

Documentos de Trabajo

Integración financiera en el MERCOSUR

Diego Aboal
cinve

Bibiana Lanzilotta
cinve

Marcelo Perera
cinve

Mayo 2007

♣ Este trabajo ha sido desarrollado en el marco del proyecto “Economic Growth, Institutions, and Financial Integration Policies in Mercosur” desarrollado por la Red de Investigaciones Económicas del Mercosur, con el apoyo del International Development Research Centre (IDRC-Canadá). Este artículo junto con el titulado “El Sistema Financiero Uruguayo” conforman el informe final elaborado por CINVE para este proyecto.

INTEGRACIÓN FINANCIERA EN EL MERCOSUR*

Diego Aboal, Bibiana Lanzilotta y Marcelo Perera♦

CENTRO DE INVESTIGACIONES ECONÓMICAS (CINVE, Uruguay)

Mayo de 2007

Resumen

Esta investigación busca responder las siguientes preguntas: ¿cuál es el grado de integración financiera de los países del MERCOSUR?, ¿cuál es el grado de desarrollo de los mercados financieros de este bloque en comparación con otros bloques? y ¿qué lecciones se pueden extraer de otras experiencias de integración financiera y de la evidencia empírica respecto a los determinantes de la integración financiera? Los resultados indican que el nivel de integración financiera en el bloque es casi nulo y que los sistemas financieros de los países del bloque están poco desarrollados y son ineficientes en la comparación internacional. La evidencia empírica recogida, incluido el análisis de la experiencia europea, indica que algunos de los factores claves para una mayor integración financiera regional son: un proceso gradual de armonización de los sistemas legales, la consolidación de la integración comercial, el avance en la coordinación de políticas macroeconómicas, una mayor apertura financiera y un mayor desarrollo de los sistemas financieros domésticos.

Palabras clave: integración financiera, MERCOSUR.

Código de clasificación JEL: F36.

* Este trabajo ha sido desarrollado en el marco del proyecto “Economic Growth, Institutions, and Financial Integration Policies in Mercosur” desarrollado por la Red de Investigaciones Económicas del Mercosur, con el apoyo del *International Development Research Centre* (IDRC-Canadá). Este artículo junto con el titulado “El Sistema Financiero Uruguayo” conforman el informe final elaborado por CINVE para este proyecto.

♦ Contacto con los autores: aboal@cinve.org.uy, bibiana@cinve.org.uy, perera@cinve.org.uy.

I. INTRODUCCIÓN

El desarrollo y la profundidad de los mercados financieros están asociados al nivel de crecimiento y desarrollo de los países (Beck *et al.*, 2000; Levine *et al.*, 2000). El sistema financiero puede facilitar o bloquear las posibilidades de crecimiento de un país. Por tanto, su desarrollo debe ocupar un espacio privilegiado en las acciones de política.

Los sistemas financieros de los países que integran el bloque MERCOSUR están, bajo casi cualquier indicador comparado que se considere, subdesarrollados y son altamente ineficientes. Si bien es claro que las políticas domésticas tienen un rol a cumplir en su desarrollo y eficiencia, por la dimensión de algunos de estos mercados, no es posible concebir en un desarrollo pleno sin pensar en una integración financiera, al menos regional. Esto pone en la agenda de investigación, la discusión de las oportunidades y dificultades de una posible integración financiera en el MERCOSUR.

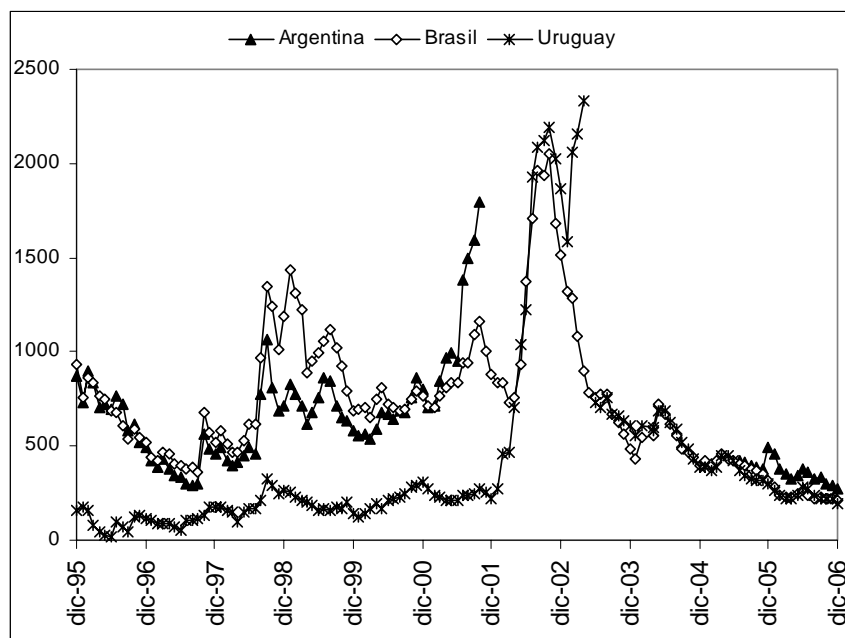
El objetivo de este trabajo, que debe entenderse como un complemento del trabajo que hemos realizado sobre el sistema financiero uruguayo (Aboal, Lanzilotta y Perera, 2007), es en primer lugar comparar algunos indicadores del sistema financiero de los países del MERCOSUR con el de aquellos correspondientes a los países de la Unión Europea y de la Asociación de Naciones del Sudeste Asiático. Esto se llevará a cabo en la sección II. En segundo lugar, se pretende aportar evidencia sobre cuales son los determinantes de una mayor integración financiera entre países, la sección III está dedicada a esto. En tercer lugar, a partir de la descripción del proceso de integración financiera de la Unión Europea, se pretende sacar algunas lecciones útiles para un eventual proceso de integración financiera en el MERCOSUR. La sección IV tiene este objetivo. Finalmente en la sección V se presentan las principales conclusiones de este trabajo.

II. LA INTEGRACIÓN Y EL DESARROLLO FINANCIERO EN EL MERCOSUR

Las externalidades entre las economías de la región no se han transmitido únicamente a través de los canales comerciales. Los efectos macroeconómicos derivados del funcionamiento de los mercados financieros también han sido importantes, obsérvese,

por ejemplo, la elevada correlación de los *spread* de la deuda pública (riesgo país) entre los dos socios más grandes del bloque, Brasil y Argentina, previo y posterior a la crisis argentina de 2001.

