y el Código Civil de este país. Cualquier violación del secreto bancario se sanciona con penas severas que pueden ir desde medidas administrativas y financieras hasta sanciones penales. En 1977, todos los principales bancos suizos firmaron un Convenio de Diligencia al efecto de limitar el papel del secreto bancario en actividades ilegales. Aunque ligeramente atenuado su rigor de aplicación como consecuencia de dicho Convenio, actualmente, el secreto bancario se mantiene firme en Suiza. En 1981, Luxemburgo también aprobó leyes de estricta confidencialidad bancaria, convirtiéndose de esta manera en el país de la UE con la legislación más protectora en este campo. Ninguno de los demás países industrializados tiene leyes de confidencialidad de tal alcance. Algunos países, como el Reino Unido y Alemania, reconocen el principio del secreto

positivo de las actividades financieras en Europa, a saber depósitos, acciones de empresas y bonos del Tesoro. De estos datos también se puede deducir que están aún por

bancario y lo aplican hasta cierto punto (aunque limitado). Sin embargo, en otros países, como Francia e Italia, los bancos «están obligados por ley a actuar como informadores» [Chambost (1983), p.118].

Unos estudios recientes, basados en datos de la OCDE, han encontrado pruebas económicas de que dichos factores institucionales son los determinantes críticos, cuando no los más relevantes, del tráfico internacional de los depósitos bancarios [ver, entre otros, Grilli (1989a)]. Los impuestos retenidos en origen sobre cuentas bancarias y el nivel de protección garantizado por el secreto bancario son factores decisivos, sobre todo en el caso de los depósitos realizados por el sector no bancario. Estas comprobaciones sugieren que, para los inversores particulares (sector no bancario), la evasión fiscal es probablemente la razón principal que sustenta su decisión de transferir los fondos a o desde cuentas bancarias exteriores. A este fin son decisivos unos bajos niveles de retención impositiva en origen y la existencia de leyes de confidencialidad bancaria. En cuanto a los inversores institucionales (bancos), resulta que, además de las consideraciones tributarias, la dimensión y la evolución de los mercados financieros en las economías extranjeras juegan un papel trascendental en la toma de decisiones sobre las inversiones, lo que revela la existencia de alguna forma de economía de escala en todo el sector o efectos de amplitud de mercado, como ya se comentó en un apartado anterior.

¿Cuáles son las implicaciones de estos resultados en la integración financiera europea? Creemos que la liberalización afectará principalmente a la colocación de los grandes depósitos que se moverán en función de los incentivos fiscales. Sin duda alguna, la supresión de

tomar importantes medidas para la armonización fiscal dentro de la Comunidad.

los controles de capitales favorece a los países con bajos tipos de retención de impuestos. Aunque este problema es generalmente reconocido, hasta la fecha no se ha tomado ninguna decisión referente a la convergencia de los niveles de retención de impuestos. Este tipo de argumentación también vale para el tema del secreto bancario. En este caso, cabe insistir en que la posibilidad de armonización puede ser aún menor. Efectivamente, la revisión o eliminación del secreto bancario puede suponer una modificación de la estructura fundamental del sistema jurídico de un país y, por ende, puede resultar muy difícil de ser llevada a cabo.

Por lo que se refiere a los pequeños depósitos, en cambio, una mayor competencia a nivel internacional probablemente no tendrá grandes efectos sobre los tipos de interés pagados a los consumidores. Para ser más realista, es la calidad de los servicios prestados por un banco lo que será el factor decisivo cada vez más importante para la conclusión de los contratos de depósito con una sociedad financiera. Los depositantes tendrán en cuenta tanto la disponibilidad de servicios para transacciones y la oferta de múltiples posibilidades de colocaciones rentables para sus ahorros.

## **Rentabilidad de los bancos**

Comparar la rentabilidad de los bancos de distintos sistemas financieros europeos es una tarea difícil puesto que una gran heterogeneidad caracteriza los balances de los bancos de diferentes países (a veces incluso del propio sector bancario nacional). Los principios contables y la presentación formal de los resultados de la actividad dependen, en realidad, de las reglamentaciones y de los regímenes fisca-

les locales<sup>20</sup>. Por ello, nuestro análisis se limitará a los indicadores de rentabilidad global, respecto de los cuales el riesgo de la heterogeneidad de los datos es menor. En base a varios elementos de prueba, llegamos a la conclusión de que los sectores bancarios de Europa no están todavía totalmente integrados. La tabla 9, por ejemplo, presenta los datos de IBCA<sup>21</sup> referentes a dos índices de rentabilidad: el rendimiento sobre el activo total (ROA en terminología inglesa) y el rendimiento sobre recursos propios (ROE en terminología inglesa) – así como un índice de la estructura del capital de los bancos europeos (la relación entre recursos propios y el activo total).

Pese al ciclo económico negativo, la estructura media del capital de las instituciones financieras parece haber mejorado en toda Europa (los datos para 1989 se indican entre paréntesis) a partir de las recomendaciones hechas por el Comité de Basilea sobre el ratio de capital, pero los bancos italianos, suizos y españoles arrojan niveles de capitalización superiores a los de Francia, Alemania, Reino Unido y Holanda.

Si examinamos la rentabilidad sobre recursos propios en el año 1992, podremos observar un descenso general de las tasas de rentabilidad con respecto a los últimos años de los ochenta, siendo el Reino Unido la única excepción. Esto se debe, en parte, a los factores cíclicos relacionados con la última gran recesión sufrida por Europa a principios de los noventa y, en parte, a una mayor capitalización. La rentabilidad media sobre recursos propios también difiere sensiblemente según el país, registrándose el mayor índice (13,62) por los bancos españoles, probablemente a causa de la estructura sumamente oligopólica del sistema bancario nacional. Conforme a lo señalado

<sup>20</sup> Además, políticas empresariales de sostenimiento de los recursos propios y de saneamiento son a veces la única explicación de los importantes cambios registrados en la rentabilidad de los bancos.

<sup>21</sup> IBCA es una empresa de evaluación especializada en análisis financieros y bancarios.

**Tabla 9**  
**Bancos europeos – algunos indicadores útiles (Medias)**  
**1992 (1989)**

País	ROA	Recursos propios/ Activo Total	ROE
Francia .....	0,18 (0,35)	3,59 (3,03)	4,83 (11,51)
Alemania .....	0,26 (0,30)	4,39 (4,58)	6,35 (7,95)
España .....	0,93 (1,11)	6,39 (6,30)	13,62 (15,74)
Reino Unido .....	0,22 (0,13)	4,61 (5,12)	4,58 (1,41)
Italia .....	0,34 (0,60)	6,07 (5,01)	4,89 (10,34)
Holanda .....	0,34 (0,40)	3,98 (3,83)	8,32 (10,63)
Bélgica .....	0,36 (0,41)	3,08 (3,09)	11,38 (13,22)
Suiza .....	0,54 (0,59)	6,47 (6,68)	8,42 (9,97)

ROA = Rentabilidad sobre Activo Total; ROE = Rentabilidad sobre Recursos Propios.

Fuente: *La performance delle banche italiane ed europee*, Bancaria ed. 1994. Datos del banco de datos de IBCA, 1993.

antes, una mayor competencia como consecuencia de la penetración del mercado por inversores extranjeros podría provocar una reducción de dicho índice. Y de hecho, como lo indicaba nuestro anterior análisis de los datos de F&A, los bancos españoles han sido, últimamente, el blanco preferido de los inversores extranjeros.

Dos tablas asociadas (A16 y A17), basadas en datos de la OCDE, proporcionan información interesante sobre los balances agregados de los bancos de los países europeos estudiados<sup>22</sup>. Concretamente, la tabla A16 muestra la importancia de los gastos de explotación en relación con los ingresos brutos, mientras que la tabla A17 da los detalles de la transformación de los ingresos netos en beneficio. De nuevo se observan más diferencias que similitudes en estas cifras. Por ejemplo, si observamos los datos relativos a los bancos comer-

ciales<sup>23</sup>, vemos en la tabla A16, que a pesar de estar contenidos dentro de unos márgenes estrechos (un 60-65 % de los ingresos brutos), los gastos de explotación tienen una composición estructural muy diferente según los países. En efecto, los costes de personal representan sólo un 35 % de los ingresos brutos en el Reino Unido, pero más del 44 % en Italia y Bélgica.

Asimismo hemos estudiado una muestra más pequeña de 26 grandes bancos europeos cuyos balances fueron consolidados por nacionalidad. Con este ejercicio se pretendía conseguir un conjunto de datos más homogéneo, ya que todos los bancos estudiados son de una dimensión comparable y operan en los mercados tanto nacionales como internacionales. Si bien las cifras recogidas en las tablas A18-A20 no son directamente comparables con los datos de una información global, el mensaje prin-

<sup>22</sup> De ser necesario, la OCDE vuelve a clasificar las cuentas para que los balances se ajusten al siguiente modelo estándar de cuenta de resultados:

1) Intereses devengados – 2) Intereses pagados = 3) interés devengado neto  
3) + 4) Otros ingresos = 5) Ingresos brutos  
5) – 6) Gastos de explotación (incluyendo Costes de personal) = 7) Ingresos netos

7) – 8) Provisiones netas (incluyen provisiones sobre préstamos y valores) = 9) Beneficio antes de Impuesto  
9) – 10) Impuesto sobre Sociedades = 11) Beneficio neto del ejercicio  
11) – 12) Beneficio distribuido = 13) Beneficio retenido

<sup>23</sup> Bélgica, Alemania, Italia, España y el Reino Unido.

cial no cambia. En 1992, el sector bancario en Europa no parecía estar muy integrado. Tal afirmación no debería mantenerse en el futuro, pero hay que tener en cuenta el tiempo necesario para los reajustes estructurales y operativos que supone el recién terminado mercado interior.

### Sistemas de protección de los depósitos y sistemas de pago

Los nuevos progresos hacia la integración bancaria requerirán también una reglamentación común adicional de importantes aspectos institucionales como es el establecimiento y desarrollo de Sistemas de Garantía de Depósitos y de Sistemas de Pagos modernos y eficaces.

En abril de 1992, la UE votó una propuesta de Sistemas de Garantía de Depósitos dentro de un proyecto más amplio tendente a la construcción de un marco institucional unificado y coherente para el control, estabilización e ins-

pección de las actividades bancarias dentro de la Unión. Portugal implantó un sistema de garantía de depósitos en 1993, dejando a Grecia como único país miembro sin ningún plan de protección de este tipo. Sin embargo, los sistemas de otros países miembros presentan características diferentes de las que se da cuenta detalladamente en la tabla 10 tomada de Padoa Schioppa y Saccomanni (1992) y ampliada. La principal diferencia que esta tabla pone de manifiesto es relativa al importe garantizado, que es mucho más alto en Italia (651.000 ECU) y en Alemania que en cualquier otro país. En Alemania, en la práctica, es casi infinito, puesto que el límite del 30 % del capital del banco se refiere a cada depósito.

Más recientemente (mayo de 1994), la UE aprobó una nueva Directiva (19/94) sobre esta importante cuestión, según la cual el importe mínimo a garantizar por los sistemas de garantía en todos los estados miembros quedaba fijado en 20.000 ECU, una suma aproximadamente igual al importe medio entonces garan-

**Tabla 10**  
**Sistemas de protección de depósitos en los países de la CE**

	Bélgica	Dinamarca	Alemania	España	Francia	Irlanda	Italia	Luxemburgo	Holanda	R. Unido
1. Fuente de financiación .	Privado	Privado	Privado	Público y Privado	Privado	Privado	Privado	Privado	Privado	Privado
2. Importe garantizado (miles de ECU) .....	11,8	31,9	30 % del capital del banco	11,7	57,3	19,5	651,7	11,8	17,3	28,5
2b. Garantía de Obligaciones en Divisas .....	No	Sí	Sí	Sí	No	Sí	Sí	No	Sí	No
3. Indemnización total o parcial .....	Total	Total		Total	Total	13,0 máximo	Total hasta 130,3 75 % del resto	Total	Total	75 %
4. Adhesión al sistema ...	Volunt.	Obligat.	Volunt.	Volunt.	Oblig.	Oblig.	Voluntaria	Volunt.	Obligat.	Obligat.
5. Alcance de la intervención .....										
5.1. En caso de quiebra	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
5.2. En cualquier circunstancia .....	Sí	No	Sí	Sí	Sí	No	Sí	No	No	No

Fuente: Padoa-Schioppa y Saccomanni (1992).

tizado en cada uno de los países. La misma Directiva ordenaba que la adhesión a estos planes se hiciera obligatoria en toda la Unión y que la intervención de los mismos no se limitara a los casos de quiebra, sino que se extendiera a cualquier circunstancia en la que un depósito no estuviera a la disposición del ahorrador.

A pesar de estas importantes modificaciones, los sistemas de protección de los depósitos en Europa no van a tener todas las propiedades de una verdadera agencia de control como la FDIC de los EE.UU. En efecto, los sistemas europeos son financiados por los bancos miembros principalmente y sólo en tres países se puede pedir que el Gobierno (España y Holanda) o el banco central (Reino Unido) aporte fondos para cubrir necesidades momentáneas o extraordinarias. Dado que esto representa un factor importante para la «credibilidad» del sistema de protección, es deseable un esfuerzo adicional de armonización en este campo.

Un Sistema de Pago consiste en un grupo definido de instituciones y un conjunto de instrumentos y procedimientos utilizados para asegurar la circulación del dinero dentro de un área geográfica, normalmente un país. El control de la eficacia del sistema de pago nacional es una de las principales tareas de un banco central moderno. Además, en una zona económicamente integrada como Europa, los pagos internacionales, que no pueden ser gestionados totalmente mediante un sistema de pago «nacional», merecen una atención particular. Básicamente, se trata de pagos transfronterizos entre un beneficiario y un pagador que no residen en un mismo país.

De momento, las relaciones entre los países de la UE en cuanto a pagos dependen de un sistema de corresponsales bancarios que será insuficiente para tramitar los «futuros pagos interbancarios de gran valor o aquellos que se

originen en las operaciones de política monetaria del SEBC»<sup>24</sup>. Será necesario un nuevo sistema y, desde luego, el tiempo y los recursos requeridos para diseñar e implementar tal sistema son de tal magnitud que el trabajo preparatorio debe emprenderse con años de antelación a la fecha de puesta en servicio del mismo.

El proyecto en curso tiende a la construcción de un sistema de pagos brutos en tiempo real (PBTR) que debe ser adoptado por la UME. El futuro sistema debería cumplir con tres principios básicos acordes con el Tratado sobre la Unión Europea, a saber: eficacia (técnica y económica), orientación al mercado y descentralización. El sistema no será obligatorio, de suerte que podrán efectuarse los pagos minoristas también a través de otros sistemas. Sin embargo, las transacciones relativas a operaciones de política monetaria deberán tramitarse vía un sistema integrado que fue propuesto hace poco: el sistema TARGET (Trans-European Automated Real Time Gross settlement Express Transfer = Transferencia Urgente Automatizada Transeuropea de Pagos Integros en Tiempo Real).

De acuerdo con los principios básicos arriba mencionados, los bancos centrales de la UE y el IME han decidido adoptar una estrategia de armonización mínima de los sistemas nacionales así como la realización de una infraestructura común para el futuro funcionamiento del sistema TARGET.

Algunos estudios preliminares sobre el tema se han llevado a cabo. En enero de 1991, el Comité de Gobernadores de los Bancos Centrales de la UE constituyó un grupo de trabajo *ad hoc* sobre los sistemas de pagos en los Estados miembros; su misión consistía en analizar los sistemas de pago implantados en los países

<sup>24</sup> EMI, *Annual Report*, 1994.

de la UE y destacar las cuestiones reales o potenciales de interés inmediato para los bancos centrales. Fruto de este trabajo fue la publicación de un libro conocido como «*El Libro Azul*» ofreciendo una información descriptiva dilatada sobre este asunto. Adjuntamos unas tablas comparativas interesantes (A21-A25) sobre las instituciones que dan servicios de pago en los países de la UE y sobre el tipo de instrumentos de pago de uso más corriente en los Estados miembros.

En conjunto, de estas tablas, que reproducen datos contenidos en el propio *Libro Azul*, se puede deducir claramente que, con fecha retrotraída a 1990, los sistemas de pago en funcionamiento en la Unión seguían presentando enormes diferencias, lo cual, en parte, reflejaba variedad en el nivel de desarrollo de cada sistema financiero. Pero, también puede que las diferencias institucionales en los sistemas de pago, por sí mismas, contribuyan a explicar por qué algunas economías europeas están financieramente menos organizadas que otras.

Las diferencias en los sistemas de pagos interbancarios nacionales pueden afectar a la fluidez de los pagos transfronterizos y distorsionar las condiciones de competencia. Por este motivo, en noviembre de 1993, el Comité de Gobernadores publicó otro informe sobre las «Características comunes mínimas de los sistemas de pago nacionales», en el que se establecían los principios de armonización de los sistemas de pago nacionales en cuanto a su accesibilidad, control del riesgo y características operativas, jurídicas y técnicas.

<sup>25</sup> La publicación de una nueva edición del *Libro Azul* estaba prevista para 1996.

<sup>26</sup> El sistema italiano se distingue en que una proporción, equivalente a casi un 40 %, de todos los pagos se realiza a través de Correos. Sin embargo, el cheque sigue siendo el instrumento más empleado para efectuar pagos no en metálico. Véase también BPI, *Payment systems in eleven developed countries*, 1989.

Las diferencias institucionales de los sistemas de pago europeos se encuentran resumidas en la tabla A21 que facilita información sobre el número y los tipos de instituciones que dan servicios de pago en los países de la UE. Las cifras de 1990<sup>25</sup> revelan diferencias sustanciales. Entre las instituciones integradas en los sistemas de pago de Europa, las que juegan el papel más importante son los bancos centrales de cada país, los bancos y las oficinas de correos, aunque estas últimas no ofrecen servicios de pago en Grecia, España e Irlanda. Las diferencias institucionales detectadas en los sistemas de la UE también explican por qué, en algunos países, donde los pagos se efectúan sobre todo a través de la banca, es más corriente el uso de cheques para la transferencia de fondos (Francia, Reino Unido), mientras que en otros, donde las oficinas de correo proveen buena parte de los servicios de pago, son más generalizadas las transferencias bancarias (Alemania y Bélgica)<sup>26</sup>. Es lo que se transparenta de la tabla A22 dedicada a un análisis de la frecuencia relativa de uso de los instrumentos de pago distintos de los billetes y las monedas<sup>27</sup>. A partir del mismo cuadro es posible destacar otras diferencias importantes en las costumbres financieras de Europa, tales como la alta proporción de transacciones realizadas con tarjetas de crédito en países como Luxemburgo, el Reino Unido, Dinamarca y Francia, en comparación con otros países de la UE (Alemania, Italia y Holanda)<sup>28</sup>.

Finalmente, en la tabla A25 se indican los datos institucionales sobre el número de cajeros automáticos y puntos de venta con dispositivo de transferencia electrónica de fondos

<sup>27</sup> La información sobre la circulación de billetes y monedas está recogida en la tabla A23.

<sup>28</sup> En la tabla A24, se dan más detalles sobre los tipos de tarjetas de crédito utilizadas en Europa, analizándolas por su función y distinguiendo entre tarjetas dispensadoras de efectivo, de débito, de crédito, de garantía de cheques, o de comercios.

en servicio en los países europeos en 1990. Asimismo se facilita información sobre 1) el número de transacciones por persona realizadas con estos instrumentos, y 2) el valor medio por transacción. Aunque falten algunos datos, las economías caracterizadas por sistemas de pago modernos y automatizados, como las del Reino Unido y de Holanda, registran, como era de esperar, cifras relativamente altas en 1) y bajas en 2).

En el futuro, para minimizar los riesgos sistémicos en los circuitos de pago interbancarios, el IME y los bancos centrales de la UE deberán dedicar muchos esfuerzos para implantar, en todos los países miembros, un sistema de pago bruto en tiempo real para los pagos de valor elevado. Se cuenta con que tal sistema sea totalmente operativo a finales de 1996. Como se ha indicado anteriormente, los sistemas para pagos en pequeña escala permanecerán libres.

## SEGUNDA PARTE:

### MACROECONOMIA DE LA INTEGRACION MONETARIA Y FINANCIERA

En esta segunda parte, se estudian algunos aspectos y problemas macroeconómicos que surgen naturalmente cuando uno trata del proceso de integración financiera y monetaria en Europa. Por supuesto, ni que decir tiene que este proceso no puede analizarse aisladamente, sin tener en cuenta los avances económicos y políticos hacia la Unión Monetaria Europea. A continuación, queremos centrar la atención sobre los principales acontecimientos y cuestiones recientes que ejercerán una gran influencia en los mercados financieros.

Para empezar, examinaremos los costes y las ventajas de la UME, comparando el incremento de credibilidad con los costes de estabilización ocasionados por la pérdida de independencia de las políticas monetarias, para determinar quién, en realidad, tendrá más que ganar o perder con la Unión Monetaria. De todos modos, después de un período de dudas e inquietudes a raíz de la crisis del verano de 1992, se ha vuelto a insistir en que la UME seguía siendo uno de los principales objetivos a alcanzar por los Estados miembros de la UE. Para ello es preciso contar con una institución monetaria responsable de la política monetaria de toda la zona. El Instituto Monetario Europeo (IME), creado en Frankfurt el 1 de enero de 1994, aparece como el precursor del Banco Central Europeo (BCE) que se encargará de esta misión delicada en el futuro. Antes de la Unión Monetaria, el IME debería coordinar las políticas monetarias de los países miembros, supervisar el funcionamiento del MTC y hacerse cargo de las tareas del Fondo Europeo de Cooperación Monetaria (FECOM). Examinaremos a fondo los papeles, funciones y marcos institucionales de los bancos centrales de la UE, tanto más cuanto que el debate sobre

este tema ha conducido recientemente a la introducción de importantes cambios institucionales en muchas legislaciones nacionales acerca de los aspectos reguladores de la banca central. En concreto, comentaremos los indicadores del grado de independencia económica y política de los bancos centrales de la UE, actualizando un estudio anterior realizado por Grilli, Masciandaro y Tabellini (1991). Además, compararemos los requisitos de reserva y los instrumentos y objetivos intermedios de política monetaria en los distintos Estados miembros.

Desde luego, dedicaremos especial atención al «colapso» del SME en septiembre de 1992 y a sus implicaciones para el proceso de integración monetaria y financiera. ¿Cuáles fueron las causas de este colapso? ¿Pudo ser evitado? Después de la crisis, el debate se orientó rápidamente hacia nuevas cuestiones: ¿Es factible una Unión Monetaria de dos velocidades? ¿Quién saldría ganador o perdedor en un proceso de integración de velocidades múltiples? ¿Sería mejora para algunos países interrumpir el proceso de unificación monetaria y volver a instaurar los controles de capitales? Todas estas preguntas serán el objeto de un análisis profundizado en la última parte de este trabajo.

#### Costes y ventajas de la UME

Una opinión ampliamente difundida en los círculos oficiales de la Comunidad considera que las ventajas económicas de la Unión Monetaria Europea superan sus costes económicos. Sin embargo, hay opiniones divergentes en lo publicado sobre este tema. Muchos autores (en su mayoría estadounidenses) piensan que la construcción de una unión económica y monetaria europea es más el precio a pagar para conseguir el objetivo final, la unión política, que algo económicamente conveniente de por sí. Aquí, nos limitaremos a resumir los

principales argumentos empleados en el debate acerca de los costes y las ventajas de una unión monetaria en Europa.

Habitualmente, una unión monetaria se define como un área en la que se utiliza y circula una moneda única y donde existe una sola política monetaria, independientemente de que haya una o varias autoridades monetarias. Según Viñals (1994), vemos que la UME difiere ligeramente de la definición estándar, ya que supone: «a) un mercado único de bienes, servicios y factores; b) unos tipos irrevocablemente fijos de cambio de las divisas participantes, seguidos poco después por una moneda única; c) una autoridad monetaria única que haga aplicar una política monetaria única, y d) una normativa fiscal vinculante».

Una indudable ventaja de la UME será la reducción de los costes de las transacciones, que se logrará al sustituir todas las divisas en circulación en la antigua Comunidad por una sola «moneda». Los costes de cambio de divisas representan, de hecho, una pérdida improductiva para la sociedad en su conjunto. La Comisión Económica Europea evaluó esta ventaja en un ahorro de aproximadamente un 0,5-1 % del PIB total de la zona. Otra ventaja sería la eliminación de la incertidumbre de los tipos de cambio y la subsiguiente reducción de la prima de riesgo que está efectivamente incluida en el coste del capital; ello debería generar un incremento de las inversiones y de la producción. Lo más probable, sin embargo, es que las mayores ventajas de la realización de la UME sean su contribución a desarrollar aún más lo que, en definitiva, es el objeto de este estudio: el proceso de integración de los mercados; pues resultará, sin duda, más fácil conseguir la integración financiera, y también la real, en la ausencia de fluctuaciones frenéticas de los tipos de cambio y si se aplica una política monetaria común. Como se demostró en la primera parte, a lo largo de los años ochenta y hasta 1991, el nivel de correlación en los mer-

cados de obligaciones y en las bolsas ha estado aumentando constantemente y los últimos años de dicho período fueron caracterizados por una estabilidad inusual de los tipos de cambio europeos. También podrían sacarse otras ventajas en la medida en que la UME sea capaz de garantizar una mayor estabilidad de los precios en Europa, un factor importante para el crecimiento continuado en el área, y de promover el ECU o la nueva moneda única como una divisa de reserva internacional.

Los costes económicos de la UME, por su parte, también son de consideración. El más importante está relacionado con la lógica pérdida de la política monetaria como instrumento de ajuste de los desequilibrios macroeconómicos. El valor real de este coste dependerá de muchos factores, siendo los de mayor importancia el nivel de asimetría de las perturbaciones reales que afecten a las economías de la zona, el grado de movilidad de los factores internacionales dentro de los Estados miembros, el nivel de flexibilidad de los precios y salarios y la posibilidad de utilizar la política fiscal para tratar los problemas domésticos que requieran intervenciones macroeconómicas estabilizadoras.

No pretendemos emprender aquí un análisis exhaustivo de los costes y ventajas, tarea llevada a cabo por otros muchos<sup>29</sup>. La conclusión general que se puede sacar de esos estudios es que una unión monetaria en Europa debe considerarse saludable para la Comunidad. Su incidencia positiva en la integración económica y financiera debería superar el coste por la pérdida de herramientas estabilizadoras frente a los choques asimétricos.

Desde luego, la relación coste-beneficio será más favorable para algunos países que para otros, así como resulta de las diferencias económicas estructurales que caracterizan las eco-

<sup>29</sup> Ver Viñals (1994) y la bibliografía reseñada.

nomías de la UE. Probablemente serán los países con estructuras productivas diversificadas o que ya han alcanzado un alto nivel de integración (como los países estrechamente vinculados con Alemania) los que soporten los menores costes económicos. Se puede llegar a una conclusión similar para aquellos países cuyos factores sean los más móviles y donde los salarios y precios gocen de los niveles de flexibilidad más altos.

## El Banco Central Europeo

Una de las piedras angulares de la integración financiera y monetaria europea es la creación del Banco Central Europeo (BCE) y el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC). El IME, fundado en Frankfurt en enero de 1994, coordinará las políticas monetarias de los Estados miembros hasta que el BCE se haga oficialmente cargo y responsable de la política monetaria en Europa. Mientras tanto, hay que valorar cuestiones importantes y delicadas. Por ejemplo, el grado deseable de independencia del BCE con respecto a todos los estamentos políticos o la relación óptima entre la inflación y la estabilización de la producción que deba perseguir el BCE.

Una teoría monetaria reciente subraya la importancia de la credibilidad de las políticas monetarias. El resultado central es que una política monetaria es más eficaz cuando la aplica un banco central conservador, es decir una institución que concede más importancia a la estabilidad de los precios que a la estabilización del empleo. Desde esta perspectiva, la reputación del Bundesbank por adoptar una postura antiinflacionista rígida es probablemente su primer as y el factor responsable de su éxito. Pero, el tener un gobernador «conservador» no es suficiente para asentar una reputación de que se esté aplicando una política monetaria prudente. Es vital que el banco central pueda desarrollar sus políticas independientemente

de cualquier control político que pudiera presionar a la institución monetaria para que ésta adopte políticas diferentes de las que, de otro modo, hubiera elegido. Un banco central independiente no implica, sin embargo, que esté excluida la estabilización de la producción. Por el contrario, un banco central con la reputación de no abusar de las políticas monetarias para alcanzar objetivos políticos puede ser eficaz en la estabilización de la economía sin tener que generar una inflación excesiva. Existen datos, p.ej. en Grilli, Masciandaro y Tabellini (1991) así como en Alesina y Summers (1991), que confirman que el comportamiento de la economía en los países con bancos centrales relativamente más independientes no es peor que en los demás países. La independencia del banco central está asociada con una menor inflación por regla general, pero no tiene ninguna incidencia significativa en el crecimiento real de la producción, ni en su variabilidad. Por tanto, el tener un banco central independiente conlleva ventajas aparentemente sin costes en términos de resultado macroeconómico.

¿Qué implica el acuerdo de Maastricht para la autonomía del BCE? ¿Es el BCE similar a cualquiera de los bancos centrales nacionales de los países europeos? La medida del nivel de autonomía de un Banco Central no es sencilla en absoluto. No hay un único indicador que abarque adecuadamente a todos los aspectos relevantes que hacen al caso. En este estudio, seguimos los criterios inicialmente propuestos por Grilli, Masciandaro y Tabellini (1991) según los cuales se hacía una distinción entre la independencia política y la independencia económica de una institución monetaria <sup>30</sup>. Pero hemos actualizado los índices de independencia sugeridos para tener en cuenta los últimos cambios institucionales y regulado-

<sup>30</sup> La clasificación propuesta por Grilli et al. (1990) es más amplia y completa que un trabajo realizado anteriormente por Bade y Parkin (1982).

res de las leyes sobre bancos centrales en Europa.

### *Independencia política del BCE*

La independencia política se define como la capacidad de un Banco Central de elegir sus objetivos de política monetaria de forma autónoma, sin ningún tipo de obligación ni influencia gubernamental. Un primer elemento importante que asegura la autonomía de un Banco Central es la garantía para el Gobernador y el Consejo de Dirección de ser nombrados para mandatos de larga duración. Unos mandatos cortos podrían hacer que el Consejo de Dirección del Banco fuera más vulnerable a las presiones políticas oportunistas debido a la incertidumbre casi permanente de su reelección<sup>31</sup>. Además, los nombramientos de corta duración aumentan la probabilidad de que cada gobierno (incluso el más efímero) designe un nuevo Banquero Central, lo cual aumentaría la volatilidad en la gestión de la política monetaria [Alesina (1989)]. El proyecto de estatutos del BCE fija en ocho años el mandato del Presidente, es decir un plazo igual que en el Bundesbank. En todos los demás bancos centrales que tienen una duración específica para el cargo de Presidente el plazo es más corto. Así, en el Reino Unido por ejemplo, es de cinco años. En Italia y en Dinamarca el mandato del Gobernador no tiene una duración concreta, aunque esto no significa que el nombramiento se haga de por vida. Al contrario, como ocurrió en el pasado, puede facilitar la destitución repentina del Gobernador.

Volviendo ahora al Consejo de Dirección del BCE, comprobaremos primero que los estatutos del BCE prevén la creación de dos órganos decisorios distintos: el Consejo y el Co-

<sup>31</sup> Para un estudio en profundidad de los efectos de los «incentivos a la reelección» de los gobernadores de los bancos centrales, véase Alt (1991).

mité Ejecutivo (un subconjunto del Consejo). El Consejo Ejecutivo sería elegido por el Consejo Europeo de Primeros Ministros por un período de ocho años. Los demás miembros del Consejo serían los gobernadores de los bancos centrales nacionales de cada país de la UE. Por consiguiente, la duración de su mandato dependerá de las distintas normativas nacionales. No obstante, los estatutos del BCE prescriben un mandato mínimo de cinco años para todos los miembros del Consejo. Esta disposición obligará a cambiar los estatutos de los bancos centrales donde el mandato actual del Gobernador es de cuatro años. En 1993 y 1994, se aprobaron nuevas y más conservadoras leyes sobre el Banco Central en Bélgica (marzo 93), Francia (diciembre 93) y España (junio 94). El mandato de ocho años del Consejo del BCE es idéntico al del Consejo del Bundesbank, pero es más largo que el vigente en todos los demás países europeos. Por ejemplo, es de seis años en Francia, cuatro en el Reino Unido y tres en Italia.

Un segundo factor determinante para la independencia de un banco central de las presiones políticas es la contemplación, en los estatutos de dicho banco, de una participación explícita del Gobierno en las decisiones de política monetaria. Tal participación puede hacerse en forma de la necesaria aprobación oficial por el Gobierno de la política monetaria o en forma de la presencia de miembros del Gobierno en el Consejo del banco central. El proyecto de estatuto del BCE prohíbe explícitamente la admisión de los representantes del Consejo Europeo en el Consejo del BCE. El estatuto autoriza únicamente la presencia pasiva, es decir sin derecho a voto, de un pequeño número de funcionarios de la UE en las reuniones del Consejo. Conforme al estatuto no se requiere la aprobación de la política monetaria por ninguna de las instituciones de la UE, ni por los gobiernos nacionales. De hecho, está tajantemente prohibido a los miembros del Consejo del BCE recibir cualquier instruc-

ción tanto de las instituciones políticas nacionales como de las de la Comunidad. Estas reglamentaciones son muy similares a las del Bundesbank y son más estrictas que las de la mayoría de los demás Bancos Centrales de la UE. En efecto, en el Reino Unido por ejemplo, hay representantes del Gobierno en el Consejo de Administración del Banco Central y la política monetaria ha de ser aprobada por el Gobierno <sup>32</sup>. En las tablas B1 y B2 del Anexo adjunto se reproducen los criterios generales que hemos utilizado para evaluar los indicadores de la independencia política de los bancos centrales europeos así como el valor de dichos indicadores para cada país.

Por otra parte, un Banco Central tendrá más capacidad para perseguir sus propios objetivos sin interferencia política alguna si dichos objetivos están explícitamente definidos en su estatuto, ya que, de esta forma, los mismos no podrán ser cambiados fácil y arbitrariamente por el Gobierno en el poder. El estatuto del BCE estipula que el primer objetivo del BCE es la estabilidad de los precios. De nuevo, la similitud entre el proyecto de BCE y el Bundesbank es sorprendente. Entre los países de la CE, sólo Dinamarca y Holanda, y más recientemente Francia y España, son las únicas naciones donde, aparte del Bundesbank, los Bancos Centrales han insertado en sus estatutos la estabilidad de los precios como uno de sus objetivos declarados. Las tablas 11 y 12, a continuación destacan el peso del objetivo «inflación» en las leyes de los bancos centrales, el objetivo intermedio perseguido por las distintas autoridades monetarias y la forma en que los bancos centrales de Europa señalan un cambio en la política monetaria nacional. Otras tablas interesantes (B5-B7), incluidas en el Anexo, resumen las funciones asignadas a cada uno de los bancos centrales de Europa, el tipo

de acciones de política monetaria emprendidas y las diferencias existentes en los requisitos de reserva en la CEE.

**Tabla 11**  
**Política monetaria: Objetivos de inflación y Objetivos intermedios**  
(Selección de Países de la CE, 1993)

País	Objetivo «Inflación» en Estatutos del Banco Central		Objetivos intermedios	
	Fuerte	Débil	Tipo de cambio	Oferta monetaria
Bélgica . . . . .		*	*	
Dinamarca . . . . .	*		*	
Francia . . . . .	*		*	*
Alemania . . . . .	*		*	*
Italia . . . . .		*	@	*
Holanda . . . . .	*		*	
España . . . . .	*		*	*
Reino Unido . . . . .		*	@	*

Nota: @ indica que, a pesar de no ser un objetivo intermedio, la variable tiene, de alguna forma, cierta importancia en la función de reacción del banco central.

Fuente: J. P. Morgan, *Guide to Central Bank Watching*, 1994.

### *Independencia económica del BCE*

La segunda componente de la autonomía de un Banco Central es su independencia económica, esto es su facultad de utilizar, sin restricciones, los instrumentos de política monetaria para conseguir los objetivos de la política monetaria. Uno de los condicionantes más importantes y más comunes de la gestión diaria de la política monetaria se origina en la obligación para el Banco Central de financiar el déficit público. Este condicionante ha sido particularmente importante para países con un alto nivel de endeudamiento público, como son Bélgica, Irlanda e Italia. A este respecto también, la similitud entre el BCE y el Bundesbank es impresionante. En concreto, el BCE no está autorizado para abrir líneas de crédito, ni si-

<sup>32</sup> Caso de que el Reino Unido decidiera participar en la Tercera Fase, debería introducir importantes modificaciones en los Estatutos de su Banco Central.

**Tabla 12**  
**Sistema empleado por el Banco Central para señalar a los mercados**  
**los cambios en la política monetaria**  
 (Selección de Países europeos, 1993)

Bélgica	Por medio del tipo de recompra.
Dinamarca	Por medio de cambios de los tipos de descuento y tipos de interés de los depósitos
Francia	Por medio de cambios del tipo de intervención (mínimo) si los tipos bajan; Por medio de cambios del tipo repo a 5-10 días (máximo) si los tipos suben.
Alemania	Por medio de cambios del tipo de descuento (mínimo) y del tipo Lombardo (máximo). Dentro del túnel, el tipo repo es un indicador útil también.
Italia	Tipo repo en caso de pequeños cambios; tipo de descuento en caso de cambios mayores.
Holanda	Por medio del tipo sobre anticipos especiales.
España	Tipo repo a 10 días; asignación de reservas al comienzo de cada período de mantenimiento de 10 días.
Reino Unido	Cambio de los tipos de interés sobre préstamos y tipos de negociación con las casas de descuento.

Fuente: J.P. Morgan, *Guide to Central Bank Watching*, 1994.

quiera de carácter provisional, a instituciones públicas de un país determinado o de la Comunidad. Además, el BCE también tiene prohibido participar en el mercado de emisión de los bonos del Estado de un país determinado. El BCE sólo tiene derecho a participar en el mercado secundario de los bonos del estado para realizar «operaciones de mercado abierto». Esta disposición difiere sensiblemente de la situación que existía antes, por ejemplo, en Francia e Italia donde, hasta un pasado próximo, los bancos centrales estaban autorizados a otorgar facilidades de crédito a sus respectivos Ministerios de Hacienda. Sin embargo, en los últimos dos años, estos dos países han experimentado importantes cambios destinados a reforzar la independencia económica de sus bancos centrales. Las tablas B3 y B4 proporcionan información sobre la construcción de los indicadores de independencia económica de los bancos centrales europeos y sobre los valores de dichos indicadores en los distintos Estados miembros.