Gráfico 1. EMBI Argentina, Brasil y UBI Uruguay



Nota: para poder apreciar mejor la correlación se excluyen del gráfico los valores del EMBI-ARG entre noviembre-2001 y junio-2005 y de Brasil de mayo-2003.

Fuente: Bloomberg y República AFAP.

Sin embargo, la integración financiera, medida a través de las transacciones financieras entre fronteras nacionales, es muy escasa entre las economías del MERCOSUR. Por ejemplo, las entidades bancarias radicadas en la mayor economía del bloque, Brasil, poseían tan solo un 3,8% de sus activos externos en los restantes socios del MERCOSUR en el año 2005 (véase tabla 1). La aparente paradoja, se explica por la propia globalización del sistema financiero internacional y por el hecho de que las economías de la región comparten una elevada vulnerabilidad a las condiciones de financiamiento internacional. A diferencia de otras experiencias de integración, en el MERCOSUR, la mayor parte de los movimientos de capitales se llevan a cabo con mercados de fuera de la región.

Las asimetrías normativas existentes en el región revelan el mismo panorama en cuanto a la escasa integración, si tenemos en cuenta que un proceso de integración financiera - *de jure*- es alcanzado cuando los agentes de una determinada región enfrentan reglas

idénticas y tienen acceso a los mismos instrumentos financieros y servicios dentro de ese mercado. Como veremos, los procesos de desregulación de los movimientos de capitales han ocurrido de manera desigual entre los países miembros, así como también lo han sido los referidos a otros aspectos de los propios mercados internos.

Tabla 1. Distribución de los activos externos de los bancos brasileños según región de residencia de los prestatarios (%). Promedio año 2005

TOTAL	100
Países desarrollados	77,2
Europa	44,7
Reino Unido	19,2
Alemania	7,0
Portugal	4,1
Francia	2,4
Resto	12,0
Otros países desarrollados	32,5
Estados Unidos	29,2
Resto	3,3
Centros offshore	16,7
Países en desarrollo	6,1
América Latina y Caribe	4,9
Argentina	2,1
Chile	0,4
Paraguay	1,3
Uruguay	0,4
Resto	0,6
Resto países en desarrollo	1,2

Fuente: Bank for International Settlement – International Consolidated Banking Statistics

El primer esfuerzo regulatorio, tendiente a eliminar las asimetrías dentro de mercados nacionales en el tratamiento de los inversores de los países miembros, ha sido el Protocolo de Colonia para la Promoción y Protección Recíproca de Inversiones, aprobado por el Consejo Mercado Común el 5 de agosto de 1994. En general el acuerdo promueve un tratamiento de los inversores de los países miembros de manera no menos favorable que a los inversores nacionales o de terceros Estados, sin perjuicio del derecho de cada país a mantener transitoriamente algunas excepciones detalladas en el Protocolo. En el término inversión se abarca la propiedad de bienes muebles e inmuebles, acciones, cuotas societarias y cualquier otro tipo de participación en sociedades, títulos de crédito, préstamos vinculados a una inversión específica y derechos de propiedad intelectual o inmaterial (incluyendo derechos de autor y de

propiedad industrial), entre otros. En la práctica, aún no se han observado importantes consecuencias de estas medidas.

II.1. La apertura financiera en el MERCOSUR

Para analizar el grado de apertura financiera en la región utilizaremos el índice elaborado por Chinn e Ito (2006). Este índice resume (mediante análisis de componente principal) las siguientes dimensiones: la presencia de tipos de cambio múltiples, restricciones en las transacciones de cuenta corriente, restricciones en las transacciones de la cuenta capital y una variable indicadora de la existencia de ciertos requerimientos en los procedimientos de exportación. Por construcción, es una medida de la apertura financiera *de jure* dado que se basa en la existencia de determinados tipos de regulaciones en las transacciones con el exterior. En contraposición, las medidas basadas en el grado de arbitraje de precios, como la paridad de intereses, pueden considerarse medidas *de facto* de la apertura financiera (véase por ejemplo Cheung *et al.*, 2003).

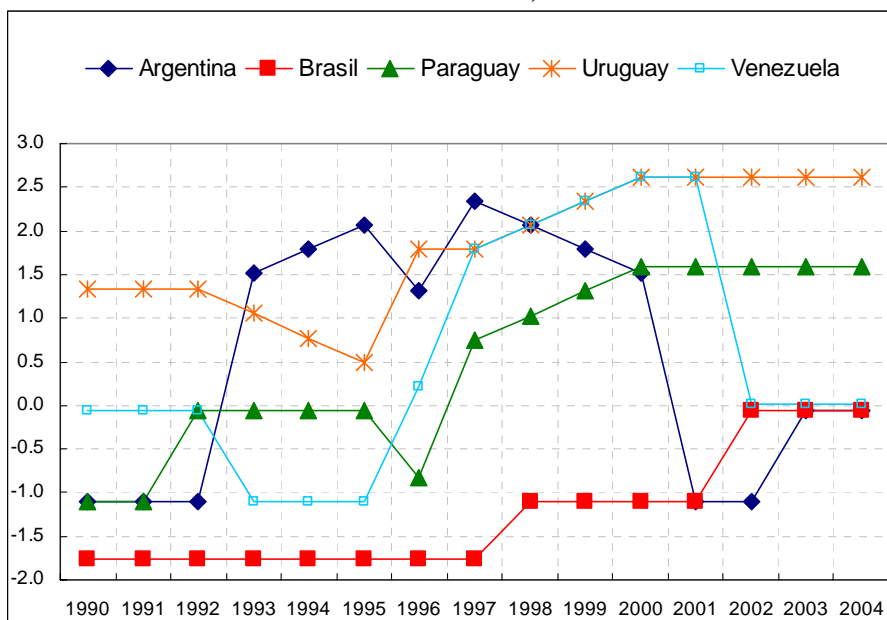
En el gráfico 2 se observan las importantes diferencias en el grado de apertura financiera de los países de la región. En el año 2004 dicho índice varía en un rango de -0,54 (Argentina y Brasil) y 2,6 (Uruguay).¹ Si comparamos esta dispersión con la presentada en el gráfico 3 para los países de la UE-15 quedan en evidencia las importantes asimetrías en el tratamiento de las transacciones financieras externas que aún se mantienen en las economías del MERCOSUR. La convergencia entre el grado de apertura de las economías europeas es especialmente notorio desde la creación del mercado único.