Por otra parte, en el gráfico 8, presentamos una imagen resumida de la posición relativa de los bancos centrales europeos, en 1994, en cuanto a su independencia política y económica de los gobiernos nacionales. A fin de permitir la comparación de este gráfico con la

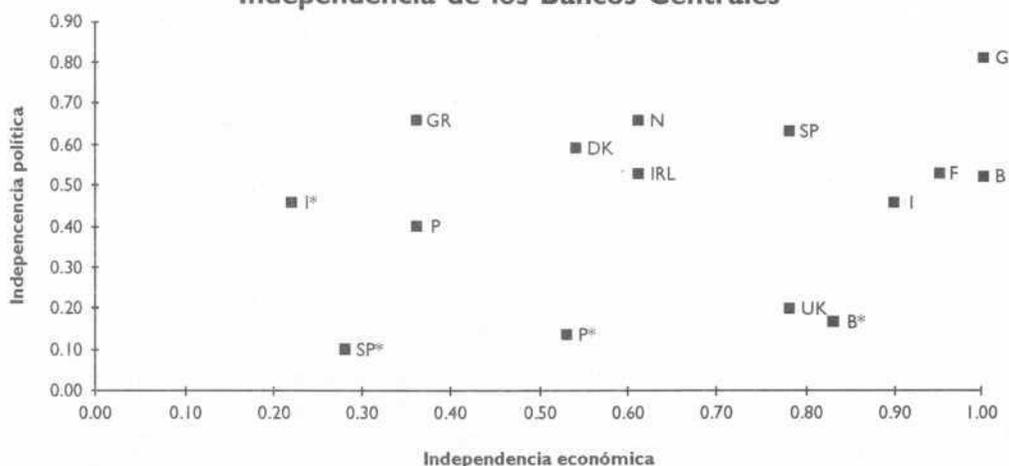
imagen equivalente presentada en Alesina-Grilli (1992), que utilizan datos de 1990 (y un método de evaluación de los indicadores apenas ligeramente diferente), facilitamos también los valores de los indicadores del año 1990 para los países (marcados con un asterisco) que experimentaron recientemente modificaciones reglamentarias o institucionales. Como puede apreciarse a primera vista, los bancos centrales de Francia, España, Italia y Bélgica son, en la actualidad, francamente más independientes.

Si posicionáramos el BCE en el gráfico 8, comprobaríamos las similitudes omnipresentes con el Bundesbank. Según nuestra clasificación, ambos coinciden prácticamente y son mucho más independientes que cualquier otro banco central de la UE<sup>33</sup>. A modo de conclusión, si el BCE se creara conforme al proyecto de estatutos, tendría un nivel de independencia muy elevado y, por tanto, estaría garantizada su aptitud para perseguir sus objetivos con toda credibilidad.

En el gráfico 9, se han situado los niveles de independencia total de los bancos centrales de la UE (obtenidos sencillamente sumando los índices ponderados de independencia política

<sup>33</sup> Con todo, el Bundesbank está aún sujeto a cierta interferencia política.

**Gráfico 8**  
**Independencia de los Bancos Centrales**



B: Bélgica. DK: Dinamarca. F: Francia. G: Alemania. GR: Grecia. I: Italia. IRL: Irlanda. N: Holanda. P: Portugal. SP: España. UK: Reino Unido.

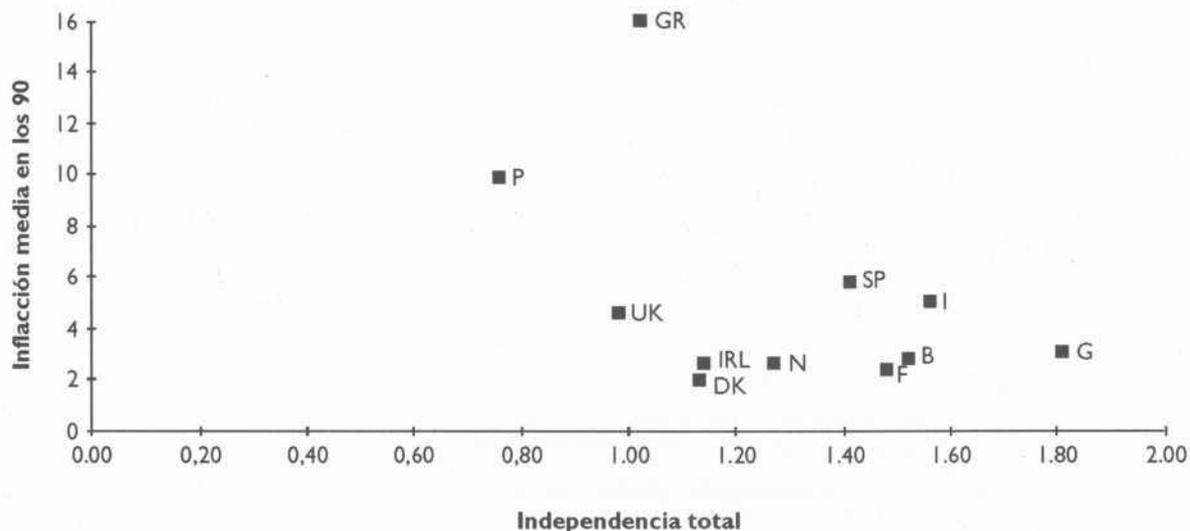
y económica) relacionados con la inflación media registrada en cada país en el período 1990-1994. La comparación de este gráfico con el correspondiente a los años ochenta (gráfico 10) conduce a unas observaciones interesantes<sup>34</sup>. Si bien es cierto todavía que los países donde el banco central tiene poca independencia (Grecia, Portugal) tienen los tipos de inflación más altos, Alemania deja de ser el país con los mejores resultados en cuanto a estabilidad de los precios, pese a la buena reputación y gran independencia del Bundesbank. Esta particularidad sin duda refleja los problemas con los que Alemania se enfrentó en el proceso de su reunificación y puede considerarse asimismo una de las causas básicas de la crisis del SME en 1992. A decir verdad, desde hace tiempo, una explicación del SME pretendía asimilarlo a un acuerdo deseado por las naciones más propensas a tener una fuerte inflación, con el fin de apropiarse los mejores resultados de Alemania en cuanto a estabilidad de precios, al vincular simplemente sus tipos de cambio

con el marco y a costa de perder su control sobre la política monetaria nacional como instrumento estabilizador. Si esto es así, es normal que el acuerdo se desintegrara en cuanto el control monetario en toda la zona ya no estuviese en manos del actor más virtuoso o éste buscara otros objetivos. Volveremos sobre este punto más adelante.

Los países donde el banco central tiene poca independencia, como Grecia y Portugal, son los que mayor provecho pueden sacar, en términos de reputación de política monetaria, de una adhesión al BCE. Como lo subrayamos antes, sin embargo, una unión monetaria no se hace sin costes. En una unión monetaria, la política monetaria estará establecida a nivel europeo para responder a choques que afecten a toda Europa, pero no podrá diseñarse para satisfacer las necesidades de un país concreto. Se reducirán las posibilidades de estabilización, por medio de las políticas monetarias, de las producciones y tasas de desempleo de las economías nacionales. En particular, los costes de adhesión a la unión monetaria dependerán de las diferencias de comportamiento de las pro-

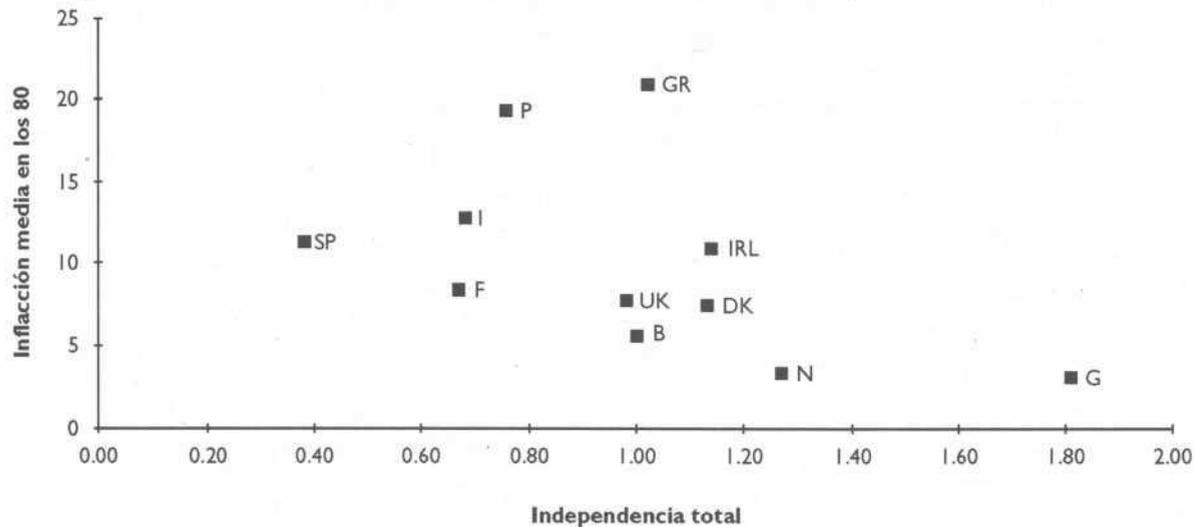
<sup>34</sup> Véase Alesina-Summers (1991) y Grilli, Masciandaro y Tabellini (1991).

**Gráfico 9**  
**Independencia de los Bancos Centrales e Inflación en Europa en los años noventa**



B: Bélgica. DK: Dinamarca. F: Francia. G: Alemania. GR: Grecia. I: Italia. IRL: Irlanda. N: Holanda. P: Portugal. SP: España. UK: Reino Unido.

**Gráfico 10**  
**Independencia de los Bancos Centrales e Inflación en Europa en los años ochenta**



B: Bélgica. DK: Dinamarca. F: Francia. G: Alemania. GR: Grecia. I: Italia. IRL: Irlanda. N: Holanda. P: Portugal. SP: España. UK: Reino Unido.

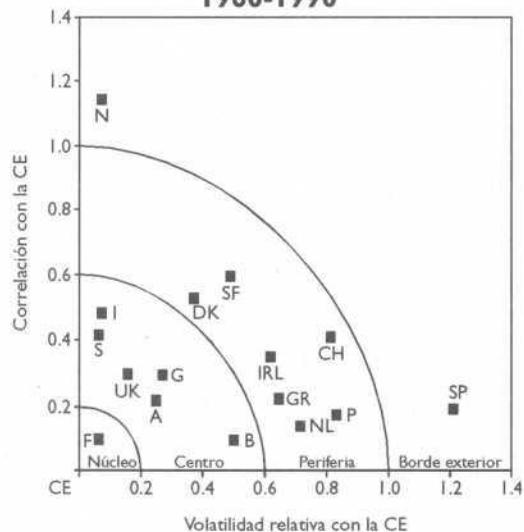
ducciones nacionales y de la producción europea. Cuanto mayores sean las diferencias en las varianzas de las producciones y cuanto menor sea la correlación entre las producciones nacionales y la europea, mayor será el coste potencial de participación en la unión monetaria. De hecho, a menos que la producción de un país (por ejemplo el Reino Unido) sea tan variable como y perfectamente correlacionada con la producción total europea, el BCE estará constantemente hiperestabilizando o hipostabilizando la economía, desde el punto de vista del Reino Unido. Por ejemplo, en el caso extremo de la ausencia total de correlación entre la producción del Reino Unido y la producción total europea, el BCE actuaría de manera contractiva cuando se produzca una recesión en el Reino Unido y de manera expansiva si el Reino Unido registrara una expansión económica.

Siguiendo este argumento, Alesina-Grilli (1992) evaluaron el coste de la adhesión a la Unión Monetaria, creando un índice de «distancia económica» entre la CE y cada uno de los doce (en aquel entonces) países de la CE. Dicha distancia se mide en términos de desviaciones estándar y coeficientes de correlación entre la tasa de crecimiento de las producciones nacionales y la de la producción global de la CE. En el gráfico 11, reproducido del Informe Anual de 1992 del CEPR, se indican también las distancias, con respecto a la CE, de antiguos países de la AELC tales como Austria, Suecia, Finlandia, Noruega y Suiza; los tres primeros de estos países entraron en la UE en enero de 1995. El examen del gráfico 11 debe hacerse tomando precauciones, porque la serie de producciones que se ve es el resultado de las políticas monetarias nacionales que deberían estar excluidas del análisis. En realidad, las varianzas y correlaciones de las producciones reflejan el tipo y el nivel de las intervenciones realizadas por las autoridades monetarias nacionales en el período desde 1960 hasta 1990. El gráfico distingue distintas

zonas de la Comunidad Europea: un núcleo, un centro, una periferia, una franja exterior. Francia únicamente está en el núcleo, ya que el comportamiento cíclico de su producción coincide prácticamente con el de la CE. En el centro, se encuentran seis países de los cuales cuatro eran, entonces, miembros de la CE (Bélgica, Italia, Alemania y el Reino Unido) y dos eran «países terceros» (Austria y Suecia).

El gráfico muestra que los países que más tienen que perder con la unión monetaria, desde el punto de vista de la estabilización, son los situados en la periferia de Europa: España, Grecia, Portugal e Irlanda. Bastante interesante es el que estos países eran también los que más podrían ganar, por lo que a la credibilidad de sus políticas monetarias se refiere, ya que se caracterizaban por la independencia reducida de sus bancos centrales y una elevada inflación (ver gráfico 10).

**Gráfico 11**  
**Distancia económica de los Miembros de la CE y de la AELC con la CE, 1960-1990**



A: Austria. B: Bélgica. CH: Suiza. DK: Dinamarca. F: Francia. G: Alemania. GR: Grecia. I: Italia. IRL: Irlanda. N: Noruega. NL: Holanda. P: Portugal. S: Suecia. SF: Finlandia. SP: España. UK: Reino Unido.

Acerca de tal justificación de una unión monetaria por el «incremento de credibilidad» que implique, se plantea la cuestión importante de saber por qué los países que no precisen reforzar su credibilidad (p.ej. Alemania) puedan desear adherirse a esta unión. Aunque dichos países están estrechamente correlacionados con Europa y, por consiguiente, tienen menos que perder, no está nada claro por qué quieran tomar parte en este proceso. La respuesta debe ser que tienen algo que ganar en otros terrenos, por ejemplo la reducción de los costes de las transacciones y de la incertidumbre monetaria o el beneficio de la cooperación de las políticas monetarias, ninguno de los cuales está contemplado explícitamente en este estudio. De forma más general, una opinión ampliamente compartida acerca del proceso de integración económica de Europa es que las ventajas económicas no son más que una parte de la historia y, tal vez, no la más importante. Puede que tengan mayor peso las ventajas políticas que, a largo plazo, resulten de la creación de una «nación europea».

### **El camino hacia la UME**

Se suele dividir el período de funcionamiento del SME en dos fases. En el «antiguo SME», se realizaban frecuentes reajustes de las paridades centrales (más de uno al año de promedio) con vistas a restablecer el equilibrio de la competitividad entre los países miembros. Además, gracias al uso extensivo de los controles de capitales, los países con las monedas más débiles podían aislar, parcialmente, la política monetaria nacional de la de Alemania. La segunda fase del SME (el «nuevo SME»<sup>35</sup>), iniciada hacia 1987, se caracterizó, en cambio, por una mayor disciplina coherente con la decisión de mantener estable el tipo de cambio nominal con respecto al marco alemán. Los

<sup>35</sup> Giavazzi-Spaventa, 1990.

Acuerdos de Basilea-Nyborg (1987) dotaron a los países de los instrumentos considerados útiles para contrarrestar la especulación masiva: la fluctuación dirigida del tipo de cambio dentro de la banda por medio de intervenciones inframarginales, facilidades de crédito ilimitadas y cambios de los tipos de interés. Tales instrumentos fueron diseñados para permitir una supresión progresiva de los controles de capitales que iban a ser abandonados en julio de 1990 de acuerdo con lo estipulado en el Acta Unica. Un par de años más tarde, el Informe Delors (1989) planificó el camino hacia la UME en tres etapas, empezando la primera con la liberalización de los movimientos de capitales en el SME en el verano de 1990.

Después de un período de éxitos en la coordinación monetaria y la estabilidad de los tipos de cambio en 1990 y 1991, en el primer semestre de 1992 se asistió a una aceleración del crecimiento monetario en numerosos países de la CE y los agregados monetarios se desviaron, a menudo, de las sendas trazadas. De hecho, mientras que los diferenciales de tipos de interés eran pequeños, los tipos de interés a corto plazo tendieron a subir y se mantuvo un nivel de actividad económica bajo en toda la zona. Esta situación suscitó inquietudes acerca de la idoneidad de políticas monetarias rigurosas en países donde se habían conseguido considerables progresos en la contención de la inflación, pero donde el desempleo iba aumentando rápidamente.

### **La crisis del SME de 1992**

Se llegó al verdadero momento crítico en junio de 1992, «cuando el rechazo del Tratado de Maastricht por Dinamarca desencadenó un malestar creciente en los mercados cambiarios de la Comunidad»<sup>36</sup>. Las condiciones de los

<sup>36</sup> Comité de Gobernadores de los Bancos Centrales de la CEE, *Informe Anual*, 1992.

mercados de dinero empezaron a divergir claramente: Alemania mantuvo firmemente una actitud rigurosa en su postura monetaria, mientras que todos los demás países dentro del SME, excepto Bélgica y Holanda ligados a Alemania, sufrieron presiones sobre sus monedas. Esta situación marcó el principio de un verano caliente que finalizó en setiembre con la crisis más grave jamás conocida en el SME. Se decidieron dos reajustes, uno tras otro, después de cinco años sin reajustes. Italia y el Reino Unido salieron del MTC y sus monedas comenzaron a fluctuar libremente. Poco después, los ataques especulativos se desplazaron masivamente hacia países más vulnerables, lo que supuso el fin definitivo de las esperanzas en la estabilidad de los tipos de cambio. En el gráfico 12, que habla por sí solo, se muestra la evolución de los tipos de cambio de las monedas más débiles.

Se han avanzado varias explicaciones de la crisis. Sin duda, la más importante parece ser el conflicto entre los objetivos internos y los externos. En muchos países (Italia y el Reino Unido, entre otros), el nivel de los tipos de interés nominales exigido para el mantenimiento de la paridad central entre las monedas nacionales y el marco alemán resultó demasiado alto comparado con las necesidades de la economía nacional al enfrentarse ésta con un rápido deterioro de las condiciones del mercado laboral. Los países mencionados y otros (como Francia) reclamaron una reducción de los tipos de interés, invitando explícitamente a Alemania a dar el primer paso debido a su papel dominante en el sistema. Sin embargo, en este país, la evolución de los precios y salarios así como el empeoramiento de la situación fiscal no se percibieron como factores que permitían un aflojamiento de la postura monetaria. La contrapropuesta alemana referente a la revaluación general del marco respecto de todas las demás monedas fue descartada al oponerse Francia movida por preocupaciones acerca de

la pérdida de credibilidad por el abandono del vínculo franco-marco.

Los mercados empezaron a hacer honor a la posibilidad de que se pudiera alcanzar en breve unos límites en la voluntad de otros países de subir los tipos oficiales más allá de los niveles en vigor, con el fin de seguir defendiendo las paridades centrales. En este sentido, el anuncio de un referéndum nacional sobre el Tratado de Maastricht en Francia, una vez conocido el resultado negativo registrado en Dinamarca, contribuyó a aumentar la inseguridad del mercado, ya que se consideraba el mismo como la fecha probable de un nuevo reajuste.

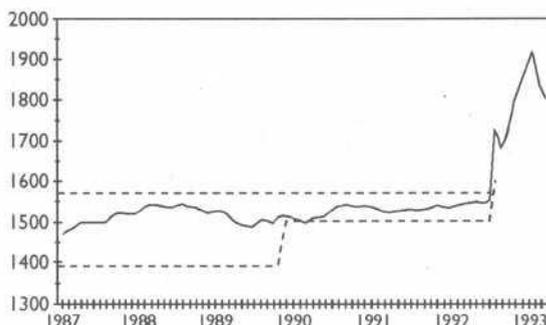
Los últimos meses de 1992 y el año 1993 fueron una etapa difícil en el camino hacia la UME. Como consecuencia del movimiento forzado hacia las bandas de fluctuación de un 15 % (2 de agosto de 1993), muchos autores insinuaron que el MTC y el propio proyecto de Unión Monetaria Europea habían descarrilado. El debate perdió ímpetu, a pesar de que los Gobiernos de Europa siguieran creyendo en la utilidad de una futura moneda europea única. Luego, poco a poco, los responsables de la política de los Estados miembros volvieron a hacer declaraciones a favor del MTC y de la UME y formularon nuevas propuestas para una transición viable hacia la Tercera Fase, dejando atrás las preocupaciones generalizadas sobre el contenido monetario algo «impreciso» de la Segunda Fase «de transición». En efecto, si bien el IME creado en 1994 puede «emitir opiniones o recomendaciones sobre la orientación general de la política monetaria y cambiaria», las mismas no tienen absolutamente ninguna fuerza obligatoria.

Artis (1994) comenta los principales trabajos realizados sobre este tema, dejando bien sentado que la cuestión más difícil en ese período de transición hacia la UME será cómo volver a estrechar las bandas de los tipos de

## Gráfico 12 La crisis del SME de septiembre de 1992

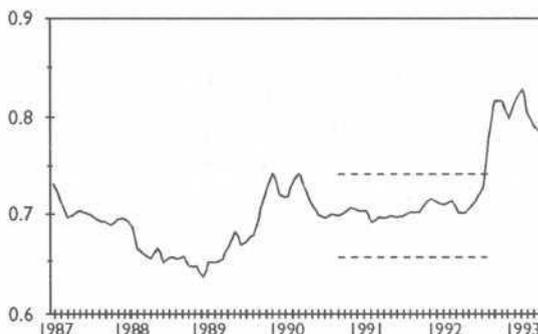
### TIPO DE CAMBIO NOMINAL

Liras italianas por ECU



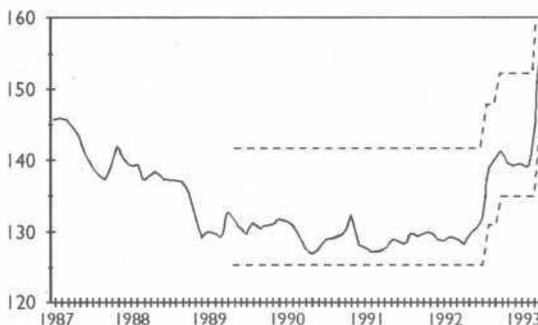
### TIPO DE CAMBIO NOMINAL

Libras esterlinas por ECU



### TIPO DE CAMBIO NOMINAL

Pesetas españolas por ECU



cambio dentro del MTC de forma duradera. Ello debería permitir a los países «vivir una experiencia lo más parecida posible a una unión monetaria antes de comprometerse definitivamente a la misma». En una primera propuesta, el estrechamiento de las bandas podría acompañarse de la reintroducción de los controles de capitales.

## Controles de capitales

Como vimos, los controles de capitales fueron utilizados frecuentemente por muchos países europeos durante la llamada «primera fase» del SME, cuando se reajustaban periódicamente los tipos de cambio reales en los países de esta área mediante el reajuste de las paridades centrales. Aunque el Informe Delors estipulaba que la mayoría de los miembros del MTC debían liberalizar completamente los movimientos de capitales en el área antes de julio de 1990 (a Grecia, Portugal y España se les otorgó un plazo mayor para que pudieran actuar de una forma más progresiva), en todo el mundo los controles de capitales y demás formas de restricciones a la operativa en divisas eran más bien la regla que una excepción en aquel entonces (1990)<sup>37</sup>.

En un estudio reciente, Mathieson y Rojas-Suárez (1992) identifican cuatro razones para imponer controles de capitales, a saber:

- a) limitar los movimientos de capitales volátiles a corto plazo (evitando problemas con la balanza de pagos);
- b) mantener la base imponible nacional;
- c) retener el ahorro interno;

<sup>37</sup> Los datos del FMI indican que sólo 30 países (9 industrializados y 21 en vía de desarrollo) no imponían ninguna limitación a los movimientos de capitales.

d) apoyar los programas de estabilización y de reformas estructurales.

De entre ellas, las dos primeras son particularmente importantes para los países industrializados. Según a), una razón para limitar la movilidad de los capitales en caso de tipos de cambio fluctuantes depende de la diferente velocidad de ajuste entre el sector financiero y el sector real. Mientras los tipos de cambio nominales se desplazan inmediatamente hacia los mercados de activos líquidos, los ajustes en la economía real se producen más despacio, debido a la rigidez de los salarios reales o a la irreversibilidad de las decisiones de inversión. Puede que la velocidad diferencial de ajuste, junto con la volatilidad exógena extraordinaria en los mercados financieros, genere una volatilidad excesiva de los tipos de cambio, con efectos negativos sobre la actividad económica real <sup>38</sup>.

Alesina, Grilli y Milesi-Ferretti (1993) comprobaron que, en el período de 1950 a 1989, había controles de capitales implantados en los países de la OCDE un 80 % de las veces cuando se aplicaba una política de tipo de cambio fijo o regulado y sólo un 54 % en los casos en que los tipos de cambio eran flotantes. Desde luego, cuando los tipos de cambio son fijos, la libertad de los movimientos de capitales a corto plazo puede provocar grandes alteraciones de las reservas de divisas, el final de la estabilidad o una alta volatilidad de los tipos de interés. La reciente experiencia en el MTC y en los países que unilateralmente vinculaban sus tipos al ECU o al marco lo demuestra perfectamente. Unos controles eficaces de los capitales pueden, al menos, mitigar tales efectos indeseables a corto plazo.

<sup>38</sup> Tobin (1978) proponía medidas para disuadir los movimientos de capitales a corto plazo, tales como un impuesto uniforme sobre todas las transacciones de divisas, mientras que Dornbusch (1986) sugería la adopción de

Naturalmente, se pueden producir crisis porque los factores fundamentales están desacordes, como es el caso cuando dos objetivos de política macroeconómica (la expansión del crédito nacional y los tipos de cambio fijos, por ejemplo) son incompatibles entre sí. En ausencia de controles de capitales, sin embargo, la viabilidad de un mecanismo de referencia ajustable exige importantes cambios de los tipos de interés antes de la realineación de los tipos de cambio; dicha variabilidad de los tipos de interés es especialmente dañina en los países que tienen un fuerte endeudamiento público a corto plazo o donde los instrumentos de endeudamiento a largo plazo están indexados sobre los tipos de interés a corto plazo, como en Italia.

Aunque deba motivarse, con cautela, la adopción de medidas políticas francamente incompatibles con tipos de cambio fijos a largo plazo, el incentivo para implantar controles de capitales es decididamente mayor cuando el tipo de cambio es regulado. La posibilidad de responder a ataques especulativos contra el tipo de cambio fijo, no motivados por los factores fundamentales del mercado, constituiría otra justificación de la imposición de controles de capitales: como lo señaló Obstfeld (1986), la estabilización del tipo de cambio podría ser destruida incluso si los factores fundamentales del momento son compatibles con el sistema de fijación. Tal razonamiento podría dar a entender que los gobiernos con serios «problemas de credibilidad» podrían ser blancos fáciles para ataques especulativos y, por lo tanto, podrían ser más propensos a imponer controles de capitales. Esto último a su vez permitiría a dichos gobiernos gravar más eficazmente la tenencia de dinero y activos; además, los controles de capitales facilitarían la reducción de

un sistema de tipo de cambio doble capaz de proteger parcialmente los sectores de actividad real contra la variabilidad de los mercados financieros internacionales.

los tipos de interés interiores mediante medidas administrativas y, por ende, la financiación de los gastos del gobierno. Estos argumentos constituyen una explicación fiscal «inflacionista» de los controles de capitales<sup>39</sup>.

En conjunto, parece posible insinuar una observación interesante. Hay una mayor probabilidad de que los controles de capitales sean impuestos por gobiernos fuertes que gozan de cierta libertad en la política monetaria porque el Banco Central no es muy independiente. Actuando de esta forma, estos gobiernos pueden incrementar sus ingresos de señorío y mantener los tipos de interés nacionales artificialmente bajos. En consecuencia, la deuda pública crece a un ritmo más lento. En caso contrario, cuando el Banco Central tiene suficiente independencia y no garantiza al Gobierno facilidades de crédito para financiar los déficit presupuestarios, el apretón de la presión fiscal puede forzar al Gobierno a optar por una política fiscal más solvente.

Si el retorno a los controles de capitales puede ser ventajoso o no para las monedas más débiles de la UE es una cuestión difícil de contestar. Los controles de capitales efectivamente permiten a los demás países europeos «optar por renunciar» a la disciplina que implica el seguir la política monetaria alemana. Hace poco, Eichengreen y Wyplosz (1993) propusieron el restablecimiento de los controles de capitales en la forma de un «impuesto Tobin» sobre las transacciones en el mercado de divisas como solución al «inestable SME».

<sup>39</sup> Esta teoría parece estar respaldada por pruebas aportadas recientemente por Alesina, Grilli y Milesi Ferretti (1993). Han estudiado una muestra de 20 países de la OCDE y han intentado identificar los factores institucionales, económicos y políticos determinantes en la toma de decisión acerca de la implantación de los controles de capitales. Aunque esta información no permite ninguna distinción entre los diferentes grados de intensidad de los controles de capitales, permite destacar otras constantes empíricas interesantes. La inclinación política

Esta medida podría surtir efecto al impedir que los mercados cambiarios proporcionen el terreno necesario para la especulación desestabilizadora. Pero tal impuesto también tendría consecuencias nefastas para el bienestar, debido a distorsiones en el comercio internacional y en la distribución mundial del capital. Una medida alternativa consistiría en imponer mayores requisitos de reservas a aquellas instituciones financieras que tomaran posiciones abiertas en el mercado de divisas.

Todas estas medidas, por supuesto, no coinciden con el espíritu del Tratado de Maastricht que contempla la posibilidad de restaurar los controles sobre los movimientos de capitales «entre los Estados miembros y terceros países» en circunstancias excepcionales únicamente. Parece difícil incluir en tales circunstancias lo ocurrido en la crisis del SME, cuando la mayoría de los problemas ciertamente no se debieron a las corrientes de capitales entre países de la CE y países exteriores a la CE.

Desde un punto de vista «puramente» económico, la principal objeción a los controles de capitales es que los mismos bien pueden ser útiles a corto plazo, pero no ayudan a eliminar las verdaderas causas de la debilidad de un economía determinada. Esta, al contrario, puede quedar apartada aún más de la situación económica existente en países más fuertes. Una vez que a los países con una moneda débil se les deje solos en su lucha contra sus problemas, nadie podrá predecir si dichos países llegarán algún día a la necesaria convergencia

del gobierno, por ejemplo, no parece ser un factor esencial en la decisión de establecer controles de capitales, aunque existe una mayor probabilidad que éstos los impongan gobiernos fuertes (mayoritarios). En cambio, la estructura de la economía sí es importante. Cuanto mayor sea el sector agrícola respecto del sector servicios, mayor será la probabilidad de que existan controles de capitales. Además, los países con bancos centrales muy independientes parecen menos propensos a recurrir a los controles de capitales.

de principios para reunirse con el grupo de los países que encabezan la Unión.

Se han propuesto otras dos vías para hacer factible el retorno a bandas estrechas de fluctuación de las paridades y a una transición segura hacia la Tercera Fase de la UME. La primera de ellas consiste en dotar al sistema con la componente de flexibilidad que le faltó al SME después de 1987, volviendo a paridades centrales indexadas y fronteras blandas en las bandas de los tipos de cambio. Este sistema disuadiría la especulación al eliminar las apuestas unilaterales, aunque a costa de perder la disciplina nominal asociada con bandas de tipo de cambio estrechas y con bordes rígidos. La segunda vía propone realzar las características simétricas de las políticas monetarias, reforzando el poder y los medios del IME que se convertiría de este modo en un «embrión de Banco Central Europeo». Mediante acuerdo previo, los países miembros deberían aceptar de antemano las recomendaciones del IME. Luego, los bancos centrales nacionales seguirían aplicando las políticas monetarias nacionales siguiendo «el ejemplo del líder (Bundesbank)», pero las acciones del líder deberán ajustarse a las sugerencias del IME. Esta última propuesta tiene el mérito de zanjar las dificultades (¿una gran explosión?) que pudieran surgir al pasar de la Segunda a la Tercera Fase en la que la política monetaria de toda la zona será dirigida por el BCE.

La conveniencia de llegar a la Tercera Fase de la UME antes de finalizar este siglo fue expresamente subrayada en el Tratado de Maastricht que fija en enero de 1997 la fecha para una primera verificación de que la mayoría de los países de la UE cumplen las condiciones necesarias para la adopción de una moneda única. Además, el Tratado (artículo 109) prevé que, si antes del final de aquel año los miembros de la UE no se hubieran puesto de acuerdo sobre la fecha de puesta en marcha de la UME, ésta entraría automáticamente en vigor en enero de 1999, pero úni-

camente para los países que cumplieren los requisitos de adhesión.

El Tratado de Maastricht impone unas condiciones explícitas sobre ciertos indicadores de mínima convergencia macroeconómica, que cada país deberá satisfacer antes de entrar en la Unión. Dichos Acuerdos fueron oficialmente ratificados por todos los Estados miembros de la UE en 1993, después de un período difícil en el que la incertidumbre, la falta de coordinación de las políticas económicas y monetarias y los ataques especulativos masivos condujeron al desmantelamiento virtual del mecanismo de tipos de cambio dentro del SME.

### **Criterios de Maastricht**

En la Tabla 13, se resumen los prerequisites que cada país debe cumplir para calificarse para entrar en la UME. Estos requisitos se refieren a la deuda pública, el déficit público, la tasa de inflación y los tipos de interés a largo plazo. La principal razón por la cual se propusieron estos criterios fue que, si se abandonaran a su suerte, los diferentes sistemas económicos y políticos existentes posiblemente no convergerían nunca de forma espontánea hacia políticas presupuestarias similares. Por consiguiente, era conveniente que la integración monetaria se acompañara con unas normas presupuestarias vinculantes para los distintos gobiernos nacionales.

La decisión tomada en Maastricht de imponer un límite a la magnitud de la deuda pública (un 60 % del PIB) y del déficit público (un 3 % del PIB) como requisito previo a la admisión en la unión monetaria se ajustaba a este punto de vista. Los criterios de convergencia también pueden beneficiar a los países fuertemente endeudados. De hecho, la introducción de normas externas vinculantes puede contrarrestar las distorsiones políticas internas en los países miembros y tener, por lo tanto, un efecto po-

**Tabla 13**  
**Criterios de convergencia**  
**de Maastricht**

	Variable objetivo	Requisito
<i>Deuda pública</i>	Deuda bruta total pendiente (General = Central y Local)	No > 60 % del PIB
<i>Déficit público</i>	Endeudamiento total neto del gobierno	No > 3 % del PIB
<i>Tasa de inflación</i>	Tasa de crecimiento del índice de precios al consumo	No superior en más de un 1,5 % a la tercera tasa más baja de la UE
<i>Tipo de interés</i>	Tipo de interés de los títulos del Estado a largo plazo	No superior en más de un 2 % al tipo de interés más alto de los tres países con la inflación más baja de la UE

sitivo para una mayor prosperidad. Como se da el caso en política monetaria, una de las ventajas de la suscripción de un acuerdo internacional puede ser el «atar las manos a uno», en este caso, atar las manos de Hacienda.

Además de normas fiscales, el Tratado fijaba otros requisitos que los estados miembros deben satisfacer para entrar en la unión monetaria. Estos son: 1) una inflación máxima de menos de 1,5 puntos porcentuales por encima de la tasa de los tres países que obtengan los mejores resultados; 2) unos tipos de interés a largo plazo que no superen en más de 2 puntos porcentuales los de los tres países con mejor comportamiento; y 3) mantenimiento de las bandas «normales» de fluctuación de las divisas, sin grandes tensiones durante los últimos dos años: en particular, ningún Estado deberá haber devaluado su moneda, por iniciativa propia, respecto de la de otro país miembro durante los dos últimos años.

Sin embargo, el Tratado autoriza cierta flexibilidad en la aplicación de los «criterios». Por ejemplo, por lo que se refiere a la convergen-

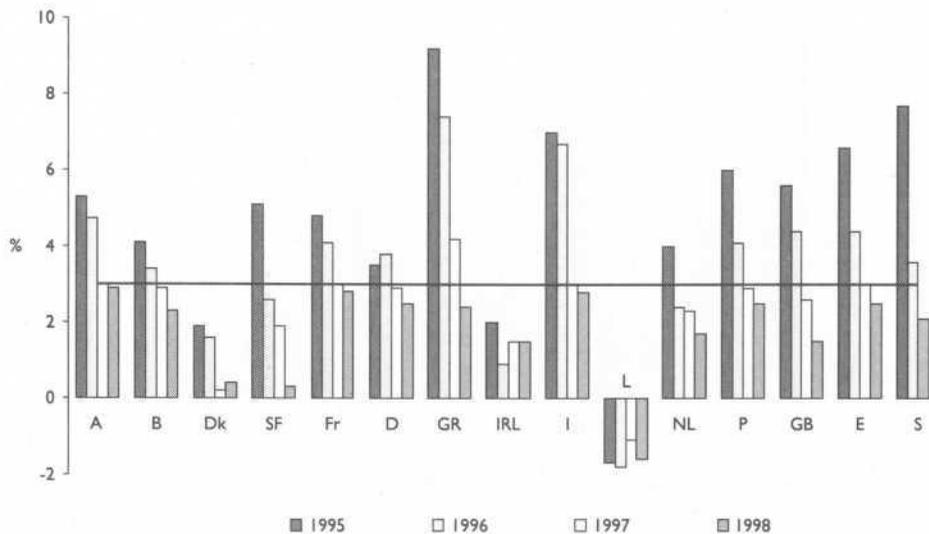
cia fiscal, sería suficiente que un país demostrara que su deuda se está reduciendo y acercando al objetivo fijado (< 60 % del PIB) a un «ritmo satisfactorio». Incluso podrían aceptarse déficits superiores al 3 % del PIB siempre y cuando se consideren «momentáneos y excepcionales». Es más, el conjunto de condiciones resumidas en la Tabla 13 no se encuentra contenido en el propio Tratado, sino en un protocolo adjunto que, en principio, podría siempre ser modificado posteriormente. A pesar de estas «advertencias», los criterios propuestos constituyen los puntos de referencia que sirven para evaluar, en cualquier momento, la distancia que separa un país miembro de la UE.