Adicionalmente se observa la temprana liberalización financiera de Uruguay en comparación con sus socios, lo que le otorgó una ventaja competitiva fundamentalmente en la década de los noventa. Este hecho facilitó que Uruguay desempeñara un importante papel financiero como captador de ahorro de la región. El control prácticamente total de los bancos privados por parte de instituciones extranjeras y el elevado porcentaje de los depósitos bancarios de no residentes, también está

¹ El rango de variación del índice es [-1,8; 2,6] en una muestra de 182 países entre 1990 y 2005.

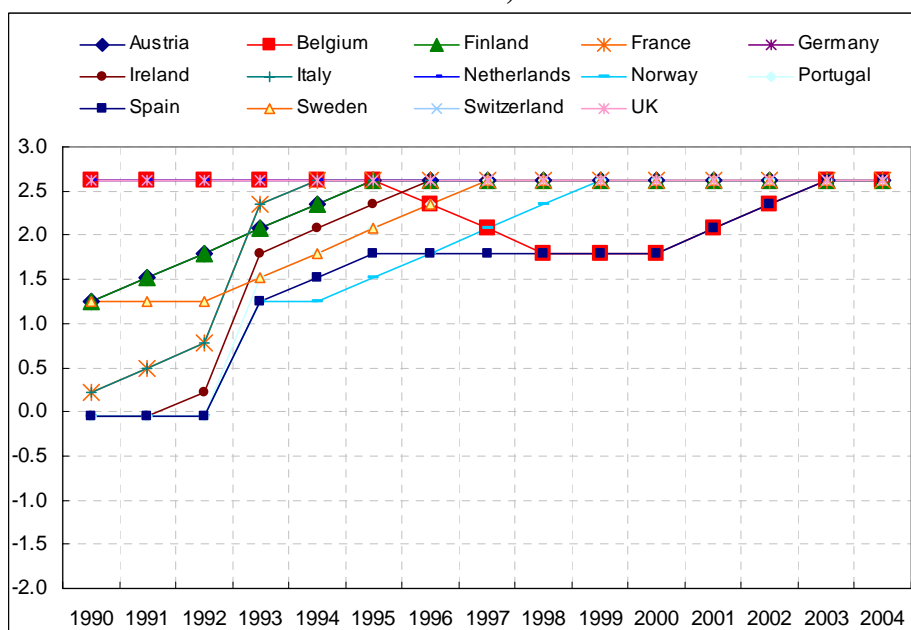
asociado al proceso de liberalización financiera en Uruguay. No obstante, el sistema financiero uruguayo tiene un tamaño reducido aún si se lo compara únicamente con sus socios más grandes, enfrentando una dificultad en el reducido tamaño de su mercado.²

**Gráfico 2 Índice de apertura financiera de Chinn e Ito (2006)
Países del MERCOSUR, 1990 a 2004**



Fuente: Chinn e Ito (2006).

**Gráfico 3. Índice de Apertura Financiera de Chinn e Ito (2006)
Países de la UE-15, 1990 a 2004**



Fuente: Chinn e Ito (2006).

² Sin embargo el sistema bancario está entre los más grandes de la región (en proporción al PIB).

El grado de apertura financiera de Paraguay y Brasil es progresivamente mayor en el período considerado, aunque marcadamente más lento en Brasil. En el caso de Argentina la evolución del índice es más errática, mientras en los noventa se procesó un importante grado de apertura financiera, a partir de la crisis de 2001 se produjo un fuerte revés en la misma. Algo similar ha ocurrido en Venezuela, en los primeros años de la presente década se observó un retroceso en el grado de apertura respecto a la segunda mitad de los noventa.

II.2. Una mirada comparada con otras áreas económicas

A continuación se realiza una descripción comparativa de algunos indicadores de desarrollo de los mercados financieros de la región tomando como punto de referencia otras regiones con distinto grado de profundidad en la integración económica. En particular se realiza una comparación con la Unión Europea (15 miembros) y la Asociación de Naciones del Sudeste Asiático (ASEAN).

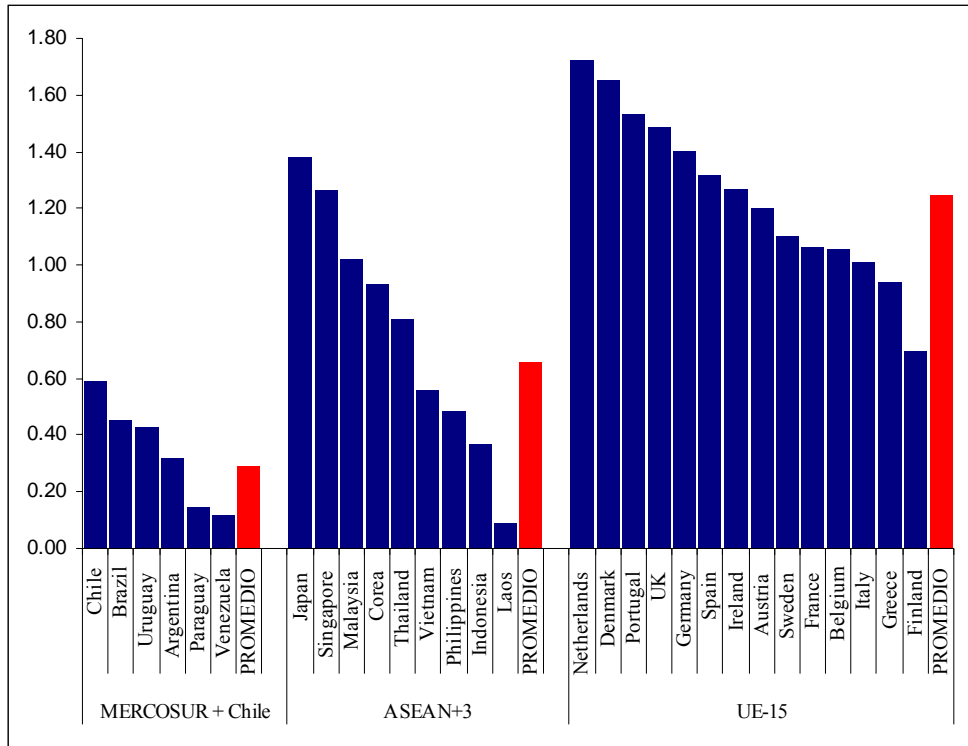
Para garantizar la homogeneidad de los indicadores, en el análisis comparativo de la profundidad de los mercados financieros, se trabaja con la información de la base de datos sobre Estructura y Desarrollo Financiero proporcionada por el Banco Mundial (versión 2005). En particular se dará un panorama del grado de desarrollo de la intermediación bancaria (y de otros intermediarios según se indicará) y del mercado de valores. Siguiendo la práctica de recientes investigaciones (Beck, Demirguc-Kunt y Levine, 1999; Demirguc-Kunt y Levine, 2000; entre otros) se hará una distinción entre indicadores del tamaño, actividad y eficiencia del sistema financiero.

II.2.1. Tamaño

En el gráfico 4 se presenta la relación entre los activos bancarios y el PIB de los distintos países pertenecientes a las tres regiones económicas antes señaladas. Se destaca el menor tamaño del sector bancario en las economías del MERCOSUR donde dicho ratio en promedio alcanza el 29%, frente al 66% de los países de la ASEAN y 124% de los de la UE-15. Dentro de las economías latinoamericanas Chile muestra el

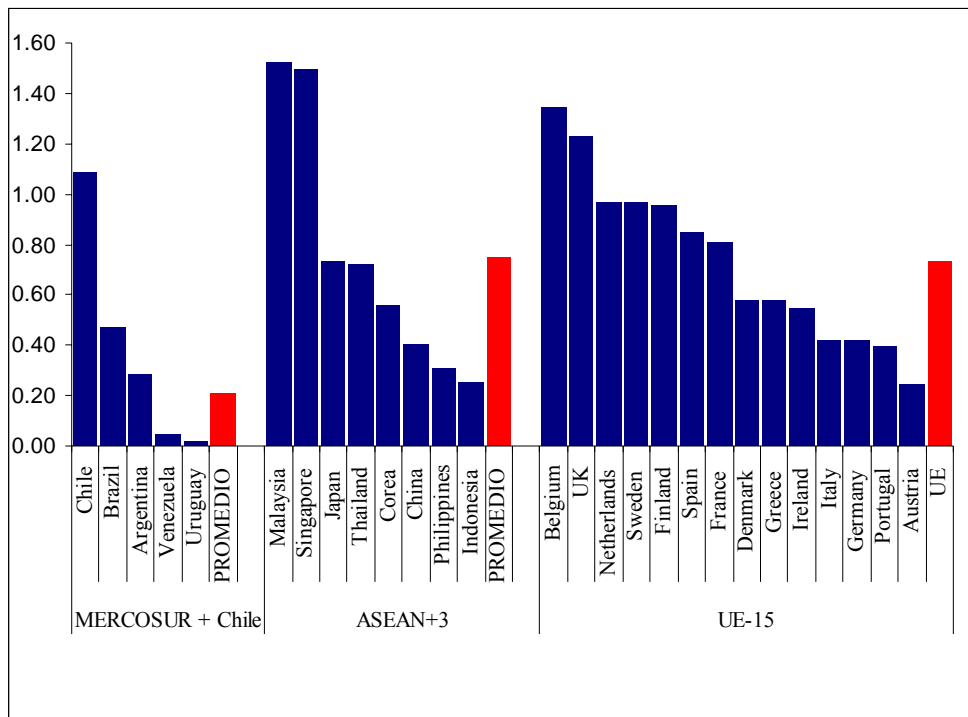
mayor avance logrado en el desarrollo del sector bancario medido por su tamaño relativo a la economía, no obstante su nivel se encuentra muy por debajo de las economías europeas (UE-15) y varias de las economías de la ASEAN.

Gráfico 4. Activos Bancarios en relación al PIB. Año 2004



Nota: el promedio “MERCOSUR+Chile” excluye Chile y el promedio “ASEAN+3” excluye Japón, China y Corea. **Fuente:** World Bank – Database on Financial Development and Structure.

Gráfico 5. Capitalización del Mercado en relación al PIB. Año 2004.



Nota: Idem gráfico 4.

Fuente: World Bank – Database on Financial Development and Structure.

En segundo lugar, con el propósito de observar el tamaño relativo de los mercados de valores en las economías de la región, se presenta la capitalización del mercado como porcentaje del PIB (gráfico 5). En este caso la heterogeneidad dentro de las regiones consideradas es mayor que en el indicador anterior. No obstante el tamaño del mercado de valores en los países del MERCOSUR en promedio es muy inferior al del resto de las regiones. El mercado de valores en Uruguay es particularmente reducido incluso en comparación con sus socios comerciales. El tamaño del mercado bursátil chileno sobresale por su tamaño incluso superando al de la mayoría de las economías europeas y del sudeste asiático.