En los gráficos 13 y 14, presentamos unos simples histogramas en los que se puede apreciar cuáles de los miembros de la UE cumplían, en 1996, los «criterios fiscales» acordados en Maastricht. Además, incluimos las cifras oficiales que los diferentes gobiernos nacionales se han fijado como objetivos para 1997 y 1998. En cada gráfico, el límite de Maastricht está representado mediante una línea horizontal.

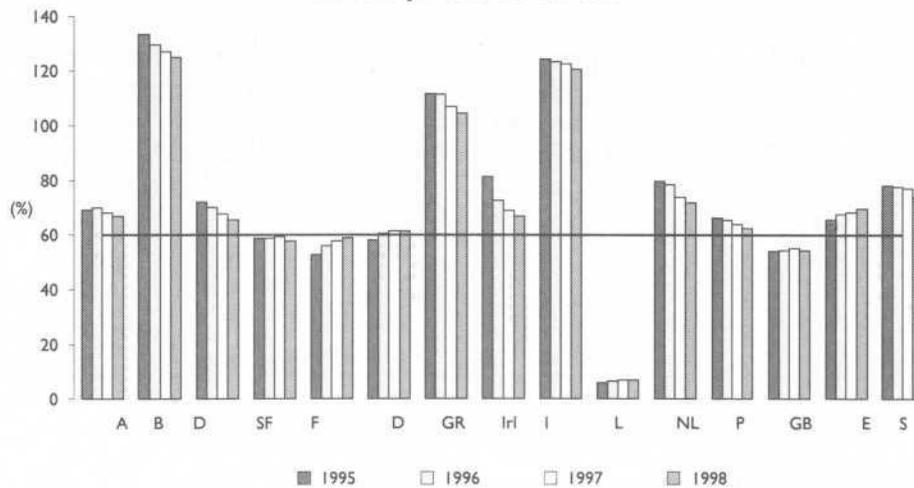
En cuanto a los indicadores fiscales, muchos países seguían teniendo graves problemas en 1996 para cumplir rigurosamente los criterios de Maastricht. Sin embargo, los objetivos oficiales de la relación entre déficit público y PIB para 1997 parecen haber mejorado significativamente. De alcanzarse estos objetivos, todos los países de la UE, menos Grecia, llegarán al valor umbral del 3 %. El ratio Deuda/PIB también se ha ido reduciendo progresivamente (un 74 % en 1996), pero la mayoría de los países se encuentran todavía lejos del límite exigido por Maastricht.

El Gráfico 15 refleja la situación actual de la inflación en los países de la UE. En este caso, las líneas horizontales que representan al límite de Maastricht son endógenas: de hecho, de-

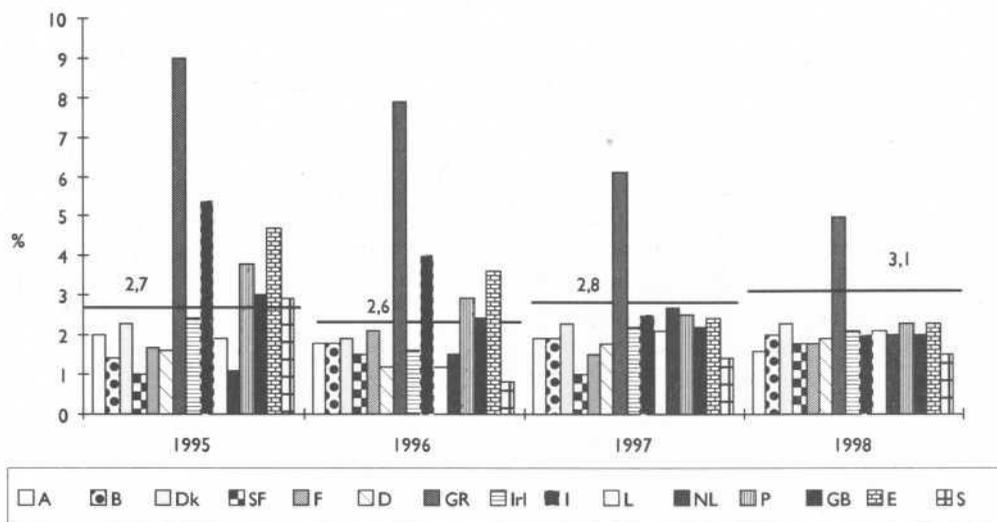
**Gráfico 13**  
**Relación entre endeudamiento total neto de los gobiernos y PIB**  
**en los países de la UE**



**Gráfico 14**  
**Relación entre deuda bruta de los gobiernos centrales y PIB**  
**en los países de la UE**



**Gráfico 15**  
**Tasas de inflación en los países de la UE**



penden de los parámetros en los tres países con las tasas de inflación más bajas.

En la Tabla 14 se resumen los indicadores de convergencia para los países de la UE en 1995 y 1996, junto con datos sobre los tipos de interés a largo plazo y los objetivos oficiales para 1997 y 1998. La capacidad global de los países de la UE para cumplir los requisitos oficiales de admisibilidad a la UEM será evaluada en marzo de 1988, tras la de-

cisión tomada por la UE en 1995 de que la Tercera Fase de la Unión se iniciara en enero de 1999. En 1996, Finlandia y Luxemburgo eran los únicos países que se calificaban automáticamente (ver Tabla 15), pero de nuevo, las previsiones oficiales para 1997 permiten mostrarse más optimista, aunque de exigirse una aplicación rígida de todos los criterios de Maastricht, sería virtualmente imposible que los países con un fuerte endeudamiento pudieran entrar en la UEM.

**Tabla 14**  
**Unión Europea-Indicadores de convergencia**

País	Inflación				Endeudamiento neto - PIB				Deuda pública - PIB				Tipos de interés a largo plazo		
	1995	1996	1997	1998	1995	1996	1997	1998	1995	1996	1997	1998	1995	1996	1997 I trim
Austria .....	2	1,8	1,9	1,6	5,3	3,9	3	2,9	69,3	70	68	67	7,1	6,3	5,7
Bélgica .....	1,4	1,8	1,9	2	4,1	3,4	2,9	2,3	133,5	130	127	125,2	7,5	6,5	5,79
Dinamarca .....	2,3	1,9	2,3	2,3	1,9	1,6	0,2	0,4	72,1	70,2	67,7	65,4	8,3	7,2	6,38
Finlandia .....	1	1,5	1,0	1,8	5,1	2,6	1,9	0,3	58,8	58,8	59,4	57,9	8,8	7,1	6
Francia .....	1,7	2,1	1,5	1,8	4,8	4,1	3	2,8	52,8	56,2	58	59	7,5	6,3	5,55
Alemania .....	1,5	1,2	1,8	1,9	3,5	3,8	2,9	2,5	58,1	60,7	61,5	61,5	6,9	6,2	5,71
Grecia .....	9	7,9	6,1	5	9,2	7,4	4,2	2,4	111,8	111,8	107,2	104,6	17,4	14,8	-
Irlanda .....	2,4	1,6	2,2	2,1	2	0,9	1,5	1,5	81,5	72,8	69	67	8,3	7,3	6,46
Italia .....	5,4	4	2,5	1,8	7	6,7	3	2,8	124,4	123,8	122,6	121,1	12,2	9,4	7,3
Luxemburgo .....	1,9	1,2	2,1	2,1	-1,7	-1,8	-1,1	-1,6	5,9	6,4	6,8	6,9	7,6	6,3	-
Países Bajos .....	1,1	1,5	2,7	2	4	2,4	2,3	1,7	79,6	78,5	73,8	71,9	6,9	6,2	5,52
Portugal .....	3,8	2,9	2,5	2,3	6	4,1	2,9	2,5	66,4	65,6	64	62,5	11,5	8,6	6,71
Reino Unido .....	3,1	2,4	2,2	2	5,6	4,4	2,6	1,5	54,2	54,5	55,2	54,5	8,3	7,9	7,35
España .....	4,7	3,6	2,4	2,3	6,6	4,4	3	2,5	65,7	69,6	68,2	67,7	11,3	8,7	6,83
Suecia .....	2,9	0,8	1,4	1,5	7,7	3,6	2,1	0	78,2	77,7	77,1	73,9	10,2	8	6,83
UE .....	2,9	2,4	2,3	2,2	4,7	3,4	2,3	1,6	74,2	73,8	72,4	71,1	9,3	7,8	6,3
Criterios de Maastricht	2,7	2,6	2,8	3,1	3	3	3	3	60	60	60	60	9,7	8,8	8,0

Fuente: Para 1995 y 1996, Eurostat, Comisión de la UE, IME; para 1997 y 1998, objetivos oficiales de los gobiernos nacionales.

**Tabla 15**  
**Cumplimiento de los prerequisites de Maastricht por los miembros de la UE, 1996**

Países	Deuda	Déficit	Inflación	Tipos de interés	Requisitos cumplidos
Bélgica .....	no	no	sí	sí	2
Dinamarca .....	no	sí	sí	sí	3
Francia .....	sí	no	sí	sí	3
Alemania .....	no	no	sí	sí	2
Grecia .....	no	no	no	no	0
Irlanda .....	no	sí	sí	sí	3
Italia .....	no	no	no	no	0
Luxemburgo .....	sí	sí	sí	sí	4
Países Bajos .....	no	sí	sí	sí	3
Portugal .....	no	no	no	sí	1
España .....	no	no	no	sí	1
Reino Unido .....	sí	no	sí	sí	3
Austria .....	no	no	sí	sí	2
Finlandia .....	sí	sí	sí	sí	4
Suecia .....	no	no	sí	sí	2

## ¿UME de múltiples velocidades?

El último comentario nos lleva directamente a examinar otra cuestión importante. De hecho, después de la crisis del SME en setiembre de 1992, volvió a plantearse en Europa la siguiente cuestión clave: ¿es factible un área de quince países con una sola moneda? Pese al escepticismo que reinó durante 1993, en 1994 resurgió en la mayoría de los países europeos el interés por el proyecto de Unión Monetaria. Sin embargo, se había hecho manifiesto que tal proyecto debía estar sujeto al cumplimiento de varias condiciones para evitar un nuevo fracaso, perjudicial, en la coordinación de las disposiciones monetarias en Europa.

En un artículo reciente, Alesina-Grilli (1993) hicieron hincapié en la necesidad de dar a Alemania una buena razón para adherirse a la Unión. De hecho, uno de los argumentos más frecuentes acerca de las ventajas de la integración monetaria europea es, como se ha indicado anteriormente, el incremento de credibilidad de las políticas de baja inflación (Giavazzi-Giovannini, 1989). La cuestión por resolver, sin embargo, es por qué el país con el índice de credibilidad más alto y con la inflación más baja debería aceptar ayudar a que otros ganen en credibilidad.

Alesina-Grilli (1993) sostenían, por medio de un modelo convencional, que los países con una baja tasa de inflación tenían un enorme poder de negociación en la unión; si ésta debía realizarse efectivamente, el Banco Central Europeo bien podría ser confiado al país con la tasa de inflación más baja <sup>40</sup>. En realidad, a menos que se conceda a Alemania una parte desmesurada en el control de la política monetaria

<sup>40</sup> Fue un argumento pensado para mantener a Alemania dentro de la unión; en los años noventa, la tasa de inflación de Alemania dejó de ser la más baja de Europa (ver la tabla B10) como consecuencia de los problemas internos causados por el proceso de reunificación política y monetaria de Alemania. Sin embargo, no pensamos que

de la unión, este país no tendrá mucho interés en entrar en la misma. Ello también podría crear nuevas tensiones en tiempos difíciles. Si la política monetaria europea adopta las preferencias de Alemania en materia de postura monetaria, otros países probablemente deberán pagar el precio de la intensidad u orientación equivocada (para sus propios intereses) de la política monetaria en tiempos de necesidad. Para dar un ejemplo, los británicos podrían tener que atravesar un largo período de recesión sin reducción de los tipos de interés y los italianos podrían tener que pagar intereses más altos por su deuda pública. Si no están dispuestos a ello, no queda esperanza para la unión, ya que no se podrá exigir a Alemania que venda su «credibilidad» antiinflacionista a cambio de nada.

Los mismos autores estudian también otra cuestión interesante: ¿Es una Europa de velocidades múltiples una buena idea? Sorprendentemente, su escenario implica que puede haber casos en los que, si bien cualquier país estaría mejor dentro de la Unión que de no existir ningún tipo de integración, una vez que un grupo de países hayan formado una unión limitada no aceptarán nunca ampliarla, porque el bienestar de (algunos de) los integrantes podría resultar perjudicado por tal ampliación. Por consiguiente, mientras una Unión Monetaria total podría desarrollarse a una sola velocidad, en un proceso de velocidades múltiples se detendría en un pequeño grupo de países.

Los partidarios de una Europa de múltiples velocidades pretenden, en cambio, que un proceso de múltiples velocidades permitiría a los países más débiles «poner su casa en orden» antes de entrar en la Unión. Y el propio Tra-

estos resultados puedan ser un problema para el área, ya que el Bundesbank mantiene dentro de sus objetivos una tasa de inflación de un 0% y la política monetaria de Alemania volvió a tomar un rumbo restrictivo inmediatamente después de la inyección de dinero necesaria llevada a cabo en 1990-91.

tado de Maastricht, en cierto sentido, sigue este criterio al establecer unos requisitos concretos que deben satisfacer los distintos países antes de poder entrar en la Unión. Según este acuerdo, una vez alcanzados los objetivos, los nuevos miembros podrán automáticamente unirse al primer grupo de países, sin que una nueva votación se hiciera necesaria. De ser realmente así, el problema esbozado en el párrafo anterior desaparecería, puesto que el primer grupo de países integrantes de la Unión no podrían votar en contra de la entrada de nuevos socios que cumplan los criterios preestablecidos.

Sin embargo, hay un problema. En efecto, la formulación de los objetivos puede dejar lugar a interpretaciones divergentes y, además, se podría sostener, con razón, que la evolución de las condiciones económicas hace necesaria una revisión de dichos objetivos y posiblemente un endurecimiento cada vez mayor de los requisitos. Por ejemplo, los objetivos fiscales, previstos en el Acuerdo de Maastricht, pueden ser tan irreales para algunos países que la admisión de éstos sea efectivamente dejada a la discreción de los países de la «primera velocidad» o no pudiera concretarse en un futuro previsible. Unos objetivos bastante imprecisos, irrealistas y contingentes tendrían, por tanto, como efecto el dejar bastante sitio para la discreción que, entonces, podría ser utilizada por los países de la «primera velocidad» para no admitir nunca a otra nación. Por otra parte, la imposición de objetivos predefinidos podría ayudar a los países fiscalmente más irresponsables a estabilizar sus presupuestos. Sin embargo, la credibilidad de dichos objetivos podría ser seriamente socavada por la expectativa de que una Europa de múltiples velocidades se convierta simplemente en una unión monetaria fija limitada a los miembros de «primera velocidad», comprometiendo de este modo el proyecto original de un área de quince países con una moneda única.

Una estrategia alternativa a la adoptada en Maastricht fue presentada recientemente por De Grauwe (1995). Para este autor, la aplicación rígida de los criterios de Maastricht es como una póliza de seguro exigida por Alemania para su entrada en una Unión Monetaria con otros países predispuestos a una mayor inflación. De Grauwe, sin embargo, piensa que este método de enfocar la cuestión implicará un alto coste económico y social para muchos socios europeos que podrían verse obligados a una exclusión prolongada de la Unión.

La estrategia alternativa propuesta por De Grauwe, por su parte, se basa en los siguientes principios:

1. Permitir que todos los países de la UE sean automáticamente admisibles en la Unión, sin necesidad de cumplir ningún requisito específico. Los países dispuestos a entrar en la Unión deberán comprometerse a adherirse a la misma en una fecha fijada con antelación.

2. Todas las demás normas definidas en el Tratado de Maastricht siguen siendo aplicables. Por ello, los países participantes deberán renunciar a su soberanía monetaria a favor del Banco Central Europeo que emitirá y controlará la nueva euromoneda; ésta sustituirá a las monedas nacionales de curso legal. Además, el BCE será políticamente independiente y tendrá prohibido financiar los déficit presupuestarios públicos.

En esta estrategia, no hay países excluyentes ni países excluidos; según su autor, este factor podría ser importante para contener el posible brote de serios conflictos políticos. Asimismo, esta estrategia deja claro que Alemania no tendrá ningún incentivo para formar parte de una unión con países proclives a una mayor inflación. Es probable, pues, que Alemania decida no entrar en esta unión. Si los demás países crean una unión monetaria, al tener el BCE la obligación estatutaria de garantizar la estabili-

dad de los precios y al ser políticamente independiente, es posible que la inflación dentro del área con una sola moneda permanezca bajo control. Alemania, tras comprobar los resultados económicos de la unión, podría decidir adherirse a la misma con el fin de reducir los costes de las transacciones y eliminar la volatilidad del tipo de cambio real del marco frente a la eurodivisa.

Así pues, según De Grauwe, la mejor forma de conseguir la adhesión de Alemania —un problema crucial en toda la literatura teórica sobre un camino practicable hacia la UME— consistiría en dejar a Alemania fuera durante la fase de iniciación del proceso.

A pesar del indudable «atractivo» de esta propuesta para algunos de los países europeos más débiles, cabe señalar que muchos países difícilmente podrían tener interés en formar parte de una unión monetaria de la que Ale-

mania esté ausente, aunque sólo fuera momentáneamente. Si el número de tales países llegara a ser demasiado elevado, el mismo proyecto de la UME estaría seriamente comprometido.

En cualquier caso, que el proyecto de integración monetaria de Europa se desarrolle a una velocidad o a múltiples velocidades, el camino hacia la UME parece actualmente abierto y el proyecto viable, pese al escepticismo generalizado hace dos años. La última ampliación de la UE con la adhesión de tres nuevos miembros podría resultar determinante para la decisión final sobre la fecha y la forma del paso a la Tercera Fase del proyecto. No obstante, los obstáculos son numerosos y todos los países de la UE deberán tomar decisiones difíciles. El control de los avances hacia la integración económica y financiera europea seguirá siendo necesario para evaluar el éxito de la futura Unión Monetaria.

## CONCLUSIONES

En este trabajo se ha estudiado la reciente evolución del proceso de integración financiera y monetaria en Europa, presentándose en dos partes.

La primera parte estaba dedicada a la Microeconomía de la integración financiera y monetaria. Nuestro punto de partida fue la observación de que la mayoría de las actividades en los mercados financieros tienden a estar concentradas en unos pocos lugares. Dichos «centros financieros», especialmente Londres, París, Frankfurt y Amsterdam, atraen a los inversores y a los intermediarios financieros porque están caracterizados por la presencia de «externalidades de mercado amplio»; de hecho, para poder ser realizadas con eficacia, las transacciones financieras requieren una red compleja de infraestructuras y servicios y, lógicamente, sólo se puede desarrollar esta red en un número limitado de «puntos calientes».

A continuación, hemos analizado algunos indicadores de la integración de los mercados financieros, examinando las correlaciones cruzadas de los índices de las bolsas y mercados de obligaciones de Europa. Estas correlaciones aumentaron con el tiempo, por un presumible refuerzo de los co-movimientos de los mercados europeos, y también como consecuencia de las recientes innovaciones tanto en instrumentos financieros como en tecnologías de comunicación.

Llegamos a la conclusión de que se aprecia claramente una tendencia general hacia una mayor integración financiera, tanto a nivel europeo como a nivel mundial. Sin embargo, al comprobar el estado de integración del sector bancario en Europa, se obtiene una imagen muy diferente.