II.2.2. Actividad

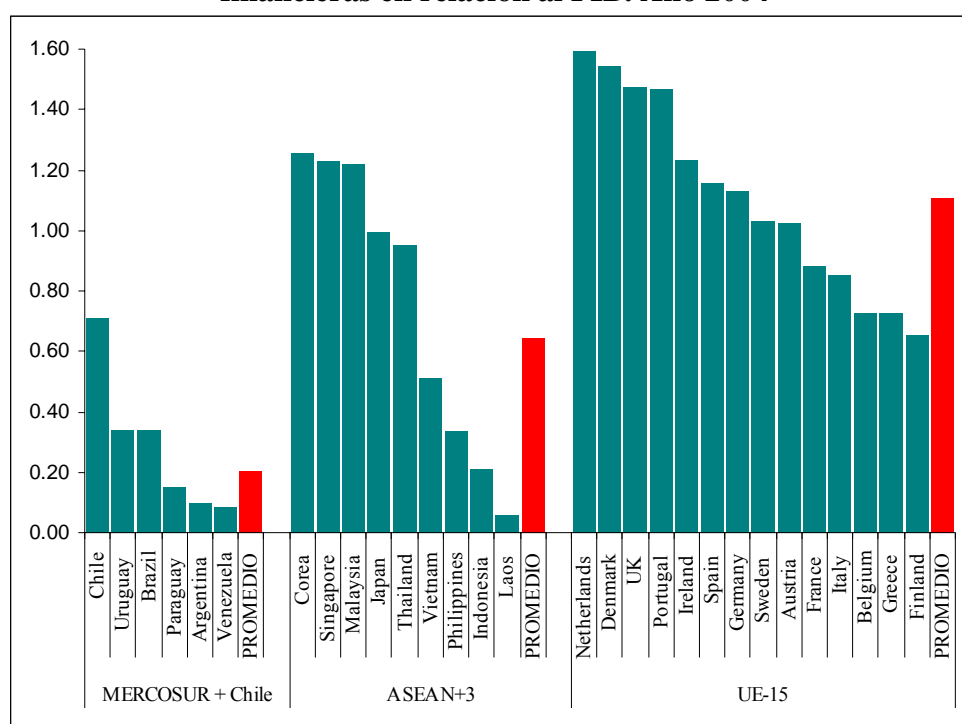
En el gráfico 6 y 7 se presentan dos medidas alternativas de la actividad del sector financiero relacionadas a su función básica: la canalización del ahorro a los inversores, y utilizadas entre otros por Levine *et al.* (2000). En primer lugar la proporción del crédito privado en relación al PIB es sensiblemente menor en el promedio de los países del MERCOSUR, siendo el 20% en el año 2004. En los países pertenecientes a la ASEAN el ratio promedio supera el 60%, al tiempo que en los países de la Unión Europea (UE-15) dicho ratio es más de 5 veces el promedio del MERCOSUR. La lectura es prácticamente la misma si en lugar del crédito al sector privado se consideran los depósitos bancarios en relación al PIB.

En el gráfico 8 se observa la evolución en 15 años del crédito al sector privado en relación al PIB por región económica. Durante la década de los noventa, mientras en la UE y el MERCOSUR la actividad financiera bancaria se mantiene constante en relación al PIB, en la ASEAN se observa un vigoroso crecimiento. No obstante a partir de 1998-1999 se produce un revés en ese proceso como consecuencia de la crisis asiática (1997-98). La crisis en los países del MERCOSUR (fundamentalmente en Argentina y Uruguay) también tiene un efecto contractivo en el crédito privado a partir de 2002. Por otra parte, en la UE se observa un crecimiento de este indicador desde 1999 lo, que

confirma el estímulo a la actividad financiera de la moneda única que comienza a regir a partir de entonces.

En relación a la actividad de los mercados de valores, las disparidades son sensiblemente mayores. Valiéndonos del ratio entre el total de valores comercializados y el PIB en el año 2004, se observa un nivel de actividad bursátil en el MERCOSUR 12,6 veces menor al promedio de los países de la ASEAN y casi 16 veces menor al promedio del mercado único europeo (15 miembros).

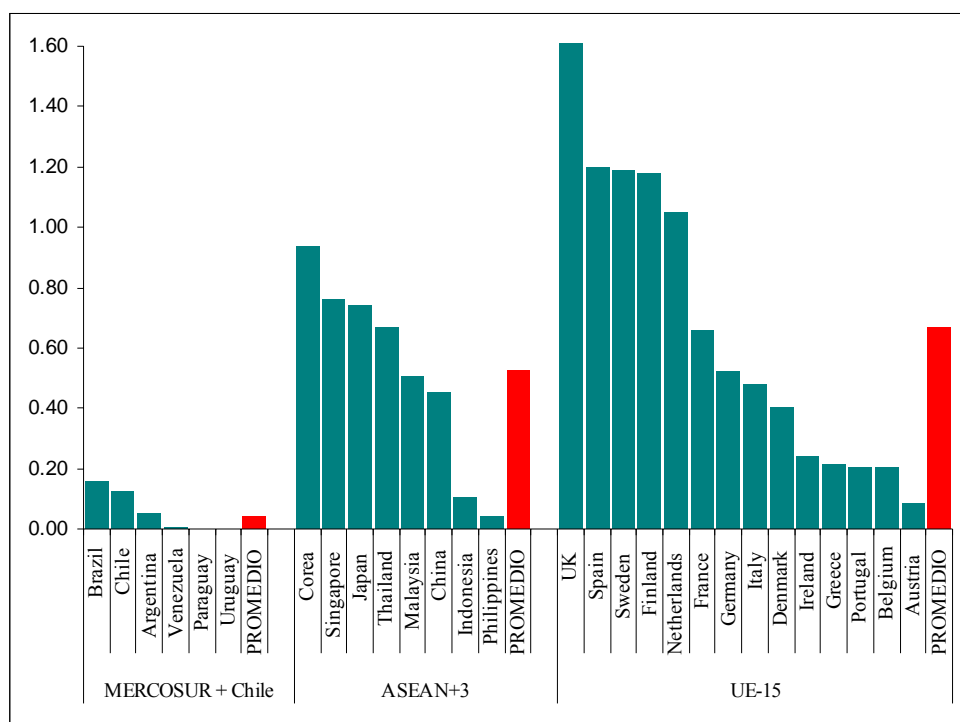
Gráfico 6. Crédito al sector privado del conjunto de instituciones financieras en relación al PIB. Año 2004



Nota: Idem gráfico 4.

Fuente: World Bank – Database on Financial Development and Structure

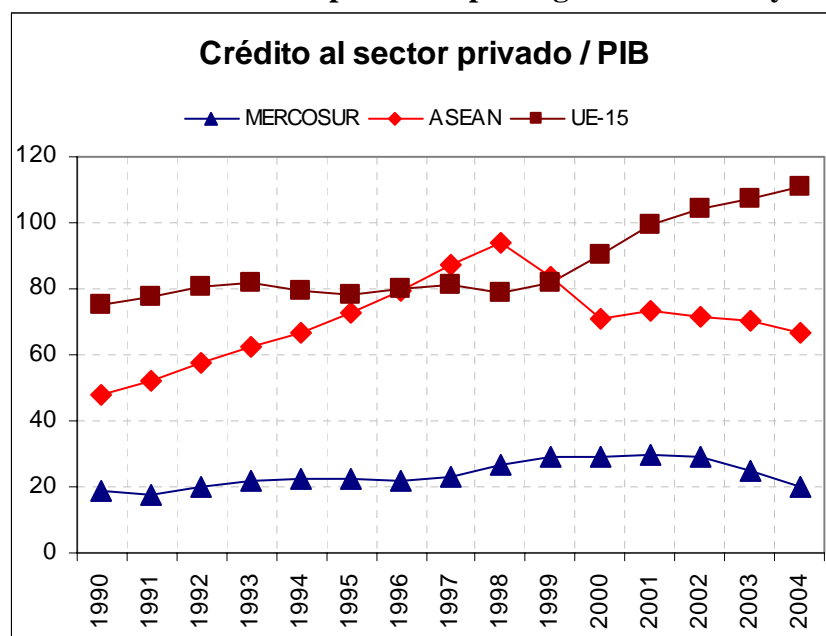
Gráfico 7. Valor Comercializado en el Mercado de Valores en relación al PIB. Año 2004



Nota: Idem gráfico 4.

Fuente: World Bank – Database on Financial Development and Structure

Gráfico 8. Crédito al sector privado en relación al PIB (%). Evolución de los valores promedio por región entre 1990 y 2004



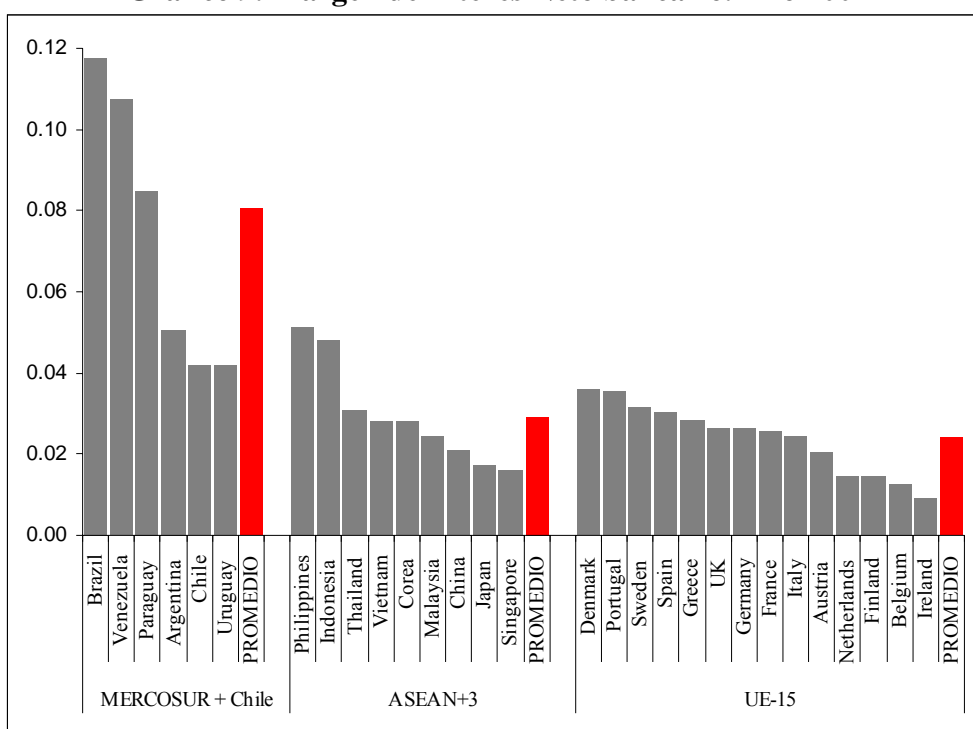
Fuente: World Bank – Database on Financial Development and Structure.

II.2.3. Eficiencia

Como indicador de la eficiencia de la intermediación financiera se presenta en el gráfico 9 el margen de interés neto y en el gráfico 10 el *overhead* bancario. Si bien son diversos los factores que afectan estas variables, la presencia de márgenes más estrechos está asociada a una mayor competencia y eficiencia del sistema financiero. Los menores niveles de eficiencia son claramente apreciables en los países del MERCOSUR. El margen neto promedio es del 8% frente a un 2,9% en la ASEAN y 2,4 en la UE-15. Los menores niveles de eficiencia de la intermediación financiera en términos comparativos se acentúan si consideramos el *overhead* bancario. Frente a un *overhead* promedio entre el 2% y 3% en los países de la ASEAN y de la UE-15, los países del MERCOSUR presentan valores muy superiores, mayores al 7,5% en todos los casos.

A mayor integración financiera es esperable una convergencia en la eficiencia del sector bancario entre las economías de un mismo bloque. Por lo tanto, la dispersión intrarregional tanto del margen como del *overhead* bancario da cuenta, entre otros factores, del grado de integración financiera en cada bloque. La mayor dispersión de en el MERCOSUR da cuenta del escaso grado de arbitraje en los servicios bancarios de la región, y por tanto de la escasa integración financiera.

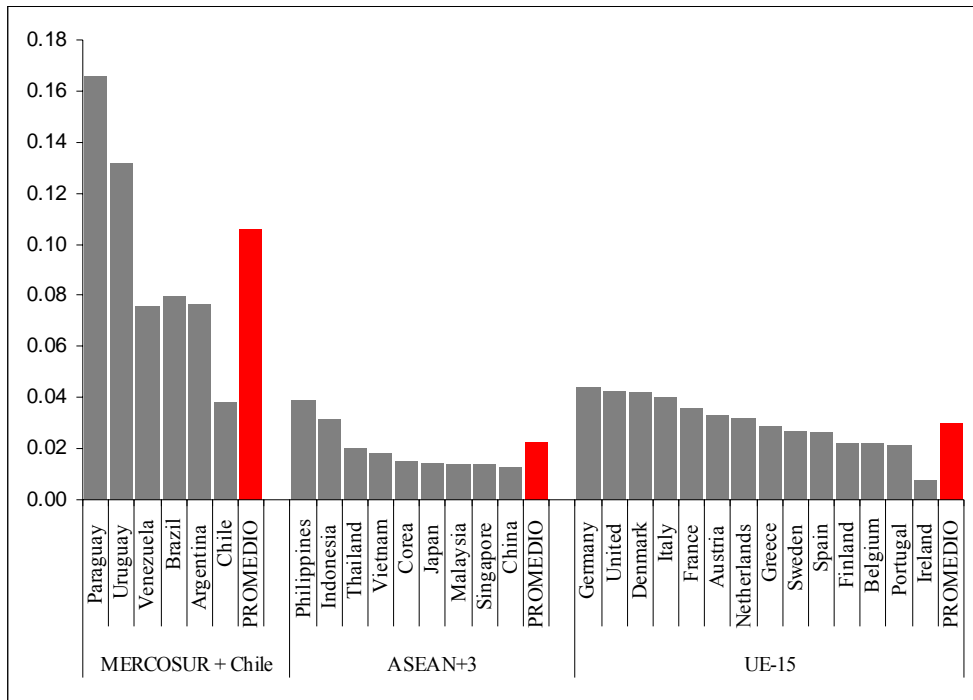
Gráfico 9. Margen de Interés Neto bancario. Año 2004



Nota: Idem gráfico 4.