En realidad, los sistemas bancarios nacionales de la UE no llevan más que tres años abier-

tos a la libre competencia; durante largo tiempo fueron mantenidos aislados por el uso extensivo de varios tipos de barreras y controles de los movimientos de capitales. Todavía existen diferencias en muchos aspectos legales importantes y éstas hacen que las condiciones de rentabilidad de las operaciones bancarias sean heterogéneas en los distintos países y que la composición del activo y pasivo total de los bancos europeos varíe mucho.

Deberemos esperar un poco más para poder evaluar completamente los previsibles cambios que afectarán a las estructuras y funciones de los sistemas bancarios nacionales de Europa a raíz de la puesta en marcha del «mercado interior» en enero de 1993. Hasta la fecha, el análisis de las operaciones de F&A realizadas en el sector bancario europeo no indica ningún incremento significativo de la actividad internacional. Al contrario, la cantidad de operaciones estrictamente nacionales en los años noventa es cuatro veces superior al número de F&A internacionales. En general, esta situación podría significar que, en cada país, el sector bancario está adoptando estrategias defensivas contra la penetración extranjera. En un principio, este proceso podría dar lugar a un refuerzo del carácter oligopolístico de algunos sistemas bancarios nacionales de Europa, de modo que sólo sobrevivan a tal proceso de consolidación unas pocas grandes instituciones. En una segunda etapa, sin embargo, es probable que estos «gigantes nacionales» empiecen a competir en el mercado internacional en un intento de apropiarse cualquier segmento rentable sobrante.

Mientras tanto, la realización del mercado interior ha tenido otra consecuencia importante, al poder elegir los ahorradores de cualquier país el banco exterior donde abrir cuentas de depósito. Hemos comprobado un incremento del flujo transfronterizo de los depósitos y préstamos de gran importe. También hemos destacado varias razones que creemos son de-

cisivas para establecer la dirección de dichas corrientes de capitales y los destinos más probables. Entre éstas, mencionamos las diferencias en las legislaciones nacionales sobre el secreto bancario y sobre la retención de impuestos sobre depósitos y otras actividades financieras en las que se pueden convertir los depósitos rápidamente.

Con toda probabilidad, los pequeños ahorros, por su parte, seguirán siendo depositados «a la vuelta de la esquina»; sin embargo, debido a la competencia más severa, la calidad de los servicios de intermediación y asesoramiento prestados por los bancos a sus clientes debería mejorar, ya que dichos servicios van a convertirse en el factor determinante de la elección por un depositante de una sociedad financiera concreta.

Por lo demás, no pensamos que otras diferencias institucionales todavía presentes en los sistemas bancarios europeos vayan a tener mayor importancia en un futuro próximo. Para dar un ejemplo, los Sistemas de Protección de los Depósitos y los Sistemas de Pagos no son aún homogéneos. Pero el Comité de Gobernadores de los Bancos Centrales Europeos en el pasado y el Instituto Monetario Europeo ahora han procedido a introducir importantes cambios en las correspondientes reglamentaciones de los países miembros; dentro de unos años, el Sistema de Pago Bruto en Tiempo Real será operativo en Europa y las normas europeas de garantía de depósitos serán adoptadas en todas partes.

En la segunda parte de este trabajo, hemos estudiado la Macroeconomía de la integración financiera y monetaria. Para valorar el proceso de integración financiera en su justa medida, hay que tener en cuenta los principales cambios institucionales y los hechos acaecidos en el mercado recientemente en Europa. Aunque la literatura especializada sobre los costes y las ventajas de una Unión Monetaria en Europa

no dan respuestas definitivas al respecto, creemos que el proyecto tiene beneficios netos francamente positivos, especialmente cuando se evalúan desde el punto de vista del largo plazo. Es difícil imaginar un mundo dividido en zonas de fuerte influencia económica, donde los países europeos no formen un bloque unido de socios comerciales y financieros. Una relación que sería reforzada y tendría mayor credibilidad si se adoptara una moneda única gestionada por un Banco Central Europeo no sometido a presiones políticas.

Por este motivo, hemos profundizado en la noción de independencia económica y política de los bancos centrales, actualizando anteriores índices de independencia. También hemos subrayado el que dicha noción se había tenido en cuenta en la redacción del proyecto de estatutos del BCE, los cuales presentan muchas similitudes con los estatutos del Bundesbank. Luego, hemos comentado las últimas etapas hacia la construcción de la UME. En concreto, hemos abordado la crisis del SME de 1992-93 que terminó en el virtual desmantelamiento del Mecanismo de Tipos de Cambio. En nuestra opinión, esta crisis fue provocada, sobre todo, por el resurgimiento de serios conflictos entre la voluntad alemana de luchar contra su inflación y el deseo de otros países de evitar un nuevo empeoramiento de su situación económica real ya caracterizada por una grave recesión. Los mercados financieros anticiparon la falta de coordinación monetaria en Europa, el retorno de los países con una moneda débil a sus objetivos nacionales y el abandono de la paridad de su divisa con el marco alemán.

Después de un período de escepticismo generalizado, durante el cual hubo quien propuso el restablecimiento de los controles de capitales como medida de protección provisional contra la especulación, en 1994 el proyecto de la UME volvió a estar en el centro de los discursos políticos y de las conferencias económicas celebradas en Europa. Sin embargo, los

requisitos específicos que los países miembros deben cumplir para poder entrar en la Unión parecían implicar la construcción de una UME de velocidades múltiples en la que sólo algunos países fuesen aptos para arrancar el proyecto, mientras que otros países podrían quizás incorporarse posteriormente.

Sin embargo, existe un peligro que, de nuevo, tiene que ver con los conflictos políticos potencialmente graves que puedan surgir a la hora de votar el comienzo del proyecto del que quedarían excluidos muchos países si se aplicaran estrictamente los criterios de Maastricht. De momento, el debate está centrado en la discusión de diversas propuestas que va-

rían desde la simple revisión de los criterios de Maastricht hasta un planteamiento totalmente nuevo basado en la libre decisión de cada país de entrar en la Unión sin necesidad de satisfacer ningún requisito previo, pero con un fuerte compromiso de cumplir todas las demás disposiciones del acuerdo de Maastricht.

A estas alturas, está claro que el futuro de la UME es esencialmente una decisión política. Este elemento también afectará a la rapidez relativa de ejecución del proceso de integración financiera de toda la zona con respecto al proceso de globalización de los mercados financieros mundiales.

## BIBLIOGRAFIA

**Alesina, A.** (1989): «Inflation, Unemployment and Politics in Industrial Democracies» *Economic Policy*.

**Alesina, A. y Grilli, V.** (1992): «The European Central Bank: Reshaping Monetary Politics in Europe», en Canzoneri, Grilli y Masson (eds).

**Alesina, A. y Grilli, V.** (1993): «On the feasibility of a one or multi-speed European Monetary Union», *N.B.E.R.*, w.p. n.4350.

**Alesina, A., Grilli, V. y Milesi Ferretti, G.M.** (1993): «The political economy of capital controls», *C.E.P.R. Discussion Paper*, n.793.

**Alesina, A. y Summers, L.** (1991): «Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence», Harvard University, mimeo y en *Journal of Money, Credit and Banking* (1993).

**Alt, J.** (1991): «Leaning into the wind or ducking out of the storm», mimeo.

**Angeloni, I. y Giucca, P.** (1991): «The role of monetary aggregates in the coordination of monetary policies in the E.E.C.», *O.C.S.M.*, w.p. 7, Luiss University of Rome.

**Artis, M.** (1994): «Stage Two: Feasible Transitions to E.M.U.», *C.E.P.R. Discussion Paper*, n.928.

**Bade, R. y Parkin, M.** (1982): «Central bank laws and inflation - a comparative analysis», mimeo.

**Baltensperger, E. y Dermine, J.** (1989): «European Banking: Prudential and Regulatory Issues», mimeo.

**Bancaria** (ed.) (1994): *La performance delle banche italiane ed europee*.

**Bank for International Settlements** (1989): *Payment systems in 11 developed countries*.

**Bingham Powell, A.** (1982): *Contemporary Democracies - Participation, Stability and Violence*, Harvard University Press.

**Canzoneri, M., Grilli, V. y Masson, P.** (1992): *Establishing a Central Bank: Issues in Europe and Lessons from the U.S.*, Cambridge University Press.

**C.E.P.R.** (1992): «Monitoring European Integration 3» en su *Annual Report*.

**Chambost, E.** (1983): *Bank Accounts. A World Guide to Confidentiality*, John Wiley & Sons.

**Committee of Governors of the Central Banks, E.E.C.** (1992): *Annual Report*.

**Committee of Governors of the Central Banks, E.E.C.** (1992): *Payment systems in E.C. Member States*.

**De Grauwe, P.** (1995): «Alternative strategies towards monetary union», *European Economic Review*, n.39.

**Diamond, D.** (1984): «Financial intermediation and delegated monitoring», *Review of Economic Studies*.

**Diamond, P.** (1982): «Aggregate Demand Management in Search Equilibrium», *Journal of Political Economy*, 90:881-894.

**Dornbusch, R.** (1986): «Special exchange rates for capital account transactions», *The World Bank Economic Review*, n.1.

**Eichengreen, B. y Wyplosz, C.** (1993): «The Unstable E.M.S.», *Brookings Papers on Economic Activity*.

**E.M.I.** (1994): *Annual Report*.

**Farrell, J. y Saloner, G.** (1986): «Installed Base and Compatibility: Innovation, Product Preannouncements and Predation», *American Economic Review*, 76:940-955.

**Gale, D. y Hellwig, M.** (1985): «Incentive compatible debt contracts», *Review of Economic Studies*, n.52.

**Gertler, M.** (1988): «Financial structure and aggregate economic activity», *Journal of Money, Credit and Banking*.

**Giavazzi, F. y Giovannini, A.** (1989): *Limiting exchange rate flexibility: the E.M.S.*, M.I.T. Press.

**Giavazzi, F. y Spaventa, L.** (1990): «The new E.M.S.», en De Grauwe, P. y Papademos, L. (eds.), *The E.M.S. in the 1990s*, Longman.

**Giovannini, A.** (1989): «National Tax Systems vs. the European Capital Market», *Economic Policy*.

**Giovannini, A.** (1990): «The Transition to Monetary Union», *C.E.P.R. Occasional Paper*, n.2.

**Grilli, V.** (1989a): «Europe 1992: Issues and Prospects for the Financial Markets», *Economic Policy*.

**Grilli, V.** (1989b): «Financial Markets and 1992», *Brookings Papers on Economic Activity*.

**Grilli, V.** (1992): «The road to E.M.U. from Rome to Maastricht and beyond», Birkbeck College, London.

**Grilli, V. y Hamai, R.** (1990): «Toward European Financial Integration: Would Temporary Controls Help?», *De Pecunia*.

**Grilli, V., Masciandaro, D. y Tabellini, G.** (1991): «Political Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries», *Economic Policy*.

**Grilli, V. y Milesi Ferretti, G.M.** (1995): «Economic effects and structural determinants of capital controls», *I.M.F. Staff Papers*.

**Hubbard, G.** (1994): «Is there a credit channel for monetary policy?», mimeo.

**John Wiley:** *International Tax Summaries: various issues*.

**J. P. Morgan** (1994): *Guide to Central Bank Watching*.

**Kashyap, A. y Stein, J.** (1994): «Monetary policy and bank lending», en Mankiw, G. (ed.): *Monetary policy*, Chicago University Press.

**Kaufman, G.** (ed.) (1992): *Banking Structures in Major Countries*, Kluwer Academic Publishers.

**Kindleberger, C.** (1974): «The Formation of Financial Centres: A Study in Comparative Economic History», *Princeton Studies in International Finance*, n.36.

**Klemperer, P.** (1987): «The Competitiveness of Markets with Switching Costs», *Rand Journal of Economics*, 18:138-150.

**Levich, R.** (1992): «The Euromarkets after 1992», mimeo.

**Mathieson, D. y Rojas-Suarez, L.** (1992): «Liberalization of the capital account: experiences and issues», *I.M.F. working paper*, n.92/46 (June).

**Myers, S. y Mayluf, N.** (1984): «Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have», *Journal of Financial Economics*.

**Obstfeld, M.** (1986): «Capital controls, the dual exchange rate and devaluation», *Journal of International Economics* (Feb).

**O.E.C.D.** (1980): *Controls on International Capital Movements*, Paris.

**O.E.C.D.** (1981): *Regulation Affecting International Banking Operations*, Paris.

**O.E.C.D.** (1987a): *Controls and Impediments Affecting Inward Direct Investment*, Paris.

**O.E.C.D.** (1987b): *International Investment and Multinational Enterprises*, Paris.

**O.E.C.D.** (1987c): *International Tax Avoidance and Evasion*, Paris.

**O.E.C.D.** (1987d): *International Trade in Services: Securities*, Paris.

**O.E.C.D.** (1994a): *Bank Profitability*, Paris.

**O.E.C.D.** (1994b): *Taxation and Household Saving*, Paris.

**Padoa Schioppa, T. y Saccomanni, F.** (1992): «Agenda for stage two: preparing the monetary platform», *C.E.P.R. Occasional Paper*, n.7.

**Price Waterhouse** (1988): «The Cost of Non-Europe in Financial Services», en *Research of the Cost of Non-Europe*, Commission of the European Communities, vol. 9.

**Swiss Bank Corporation** (1993): *The Foreign exchange market after the crisis of 1992-93*.

**Tobin, J.** (1978): «A proposal for international monetary reform», *Eastern Economic Journal*.

**Vinals, J.** (1994): «Building a monetary union in Europe: is it worthwhile, where do we stand and where are we going?», *C.E.P.R. Occasional Paper*, n.15.

## **ANEXO A**

### **TABLAS CORRESPONDIENTES A LA PRIMERA PARTE**



**Tabla A1**  
**Correlación entre índices MS de bolsas**  
02.1982 – 08.1988

	Alemania	Francia	Italia	España	Reino Unido	Holanda
Alemania . . . .	1	0,678983	0,510582	0,447993	0,434326	0,690998
Francia . . . . .	0,678983	1	0,611368	0,51823	0,50252	0,589654
Italia . . . . .	0,510582	0,611368	1	0,35079	0,324109	0,437667
España . . . . .	0,447993	0,51823	0,35079	1	0,556511	0,54615
R. Unido . . . .	0,434326	0,50252	0,324109	0,556511	1	0,723838
Holanda . . . .	0,690998	0,589654	0,437667	0,54615	0,723838	1

**Correlación entre índices MS de bolsas**  
08.1988 – 08.1994

	Alemania	Francia	Italia	España	Reino Unido	Holanda
Alemania . . . .	1	0,747308	0,583133	0,536269	0,583913	0,72766
Francia . . . . .	0,747308	1	0,518137	0,643049	0,683681	0,796617
Italia . . . . .	0,583133	0,518137	1	0,548005	0,385993	0,422401
España . . . . .	0,536269	0,643049	0,548005	1	0,58634	0,555557
R. Unido . . . .	0,583913	0,683681	0,385993	0,58634	1	0,746427
Holanda . . . .	0,72766	0,796617	0,422401	0,555557	0,746427	1

Fuente: Datastream. Elaboración propia a partir de datos de MS.

**Tabla A2**  
**Correlación entre índices MS de bolsas**  
08.1988 – 08.1991

	Alemania	Francia	Italia	España	Reino Unido	Holanda
Alemania . . . .	1	0,768943	0,747609	0,502225	0,611691	0,770606
Francia . . . . .	0,768943	1	0,800438	0,702986	0,59081	0,766181
Italia . . . . .	0,747609	0,800438	1	0,644035	0,619988	0,769562
España . . . . .	0,502225	0,702986	0,644035	1	0,56393	0,529453
R. Unido . . . .	0,611691	0,59081	0,619988	0,56393	1	0,760022
Holanda . . . .	0,770606	0,766181	0,769562	0,529453	0,760022	1

08.1991 – 08.1994

	Alemania	Francia	Italia	España	Reino Unido	Holanda
Alemania . . . .	1	0,743217	0,397676	0,598283	0,554812	0,736165
Francia . . . . .	0,743217	1	0,257107	0,578723	0,766109	0,826753
Italia . . . . .	0,397676	0,257107	1	0,453003	0,172086	0,160469
España . . . . .	0,598283	0,578723	0,453003	1	0,602494	0,58908
R. Unido . . . .	0,554812	0,766109	0,172086	0,602494	1	0,75604
Holanda . . . .	0,736165	0,826753	0,160469	0,58908	0,75604	1

Fuente: Datastream. Elaboración propia.

**Tabla A3**  
**Correlación de índices JPM de obligaciones**  
 01.1988 – 04.1992

	Alemania	Bélgica	Francia	Italia	Holanda	Reino Unido	España
Alemania . . . .	1	0,901803	0,815728	0,695191	0,9944	0,839192	0,582737
Bélgica . . . . .	0,901803	1	0,96829	0,90979	0,897287	0,77243	0,859586
Francia . . . . .	0,815728	0,96829	1	0,962054	0,800172	0,661432	0,927463
Italia . . . . .	0,695191	0,90979	0,962054	1	0,676148	0,501272	0,969011
Holanda . . . .	0,9944	0,897287	0,800172	0,676148	1	0,847603	0,567016
R. Unido . . . .	0,839192	0,77243	0,661432	0,501272	0,847603	1	0,484953
España . . . . .	0,582737	0,859586	0,927463	0,969011	0,567016	0,484953	1

04.1992 – 12.1994

	Alemania	Bélgica	Francia	Italia	Holanda	Reino Unido	España
Alemania . . . .	1	0,826389	0,90073	0,053291	0,919334	0,20096	0,092021
Bélgica . . . . .	0,826389	1	0,750454	0,111186	0,667507	0,178982	0,181672
Francia . . . . .	0,90073	0,750454	1	0,002528	0,930846	0,256247	0,007191
Italia . . . . .	0,053291	0,111186	0,002528	1	-0,1879	0,828025	0,922186
Holanda . . . .	0,919334	0,667507	0,930846	-0,1879	1	0,076855	-0,16964
R. Unido . . . .	0,20096	0,178982	0,256247	0,828025	0,076855	1	0,81902
España . . . . .	0,092021	0,181672	0,007191	0,922186	-0,16964	0,81902	1

Fuente: Datastream. Elaboración propia.

**Tabla A4**  
**Deuda de las sociedades no financieras**  
**de los países seleccionados**  
 1988 - % de la deuda total del mercado  
 crediticio del sector empresarial

País	Préstamos bancarios	Otros préstamos	Valores (acciones excluidas)	Total
Alemania .....	88	6	6	100
Francia .....	61	20	19	100
Italia .....	65	19	16	100
USA .....	27	17	56	100

Fuente: Kaufman (ed): *Banking structures in major countries*, 1992.  
 Fuente de datos: BIS.

**Tabla A5**  
**Importancia del sector financiero, 1992**  
**Contribución de la banca**  
**y de los seguros al empleo**  
 (% del empleo total)

Bélgica .....	5,3
Francia .....	3,3
Alemania .....	4,2
Italia .....	2,1
Dinamarca .....	3,6*
Holanda .....	3,5
España .....	2,6
Reino Unido .....	3,6
Portugal .....	3,2
Grecia .....	2,1
Irlanda .....	3,8*

Fuente: OECD, *Labour Force Statistics*.

\* Datos de 1991.

**Tabla A6**  
**Importancia del sector bancario**  
**1992**

País	Pobla- ción (a)	N.º de institu- ciones	N.º de oficinas	Total emple- ados
Bélgica .....	10	93	3.515	48.600
Dinamarca .....	5,1	113	2.467	52.000
Francia .....	57,3	8	12.197	218.200
Grecia .....	10,3	21	1.162	37.400
Italia .....	57,2	177	13.332	245.800
Luxemburgo .....	0,40	213	303	17.600
Holanda .....	15,18	177	7.518	119.900
España .....	39,08	164	18.180	159.300
Reino Unido .....	57,8	39	11.598	375.800
Alemania .....	81,19	276	6.394	n.d.