Fuente: World Bank – Database on Financial Development and Structure.

Gráfico 10. Overhead bancario. Año 2004

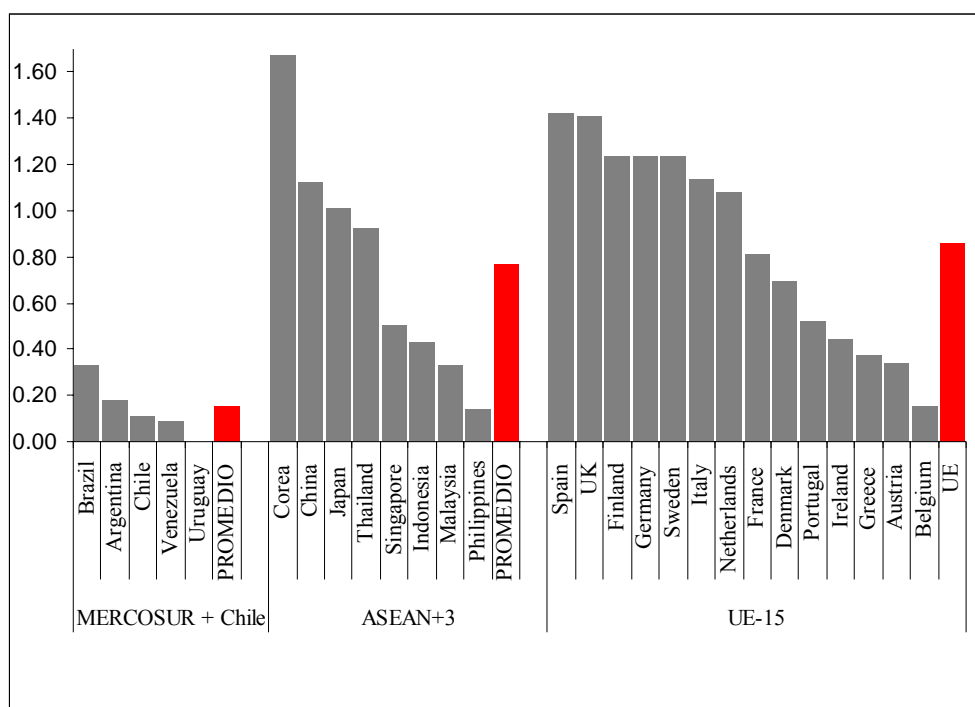


Nota: Idem gráfico 4.

Fuente: World Bank – Database on Financial Development and Structure

En el gráfico 11 se presenta la relación entre los valores comercializados y la capitalización en el mercado de acciones como medida de eficiencia del mercado de valores, si bien no es una medida directa de la eficiencia (no mide directamente los costes de transacción) y es también utilizada como indicador de la liquidez del mercado. La escasa eficiencia (o liquidez) del mercado accionario en las economías del MERCOSUR en términos comparativos es muy notoria. Dicho indicador es más de cinco veces superior en el promedio de los países de la ASEAN y de la UE-15. El país que presenta el mayor valor en la región (Brasil) supera a tan sólo a dos economías en la muestra total de países extra región del gráfico 11 (Filipinas y Bélgica).

Gráfico II.11. Razón de rotación de activos (*Turnover Ratio*)



Nota: Idem gráfico 4.

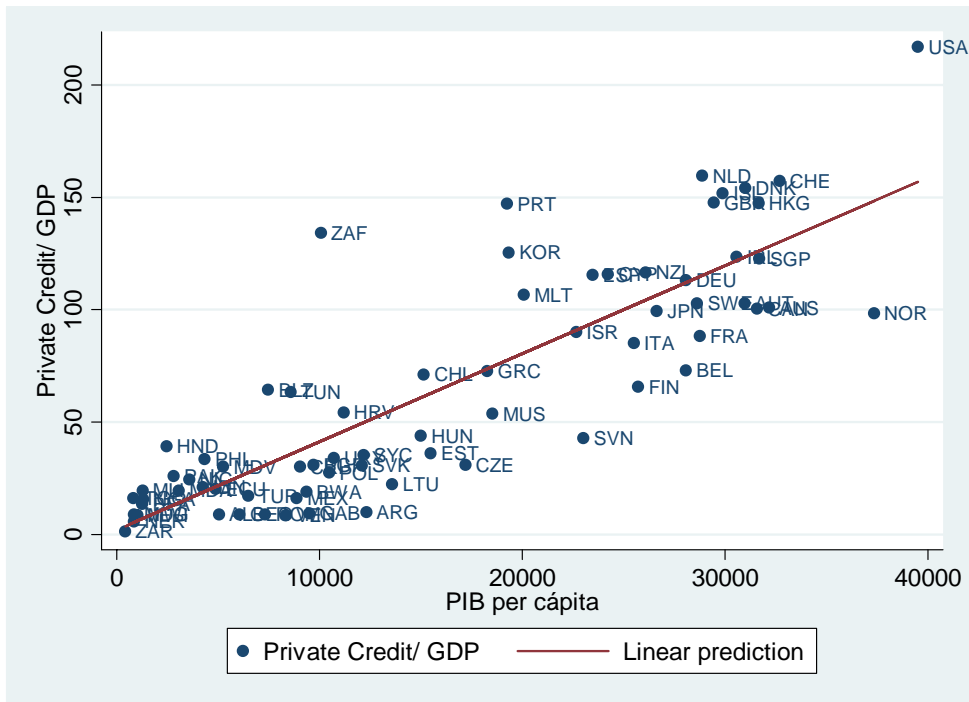
Fuente: World Bank – Database on Financial Development and Structure

III. LOS DETERMINANTES DE LA INTEGRACIÓN FINANCIERA

Los sistemas financieros de los países del MERCOSUR presentan un bajo nivel de desarrollo en comparación con la mayoría de las economías de la ASEAN y de las economías de la UE-15. Como factor explicativo fundamental de estos resultados, y como lo constata ampliamente la literatura, se encuentra el menor desarrollo económico de las economías de nuestra región, especialmente cuando comparamos con las economías de la UE-15. Es decir, el desarrollo del sistema financiero tiende a ser mayor en las economías más ricas, como lo muestran los siguientes gráficos de dispersión entre dos indicadores de actividad de los mercados financieros y el PIB per cápita.