**1985**

Bélgica .....	9,9	85	3.656	48.400
Dinamarca .....	5,1	217	3.331	52.000
Francia .....	55,4	8	12.300	236.400
Grecia .....	10	n.d.	n.d.	n.d.
Italia .....	57,2	235	10.388	235.300
Luxemburgo .....	0,4	118	243	10.200
Holanda .....	14,6	84	4.786	92.400
España .....	38,6	139	16.568	161.600
Reino Unido .....	56,9	54	13.615	340.000
Alemania .....	61,1	173	5.449	n.d.

(a) en millones.

n.d. = no disponible.

Fuente: OECD, *Bank Profitability*, 1994.

Datos referentes a:

Bancos comerciales: Bélgica, Alemania, Grecia, Italia, Reino Unido, Luxemburgo y España.

Grandes bancos comerciales: Francia.

Bancos: Dinamarca y Holanda.

**Tabla A7**  
**Concentración del mercado en el**  
**sector bancario de Europa en 1992**  
 Porcentaje del activo de los 3, 5 y 10  
 primeros bancos respecto al activo total  
 de la banca del país

País	3 primeros bancos	5 primeros bancos	10 primeros bancos
Italia .....	25,6%	39,0%	60,5%
Francia .....	45,7%	68,2%	91,6%
Alemania .....	25,1%	36,2%	58,5%
Holanda .....	86,3%	95,8%	99,2%
España .....	37,2%	55,1%	74,9%
Reino Unido .....	57,5%	73,3%	91,5%

Fuente: *La performance delle banche italiane ed europee*, Banca 1994. Datos de «The Banker», 1992.

**Tabla A8**  
**Dimensión media de los bancos europeos**  
 (medida en millones de USD)

País	Entre los 300 primeros del mundo			Entre los 100 primeros del mundo		
	N.º de bancos	Total activo	Dimensión media	N.º de bancos	Total activo	Dimensión media
Francia .....	13	1.979.853	152.296	10	1.876.150	187.615
Alemania .....	31	2.291.388	73.915	12	1.682.842	140.237
Italia .....	19	1.125.220	59.222	8	809.817	101.227
Holanda .....	4	611.140	152.785	3	563.888	187.963
España .....	8	494.881	61.860	5	380.068	76.013
Reino Unido .....	11	1.129.089	102.644	6	952.803	158.800

Fuente: *La performance delle banche italiane ed europee*, Bancaria ed. 1994  
 Datos de «The Banker» 1992.

**Tabla A9**  
**F&A internacionales en la Banca, por países ofertantes**

Año	Número							
	Bélgica	Dinamarca	Francia	Alemania	Italia	Holanda	España	R. Unido
1986 .....	1	1	2	1	1	1		9
1987 .....	2		3	1	3		1	6
1988 .....			4	3	1	1	3	18
1989 .....	1	2	13	7	6	5	6	10
1990 .....	5	1	23	5	6	5	2	14
1991 .....	3		25	6	1	11	4	11
1992 .....	4		17	5	4	7	1	10
1993 .....	3	1	13	4	3	1	6	10
1994 .....	1		10	7	4	0		7
Total .....	20	5	110	39	31	41	23	95

Año	Valor - millones de ECU							
	Bélgica	Dinamarca	Francia	Alemania	Italia	Holanda	España	R. Unido
1986 .....	0	0	3	577	0	18		309
1987 .....	654		0	0	73		0	813
1988 .....			68	38	142	7	0	1.136
1989 .....	0	152	1.035	1.859	45	385	135	389
1990 .....	345	37	1.254	0	174	0	42	393
1991 .....	119		554	0	0	2.525	8	164
1992 .....	185		828	111	309	363	0	280
1993 .....	0	0	162	372	58	7	61	874
1994 .....	0		0	546	60	3.069		541
Total .....	1.304	189	3.905	3.502	859	6.396	248	4.898

Fuente: AMDATA, EEC.

**Tabla A10**  
**F&A internacionales en la Banca, por nacionalidad del objetivo**

Año	Número							
	Bélgica	Dinamarca	Francia	Alemania	Italia	Holanda	España	R. Unido
1986 .....			2	1	1	1		9
1987 .....			2	2	1	1		8
1988 .....	4	1	4	1	2	2	2	9
1989 .....	7	1	9	10	4	3	4	20
1990 .....	6	2	11	3	5	2	8	17
1991 .....	1	1	10	12	6	1	11	11
1992 .....	4	1	10	5	4	4	4	19
1993 .....	7	1	3	4	2	3	4	9
1994 .....	2	2	4	5	5	2	1	9
<b>Total .....</b>	<b>31</b>	<b>9</b>	<b>55</b>	<b>43</b>	<b>30</b>	<b>19</b>	<b>34</b>	<b>111</b>

	Valor – millones de ECU							
	Bélgica	Dinamarca	Francia	Alemania	Italia	Holanda	España	R. Unido
1986 .....			0	0	577	0		83
1987 .....			0	0	0	0		2.055
1988 .....	19	8	416	0	63	0	6	244
1989 .....	30	326	307	0	366	30	154	2.657
1990 .....	150	8	583	0	9	0	624	2.305
1991 .....	0	0	301	80	33	0	2.984	434
1992 .....	223	0	279	719	61	14	319	226
1993 .....	117	0	51	21	0	0	333	435
1994 .....	16	0	92	39	456	0	0	254
<b>Total .....</b>	<b>555</b>	<b>341</b>	<b>2.029</b>	<b>838</b>	<b>1.585</b>	<b>44</b>	<b>4.320</b>	<b>8.691</b>

Fuente: AMDATA, EEC.

**Tabla A11**  
**Intereses minoritarios internacionales en la Banca en Europa, por países ofertantes**

Año	Número							
	Bélgica	Dinamarca	Francia	Alemania	Italia	Holanda	España	R. Unido
1991 .....			4	1	6		1	1
1992 .....	1		4	2		1	1	3
1993 .....	2		2	2	1	2	3	2
1994 .....			4	2	4	1	3	1
Total .....	3	0	14	7	11	4	8	7

Año	Valor – millones de ECU							
	Bélgica	Dinamarca	Francia	Alemania	Italia	Holanda	España	R. Unido
1991 .....			215	35	204		151	0
1992 .....	0		0	112		102	16	25
1993 .....			49	0	36	50	322	88
1994 .....	314		173	176	216	17	64	22
Total .....	314	0	438	323	457	170	552	134

Source: AMDATA, EEC.

**Tabla A12**  
**Liquidez internacional – Pasivos exteriores de los bancos de depósito europeos**  
(en miles de millones de USD)

País	1985			1992		
	Total	Pasivos interbancarios internacionales	Depósitos bancarios internacionales del sector no bancario	Total	Pasivos interbancarios internacionales	Depósitos bancarios internacionales del sector no bancario
Todos los países .....	3.060,9	2.302,2	822,4	6.933,5	5.340,4	1.721,1
Bélgica-Luxemburgo ....	230,12	185,44	44,69	546,70	319,02	277,68
Dinamarca .....	14,85	13,42	1,44	36,85	32,77	4,08
Alemania .....	75,77	53,85	53,91	264,48	184,03	176,28
Francia .....	197,18	143,27	21,92	523,98	347,70	80,45
Grecia .....	7,59	7,04	6,36	18,13	N.D.	16,05
Irlanda .....	6,98	3,41	3,57	21,1	15,53	6,73
Italia .....	72,83	72,83		249,29	249,29	
España .....	22,45	10,69	11,78	82,35	51,95	30,86
Holanda .....	65,68	46,34	19,44	165,53	105,16	60,41
Reino Unido .....	625,74	467,85	157,87	1.116,98	821,08	295,90
Suiza .....	163,79	39,49	124,31	330,22	96,70	233,52

Nota: Los pasivos interbancarios incluyen también los de las autoridades monetarias con bancos no residentes. Por ello, la suma de las últimas dos columnas puede no coincidir con el valor de la primera columna.

N.D. = No Disponible

Fuente: IMF, *International Financial Statistics*, 1994.

**Tabla A13**  
**Liquidez internacional – Activos exteriores de los bancos de depósito europeos**  
(en miles de millones de USD)

País	1985			1992		
	Total	Créditos interbancarios internacionales	Créditos bancarios internacionales al sector no bancario	Total	Créditos interbancarios internacionales	Créditos bancarios internacionales al sector no bancario
Todos los países . . . . .	2.982,6	2.274,2	895,7	6.750,0	5.197,5	1.951,6
Bélgica-Luxemburgo . . . . .	233,58	134,16	89,65	565,02	N.D.	213,60
Dinamarca . . . . .	14,16	15,06	,16	45,63	41,29	8,00
Alemania . . . . .	112,93	67,62	45,31	386,84	251,91	134,93
Francia . . . . .	184,38	106,06	78,32	513,27	354,02	159,25
Grecia . . . . .	1,98	2,47	,09	4,71	7,62	,23
Irlanda . . . . .	3,22	4,85	,59	18,61	16,79	4,50
Italia . . . . .	50,11	50,11	0	97,67	97,67	0
España . . . . .	20,73	23,92	7,11	72,28	72,86	18,00
Holanda . . . . .	72,88	53,81	19,06	190,59	137,16	53,43
Reino Unido . . . . .	590,07	417,00	173,08	1,018,92	727,01	291,91
Suiza . . . . .	205,46	168,08	37,38	411,93	344,46	67,7

*Nota:* Los créditos interbancarios incluyen también las transacciones de las autoridades monetarias con bancos no residentes. Por ello, la suma de las última dos columnas es a veces superior al valor de la primera columna.

N.D. = No Disponible.

*Fuente:* IMF, *International Financial Statistics*, 1994.

**Tabla A14**  
**Tratamiento tributario de los activos financieros en algunos países europeos**

Depósitos Bancarios			
País	Tenencia de activos		Disposición
	Impuesto sobre los intereses	Impuesto sobre el capital nominal	
Bélgica .....	Px	No	No
Dinamarca .....	P	Anw	No
Francia .....	P/W	Anw	No
Alemania .....	P	Anw	No
Italia .....	W	No	No
Holanda .....	Px	Anw	No
Portugal .....	P/W	No	No
España .....	Pw	Anw	No
Suiza .....	Pw	Anw	No
Reino Unido .....	P	No	No

Bonos del Estado			
País	Tenencias de activos		Disposición
	Impuesto sobre los intereses	Impuesto sobre el capital nominal	
Bélgica * .....	Px	No	No
Dinamarca .....	P	Anw	No
Francia .....	P/W	Anw	No
Alemania .....	P	Anw	G
Italia * .....	W	No	No
Holanda .....	Px	Anw	No
Portugal .....	P/W	No	No
España .....	Pw	Anw	G
Suiza .....	Pw	Anw	G
Reino Unido .....	Pw	No	No

\* Impuesto sobre transacciones o derecho de timbre aplicable a la adquisición.

Fuente: V. Tanzi y J. King, *The taxation of financial assets*, 1994. Datos de la OCDE.

**Claves:**

- G Las ganancias del capital están sujetas a impuesto.
- Anw Sujeto al impuesto anual sobre el patrimonio neto.
- P Imponible (o desgravación fiscal) de acuerdo con el impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF).
- Pw Impuesto retenido en origen, a cuenta del IRPF posterior.
- Px Imponible de acuerdo con el IRPF, por encima del límite de exoneración.
- P/W El contribuyente puede optar por la retención de impuesto definitiva o a las obligaciones conforme al IRPF.
- W Retención de impuesto definitiva en origen.

**Tabla A15**  
**Tratamiento tributario de los activos financieros en algunos países europeos – Acciones de empresas**

País	Adquisición		Tenencia		Enajenación
	Desgravación por gastos	Otros impuestos	Impuesto sobre los dividendos	Impuesto sobre el capital nominal	
Bélgica .....	No	T	P/W	No	No
Dinamarca .....	No	T	P/W	Anw	Ga
Francia .....	No	T	P	Anw	G
Alemania .....	No	No	Pw	Anw	G
Italia .....	No	T	Pw	No	G
Holanda .....	No	No	Px	Anw	No
Portugal .....	No	No	P/W	No	Ga
España .....	No	No	Pw	Anw	G
Suiza .....	No	T	Pw	Anw	G
Reino Unido .....	No	T	Pw	No	G

Fuente: V. Tanzi y J. King, *The taxation of financial assets*, CMFE Quaderni di ricerca n.78-1994.

Datos de la OCDE.

**Claves:**

- G Las ganancias del capital están sujetas a impuesto.
- Ga Las ganancias del capital están sujetas a impuesto si el tiempo de posesión del patrimonio no supera un número de años determinados.
- Anw Sujeto al impuesto anual sobre el patrimonio neto.
- P Imponible (o desgravación fiscal) de acuerdo con el impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF).
- Pw Impuesto retenido en origen, a cuenta del IRPF posterior.
- Px Imponible de acuerdo con el IRPF, por encima del límite de exoneración.
- P/W El contribuyente puede optar por la retención de impuesto definitivo o a las obligaciones conforme al IRPF.
- T Impuesto sobre transacciones (o derecho de timbre) aplicable.

**Tabla A16**  
Gastos de explotación y gastos de personal en el sector bancario en tanto por ciento de los ingresos brutos, en 1992

País	Gastos de explotación	Gastos de Personal
Austria .....	63,98	38,12
Bélgica .....	64,55	44,41
Dinamarca .....	81,37	49,68
Francia .....	65,99	40,45
Alemania .....	63,65	39,64
Grecia .....	63,16	46,93
Italia .....	63,59	44,43
Holanda .....	67,70	39,34
Portugal .....	52,98	30,15
España .....	60,53	37,27
Reino Unido .....	64,08	35,59

Los datos se refieren a:  
Bancos comerciales, Bélgica, Alemania, Italia, España y Reino Unido.  
Grandes bancos comerciales: Francia y Grecia.  
Bancos comerciales y cajas de ahorros: Dinamarca.  
Todos los bancos: Austria, Holanda y Portugal.  
Fuente: OECD, *Bank Profitability*, 1994.

**Tabla A17**  
Ingresos netos y provisiones en el sector bancario en tanto por ciento de los ingresos brutos, en 1992

País	Ingresos netos	Provisiones	Beneficios antes de impuestos	Beneficio después de impuestos
Austria .....	36,02	23,70	12,31	10,20
Bélgica .....	35,45	20,88	14,57	9,98
Dinamarca .....	18,63	56,86	-38,23	-38,85
Francia .....	34,01	20,55	13,47	8,77
Alemania .....	36,35	21,56	14,79	6,80
Grecia .....	36,84	7,78	29,06	20,55
Italia .....	36,41	14,36	22,04	13,43
Holanda .....	32,30	11,59	20,70	14,49
Portugal .....	47,02	29,04	17,99	13,28
España .....	39,47	14,70	24,76	18,53
Reino Unido .....	35,92	29,42	6,50	2,81

Los datos se refieren a:  
Bancos comerciales: Bélgica, Alemania, Italia, España y Reino Unido.  
Grandes bancos comerciales: Francia y Grecia.  
Bancos comerciales y cajas de ahorro: Dinamarca.  
Todos los bancos: Austria, Holanda y Portugal.  
Fuente: OCDE, *Bank Profitability*, 1994.

**Tabla A18**  
Composición de los ingresos de los principales bancos europeos en tanto por ciento del activo total, en 1992

País	Otras rentas/ activo total (promedio)	Intereses devengados netos/ activo total (promedio)
Italia .....	0,75	2,40
Alemania .....	0,74	2,00
Francia .....	0,88	2,18
España .....	1,20	3,00
Reino Unido .....	2,27	2,83

**Tabla A19**  
Niveles de eficiencia de los principales bancos europeos en tanto por ciento del activo total, en 1992

País	Ingresos brutos/ activo total (promedio)	Gastos de explotación/ activo total (promedio)	Gastos de personal/ activo total (promedio)
Italia .....	3,15	2,45	1,53
Alemania .....	2,75	1,80	1,15
Francia .....	3,16	2,18	1,18
España .....	4,20	2,85	1,72
Reino Unido .....	5,10	3,25	1,80

**Tabla A20**  
Gastos de personal y productividad de los principales bancos europeos en 1992 (en millones de USD)

País	N.º de empleados/ activo total (promedio)	Gastos de personal/N.º de empleados
Italia .....	0,22	0,068
Alemania .....	0,23	0,048
Francia .....	0,21	0,056
España .....	0,36	0,049
Reino Unido .....	0,48	0,039

Nota: Datos del balance consolidado de una muestra de 26 grandes bancos: Francia 4, Reino Unido 4, Alemania 5, Italia 8, España 5.  
Fuente: *La performance delle banche italiane ed europee*, Bancaria, 1994.

**Tabla A21**  
**Entradas en el Sistema de Pagos (a finales de 1990)**

Pais	Número de instituciones que ofrecen servicios de pago (1)	Número de oficinas del Banco Central (1)	Número de oficinas bancarias (1)	Número de oficinas de Correos (1) (2)	Otras (1)	Número total de oficinas que ofrecen servicios de pagos (1)	Número de cuentas en las que se pueden efectuar los pagos (por habitante)
Bélgica .....	12	2,3	735	321	291	1.349	1,00
Dinamarca ....	44	0,2	605	271		876	1,97
Alemania .....	58	2,6	607	366		973	0,94
Grecia .....	4	2,7	139		18	159	0,08
España .....	8	1,3	905			906	1,80
Francia .....	14	3,9	453	300	73	829	1,05
Irlanda .....	14	0	322			322	0,64
Italia .....	19	1,7	308	251		560	0,39
Luxemburgo ...	475	0	793	281		1.074	3,20
Holanda .....	10	0,8	361	180		541	1,06
Portugal .....	27	2,1	243	106		351	1,68
Reino Unido ...	11	0,1	359	364		723	2,43
C.E. ....	25	2	490	266	21	778	1,23

(1) Por cada millón de habitantes.

(2) Cuando Correos ofrece servicios de pago.

**Tabla A22**  
**Uso de los instrumentos de pago en 1990 (número de instrumentos por habitante)**

	Cheques	Pagos con tarjetas	Transferencias	Domicilia-ciones	Otros	Total
Bélgica .....	21	10	50	6		87
Dinamarca .....	30	17	58	11		116
Alemania .....	10	2	54	37		103
Grecia .....	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d
España .....	7	2	1	13		23
Francia .....	80	21	24	15	3	142
Irlanda .....	47	5	11	3		66
Italia .....	15	1	15	1		32
Luxemburgo .....	10	22	42	22		96
Holanda .....	17	2	70	24		113
Portugal .....	20	1	3	1		25
Reino Unido .....	56	15	24	15		110
C.E. ....	31	7	29	17	0	84

n/d = no disponible.

**Tabla A22 (cont.)**  
**Uso de los instrumentos de pago en 1990 (% del número total de transacciones)**

	Cheques	Pagos con tarjetas	Transferencias	Domiciliaciones	Otros	Total
Bélgica .....	24	11	58	7		100
Dinamarca .....	26	14	50	10		100
Alemania .....	10	1	53	36		100
Grecia .....	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	100
España .....	30	9	6	55		100
Francia .....	56	15	17	10	2	100
Irlanda .....	70	8	17	5		100
Italia .....	46	3	48	3		100
Luxemburgo .....	11	23	43	23		100
Holanda .....	15	2	62	21		100
Portugal .....	81	3	11	5		100
Reino Unido .....	51	14	22	13		100
C.E. ....	37	9	34	20	0	100

n/d = no disponible.

**Tabla A23**  
**Billetes y monedas en circulación (1990)**

	Total (ECU) (millones)	ECU per cápita	% del PIB	% MI
Bélgica .....	9.589	960	6,73	31,60
Dinamarca .....	2.866	558	2,84	10,70
Alemania* .....	72.251	907	6,35	31,30
Grecia .....	5.769	574	11,45	61,80
España .....	30.421	782	8,41	19,70
Francia .....	36.954	653	4,05	15,00
Irlanda .....	1.601	457	4,78	43,40
Italia .....	40.278	700	4,79	15,00
Luxemburgo .....	372	988	6,03	21,70
Holanda .....	15.744	1.043	7,45	29,00
Portugal .....	3.157	320	7,56	26,30
Reino Unido .....	21.432	374	2,86	n/d
C.E. ....	240.431	699	5,19	n/d

\* datos de 1989.

n/d = no disponible.

**Tabla A24**  
**Utilización de las tarjetas de pago (a finales de 1990)**

País	Número de tarjetas por cada mil habitantes				Número promedio de	
	Tarjetas de débito	Tarjetas de Crédito/débito	Tarjetas de garantía de cheques	Tarjetas de comercios	Retiros de dinero con tarjetas de débito	Pagos con tarjetas de crédito/débito
Bélgica .....	639	640	466	69	11	15
Dinamarca .....	394	394	47	258	n/d	42
Alemania .....	404	404	342	18	n/d	4
Grecia .....	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d
España .....	606	606	0	n/d	15	3
Francia .....	352	391	2	353	27	53
Irlanda .....	702	176	255	n/d	14	29
Italia .....	158	195	24	n/d	11	4
Luxemburgo .....	615	790	403	n/d	11	28
Holanda .....	724	970	687	n/d	15	2
Portugal .....	243	348	78	1	21	2
Reino Unido .....	134	907	747	192	13	1
C.E. ....	541	503	255	n/d	n/d	15

n/d = no disponible.

**Tabla A25**  
**Cajeros automáticos**

País	N.º de aparatos por cada millón de habitantes (finales de 1990)	N.º de transacciones per cápita (en 1990)	Valor medio de cada transacción (en 1990, en ECU)	Incremento del número de aparatos (1989/1990)	Aumento del número de transacciones (1989/1990)	Aumento del valor de las transacciones (1989/1990)
Bélgica .....	94	7,10	83	3%	4%	9%
Dinamarca .....	195	n/d	n/d	8%	n/d	n/d
Alemania .....	142	n/d	n/d	22%	n/d	n/d
Grecia .....	32	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d
España .....	360	9,10	92	24%	27%	32%
Francia .....	256	9,70	64	11%	11%	6%
Irlanda .....	153	9,60	57	32%	21%	28%
Italia .....	170	2,20	188	25%	26%	34%
Luxemburgo .....	215	6,50	112	47%	n/d	n/d
Holanda .....	179	11,10	66	47%	n/d	n/d
Portugal .....	83	5,00	43	58%	49%	59%
Reino Unido .....	297	17,30	61	7%	9%	23%
C.E. ....	212	n/d	n/d	18%	n/d	n/d

n/d = no disponible.

**Tabla A25 (cont.)**  
**Equipo de Transferencia Electrónica de Fondos/Puntos de Venta**

País	N.º de aparatos por cada millón de habitantes (finales de 1990)	N.º de transacciones per cápita (en 1990)	Valor medio de cada transacción (en 1990, en ECU)	Incremento del número de aparatos (1989/1990)	Aumento del número de transacciones (1989/1990)	Aumento del valor de las transacciones (1989/1990)
Bélgica .....	2.829	7,90	40	15%	19%	35%
Dinamarca .....	3.078	12,00	57	25%	48%	41%
Alemania .....	291	n/d	28	112%	338%	100%
Grecia .....	0	0				
España .....	8.006	2,00	85	44%	11%	24%
Francia .....	3.179	n/d	n/d	13%	n/d	n/d
Irlanda .....	0	0				
Italia .....	385	0,10	109	117%	127%	153%
Luxemburgo .....	7.578	23,00	67	n/d	n/d	n/d
Holanda .....	147	1,80	21	-8%	59%	86%
Portugal .....	271	0,80	32	230%	160%	119%
Reino Unido .....	1.919	n/d	n/d	47%	n/d	n/d
C.E. ....	2.121	n/d	n/d	36%	n/d	n/d

n/d = no disponible.



**ANEXO B**

**TABLAS CORRESPONDIENTES  
A LA SEGUNDA PARTE**



**Tabla B1**  
**Indicadores de la independencia política de los Bancos Centrales**

	Puntos
1) Objetivos estatutarios	
• La estabilidad monetaria es el único o principal objetivo del Banco Central .....	1
• El objetivo asignado al Banco Central está estrechamente correlacionado con la estabilidad monetaria .	0,8
• El objetivo es la estabilidad de los precios, siempre que sea coherente con la política económica general del Gobierno. ....	0,5
• La estabilidad monetaria es un objetivo, pero hay otros objetivos conflictivos (pleno empleo) también asignados al Banco Central .....	0,2
• No hay ningún objetivo estatutario en lo referente a estabilidad monetaria. ....	0
2) Responsabilidad de la política monetaria	
• El Banco Central es el único responsable (no se requiere ninguna aprobación de la política monetaria por el Gobierno). ....	1
• La aprobación del Gobierno es necesaria. ....	0
3) Vías de solución de posibles litigios entre el Banco Central y el Gobierno	
• Las vías judiciales están a favor del Banco Central .....	1
• Procedimientos a favor del Gobierno o ningún procedimiento establecido. ....	0
4) Mandato del Gobernador	
• más de 5 años .....	1
• 5 años .....	0,5
• menos de 5 años .....	0
5) Presencia de representantes del Gobierno en el Consejo	
• No autorizada. ....	1
• Autorizada, pero únicamente con carácter consultivo o de propuesta. ....	0,8
• Autorizada con poder de veto. ....	0
6) Nombramiento del Gobernador	
• No se hace por el Gobierno. ....	1
• Se hace por el Gobierno. ....	0
7) Nombramiento del Consejo	
• No se hace por el Gobierno. ....	1
• Se hace por el Gobierno. ....	0

Fuente: Los indicadores originales fueron desarrollados por Grilli, Masciandaro y Tabellini (1991). Agradecemos a Barbara Marchitto la aportación de nuevos datos insertados en esta tabla.

**Tabla B2**  
**Independencia política de los Bancos Centrales (media ponderada) en los países europeos seleccionados**

Ponder.	1 (0,20)	2 (0,19)	3 (0,15)	4 (0,14)	5 (0,13)	6 (0,10)	7 (0,09)	8 Ind. prom.
Bélgica ^ .....	0	1	1	0,5	0,8	0	0	0,52
Dinamarca .....	0,8	1	0	1	0,8	0	0	0,59
Francia ^ .....	0,5	1	0	1	0,8	0	0	0,53
Alemania .....	1	1	1	1	1	0	0	0,81
Reino Unido .....	0	0	0	0,5	1	0	0	0,2
Grecia .....	0,8	1	1	0,5	0,0	0	1	0,66
Irlanda .....	1	1	0	1	0,0	0	0	0,53
Italia .....	0	0	0	1	1	1	1	0,46
Holanda .....	1	1	0	1	1	0	0	0,66
Portugal .....	1	0	0	0,5	1	0	0	0,4
España ^ .....	1	1	0	1	0,8	0	0	0,63
Bélgica * .....	0	0	0	0,5	0,8	0	0	0,17
Francia * .....	0	0	0	1	0,0	0	0	0,14
España * .....	0	0	0	0,0	0,8	0	0	0,1

Nota: ^ significa que se produjeron cambios desde 1991.

\* corresponde a los valores de 1990.

Fuente: Actualización de Grilli et al. (1991).

**Tabla B3**  
**Indicadores de la independencia económica de los Bancos Centrales**

	Puntos
1) Tipo de descuento decidido por	
• el Banco Central .....	1
• el Ministerio de Hacienda .....	0
2) Financiación del Gobierno	
• no automáticamente .....	1
• automáticamente .....	0
3) Financiación del Gobierno	
• importe limitado .....	1
• importe ilimitado .....	0
4) Financiación del Gobierno	
• temporal .....	1
• permanente .....	0
5) Participación del Banco Central en el mercado de emisión de Bonos del Tesoro	
• no autorizada .....	1
• autorizada, sin más .....	0,5
• obligatoria .....	0
6) Financiación del Gobierno a un tipo de interés	
• superior (o igual) al tipo de descuento .....	1
• inferior al tipo de descuento .....	0
7) Supervisión cautelar del sistema bancario	
• confiada a una agencia independiente .....	1
• confiada a una agencia relacionada con el Banco Central .....	0,5
• confiada al Banco Central .....	0

Fuente: Los indicadores de independencia económica fueron desarrollados por Grilli et al. (1991). Agradecemos a Barbara Marchitto la aportación de nuevos datos insertados en esta tabla.

**Tabla B4**  
**Independencia económica de los Bancos Centrales (media ponderada)**  
**en los países europeos seleccionados**

Ponder.	1 (0,20)	2 (0,17)	3 (0,16)	4 (0,13)	5 (0,12)	6 (0,12)	7 (0,10)	8 Ind. prom.
Bélgica ^ .....	1	1	1	1	1	1	1	1
Dinamarca .....	1	0	0	0	1	1	1	0,54
Francia ^ .....	1	1	1	1	1	1	0,5	0,95
Alemania .....	1	1	1	1	1	1	1	1
Reino Unido .....	1	1	1	1	0	1	0	0,78
Grecia .....	1	0	1	0	0	0	0	0,36
Irlanda .....	1	0	1	1	0	1	0	0,61
Italia ^ .....	1	1	1	1	1	1	0	0,9
Holanda .....	1	0	1	1	1	0	0	0,61
Portugal .....	1	0	1	0	0	0	0	0,36
España ^ .....	1	1	1	1	1	0	0	0,78
Bélgica * .....	1	0	1	1	1	1	1	0,83
Francia * .....	1	0	1	0	1	0	0,5	0,53
Italia * .....	0	0	1	0	0,5	0	0	0,22
España * .....	0	0	1	0	1	0	0	0,28

Nota: ^ significa que se produjeron cambios desde 1991.

\* corresponde a los valores de 1990.

Fuente: Actualización de Grilli et al. (1991).

**Tabla B5**  
**Función del Banco Central en los países de la CE**

	Bélg.	Dinam.	Alemania	Grecia	España	Francia	Irlanda	Italia	Luxemb.	Holanda	Portugal	R. Unido
1. Emisión fiduciaria .....	sí	sí	sí	sí	sí	sí	sí	sí	sí	sí	sí	sí
2. Tesorería del Gobierno ..	sí	sí	sí	sí	sí	sí	sí	sí	sí	sí	sí	sí
3. Sistema de pago .....												
3.1. Vigilancia .....	sí	sí	sí	sí	sí	sí	sí	sí	sí	sí	sí	sí
3.2. Gestión del sistema de compensación ..	no	sí	en parte	sí	no	sí	no	sí	no	no	sí	no
3.3. Facilidades de liquidez	sí	sí	sí	sí	sí	sí	sí	sí	sí	sí	sí	sí
4. Participación en la super- visión bancaria .....												
4.1. Regulación .....	I	O	II	III	III	II	III	III	III	III	III	III
4.2. Autorización .....	O	O	O	III	III	II	III	III	III	III	III	III
4.3. Prudencial .....	O	O	II	III	III	III	III	III	III	III	III	III

Claves:

O = nula, I = limitada, II = intermedia, III = amplia

Fuente: Padoa-Schioppa y Saccomanni (1992).

**Tabla B6**  
**Operaciones de política monetaria realizadas por los Bancos Centrales**

	Bélg.	Dinam.	Alem.	Grecia	España	Francia	Irlanda	Italia	Luxemb.	Holanda	Portugal	R. Unido
1. Operaciones en el mercado interior												
1.1. Alcance de uso . . . .	III	I	III	I	III	III	III	III		II	III	III
1.2. Uso de acuerdos de recompra . . . . .	III	I	III	I	III	III	III	III		III	I	I
1.3. Nivel de discreción en la fijación de la cantidad de liquidez suministrada . . . . .	II	III	III	III	III	III	III	III		I	O	O
1.4. Nivel de discreción en la fijación del coste de la liquidez suministrada . . . . .	III	III	III	III	III	III	III	I		III	III	III
1.5. Capacidad para influir en los tipos de interés del mercado . . . . .	III	I	III	III	III	III	II	III		III	III	III
2. Operaciones con intermediarios individuales												
2.1. Alcance de uso . . . .	I	III	III	I	I	O	I	I		II	I	I
2.2. Nivel de discreción en la fijación de la cantidad de liquidez suministrada . . . . .	I	II	II	O	II	O	I	II		II	III	III
2.3. Nivel de discreción en la fijación del coste de la liquidez suministrada . . . . .	III	III	III	O	III	O	III	II		II	III	III
2.4. Capacidad para influir en los tipos de interés del mercado . . . . .	II	III	II	O	I	O	II	III		I	O	O

Claves: O = nula, I = limitada, II = intermedia, III = amplia  
Fuente: Padoa-Schioppa y Saccomanni (1992).

**Tabla B7**  
**Requisitos de reservas en los sectores bancarios europeos**

	Alemania	Francia	España	Italia	Portugal
Fondos sujetos a reservas	D, CD, R, Bonos*	D, CD, R, Bonos	D, CD, R, Bonos, Otros pasivos	D, CD, Bonos con vencimiento < 18 meses	D, CD, R, Bonos con vencimiento < 2 años
Titulares	Residentes y no residentes (fondos en moneda nacional)	Residentes no gubernamentales (todos los fondos)	Residentes no gubernamentales (todos los fondos) No residentes (fondos en moneda nacional)	Residentes (todos los fondos) No residentes (fondos en moneda nacional)	Residentes no gubernamentales (todos los fondos)
Coefficiente de reservas	5 % (D a la vista) 2 % (otros)	1 % (D a la vista) 0,5 % (otros)	2 %	15 %	2 %
Período de cómputo	1 mes	1 día	10 días	1 mes	7 días
Período de mantenimiento	1 mes	1 mes	10 días	1 mes	7 días
Retraso (definido como final del período de mantenimiento – final del período de cómputo)	15 días	15 días	2 días	45 días	3 días
Provisiones promedias	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Remuneración	No	No	No	Sí, 5,5 %	No

Nota: El Reino Unido y Holanda tienen reservas muy bajas.

En Bélgica, Dinamarca y Luxemburgo no hay actualmente ningún sistema de requisito de reservas en uso.

D = Depósitos, R = Fondos de recompra.

\* Todos los CD y bonos con vencimiento < 2 años; algunos CD y bonos con vencimiento < 4 años.

Fuentes: EMI, *Annual Report* (1995). Boletines Económicos de los Bancos Centrales.

**Tabla B8**  
**Deuda pública neta**  
(porcentaje del PIB)

País	1970	1980	1989	1994
Bélgica .....	52,6	69,3	122,4	140,1
Dinamarca .....	-2,8	4,3	23,1	78
Francia .....	9,7	14,3	25,4	50,4
Alemania .....	-8,1	14,3	21,9	51
Grecia .....	21,3	27,8	79	121,3
Irlanda .....	35,7	78	122,6	89
Italia .....	36,8	54	94,3	123,7
Holanda .....	29,9	24,9	57,2	78,8
Portugal .....	n.d.	n.d.	n.d.	70,4
España .....	n.d.	7,9	29,3	63,5
Reino Unido .....	79,2	47,3	30,3	50,4
Austria .....	n.d.	49,6	57,8	65
Finlandia .....	n.d.	n.d.	n.d.	70
Suecia .....	n.d.	67,7	47,8	81
Luxemburgo .....	n.d.	n.d.	5	9,2

Fuente: OCDE. Las cifras de 1994 son estimaciones.

**Tabla B9**  
**Déficit público**  
(porcentaje del PIB)

País	1980	1985	1992	1993	1994
Bélgica .....	9,3	8,70	6,70	6,60	5,5
Dinamarca .....	3,3	2	2,6	4,4	4,2
Francia .....	0	2,9	3,9	5,8	5,6
Alemania .....	2,9	1,2	2,9	3,3	2,9
Grecia .....	2,9	11,6	11,8	13,5	14,1
Irlanda .....	10,6	10,8	2,2	2,4	2,4
Italia .....	8,6	12,6	9,5	9,6	9,6
Holanda .....	3,9	3,9	3,8	3,3	3,8
Portugal .....	5,5	7,4	3,8	8	6,2
España .....	2,2	6,9	4,2	7,5	7
Reino Unido .....	3,4	2,8	6,2	7,7	6,3
Austria .....	3,37	4,7	4,75	4,1	4,4
Finlandia .....	2,16	0,81	6,96	7,2	4,7
Suecia .....	8,83	5,59	2,23	13,3	11,7
Luxemburgo .....			0,3	1,1	1,3

Fuente: OECD, *Economic Outlook y Perspectives économiques de l'OCDE*, 1994. IMF, IFS, 1994. EMI, *Annual Report*, 1994. Las cifras de 1994 son provisionales.

**Tabla B10**  
**Tasas de inflación en los países**  
**de la UE**

País	1980	1985	1990	1992	1993	1994
Bélgica .....	6,7	4,9	3,5	2,4	2,8	2,4
Dinamarca .....	12,3	4,7	2,6	2,1	1,3	2
Francia .....	13,3	5,8	3,4	2,4	2,1	1,6
Alemania .....	5,4	2,2	2,7	4	4,1	3
Grecia .....	24,9	19,3	20,4	15,9	14,4	10,8
Irlanda .....	18,2	5,4	3,3	3,1	1,4	2,4
Italia .....	21,2	9,2	6,4	5,2	4,5	3,9
Holanda .....	6,5	2,2	2,5	3,7	2,1	2,7
Portugal .....	16,6	19,3	13,4	8,9	6,5	5,2
España .....	15,6	8,8	6,7	5,9	4,6	4,7
Reino Unido .....	18	6,1	9,5	3,7	1,6	2,4
Austria .....	6,3	3,2	3,3	4	3,6	3
Finlandia .....	11,6	5,9	6,1	2,6	2,1	1,1
Suecia .....	13,7	7,4	10,5	2,3	4,6	2,4
Luxemburgo .....				3,2	3,6	2,1

Fuente: IMF, *International Financial Statistics*, 1994 y EMI, 1995.

**Tabla B11**  
**Tipos de interés a largo plazo en la UE**

País	Diciembre 1993	Diciembre 1994
Bélgica .....	6,42	8,31
Dinamarca .....	8,9	19,14
Francia .....	5,64	8,28
Alemania .....	5,7	7,19
Grecia .....	22,25	19
Irlanda .....	6,26	8,76
Italia .....	8,84	12,34
Holanda .....	5,5	7,76
Portugal .....	8,92	11,68
España .....	8,12	11,79
Reino Unido .....	6,07	8,85
Austria .....	6,8	7
Finlandia .....	8,8	9,1
Suecia .....	8,6	9,5
Luxemburgo .....	6,35	6,23

Fuente: EMI, *Annual Report*, 1994.











**FUNDACION BBV**

Gran Vía, 12 - 48001 BILBAO  
Alcalá, 16 - 28014 MADRID