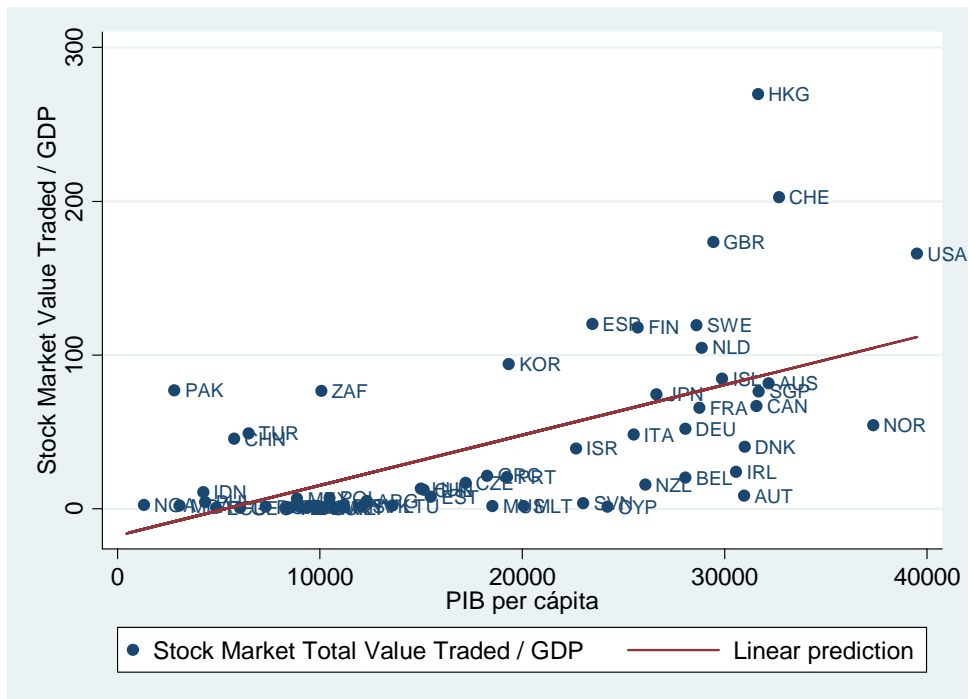
Por otro lado, una vez controlados ciertos factores macroeconómicos existe una fuerte correlación entre los sistemas legales y regulatorios y el desarrollo de los sistemas financieros. En particular, la legislación vinculada a la protección legal de los inversores (accionistas y acreedores) resulta un aspecto clave en la profundidad de los mercados financieros. La Porta *et al.* (1998) encuentran que las legislaciones de origen anglosajón tienden a preservar en mayor medida los derechos de los inversores en relación a las legislaciones de origen francés, mientras que las leyes civiles de origen alemán y escandinavo se encuentran en una situación intermedia.

Gráfico 12. Crédito Privado/PIB y PIB per cápita
Muestra de 70 países, año 2004



Fuente: elaboración propia en base datos de *Penn World Tables* y *World Bank – Database on Financial Development and Structure*.

Gráfico 13. Valor comercializado en el mercado de valores/ PIB
y PIB per cápita. Muestra de 58 países, año 2004



Fuente: elaboración propia en base datos de *Penn World Tables* y *World Bank – Database on Financial Development and Structure*.

A la luz de la experiencia europea: ¿qué factores adicionales pueden identificarse como determinantes de la integración financiera? Eichengreen y Park (2006) al intentar explicar la menor integración financiera³ de los países del sudeste asiático en relación a la UE, ofrecen algunos elementos interesantes para responder a esta pregunta.

En primer lugar, si bien es cierto que la disparidad en el desarrollo económico de las regiones, junto con otras diferencias idiosincrásicas regionales, predeterminadas desde el punto de vista de la política (distancia entre países, idioma, etc.), explican en buena medida las diferencias en el grado de integración económica, no es menos cierto que variables de política tienen un rol muy importante.

Por su parte, la evidencia de que los flujos financieros “siguen” a los flujos comerciales indica que la menor profundidad en el comercio intrazona de la ASEAN es causa de la menor integración financiera. Los controles en la cuenta capital son señalados como un factor que retrasa el proceso de integración financiera, como así también el menor desarrollo financiero e institucional de aquellas economías que son potenciales fuentes (exportadores) de recursos financieros.

III.1. La relación entre la profundidad del sistema financiero y algunas variables macroeconómicas

A continuación se presenta la estimación de dos ecuaciones explicativas de las siguientes dos medidas de desarrollo de los mercados financieros: el crédito privado en relación PIB y la Capitalización del Mercado en relación al PIB. Las variables explicativas consideradas fueron por un lado: el PIB per cápita, el coeficiente de apertura comercial y el índice de apertura financiera de Chinn e Ito. Por otro lado se incluyeron dos índices elaborados por La Porta *et al.* (1998) que resumen un conjunto de normas de protección de los acreedores y accionistas. Dado que estos índices no tienen variabilidad temporal (se disponen para un momento del tiempo, el año 1995) no es posible identificar su efecto en la estimación mediante efectos fijos.

³ Definida en base a las transacciones interbancarias transfronterizas entre los países miembros de cada bloque regional.

Los resultados muestran (ver tabla 2), en primer lugar, que el crecimiento económico se asocia positivamente con el desarrollo del sistema financiero medido por la penetración del crédito privado en la economía. Sin embargo, el PIB per cápita no resulta significativo cuando se trata de explicar el desarrollo medido por la capitalización del mercado.

En segundo lugar, las estimaciones indican que la apertura comercial se asocia positiva y significativamente con la capitalización del mercado, aunque no resulta significativa para explicar el crédito privado en relación al PIB. Por su parte, el índice de apertura financiera resulta significativo y con signo positivo para explicar el desarrollo del sistema financiero en ambas especificaciones.

Finalmente, cuando se incorporan los índices de protección de los derechos de los accionistas, se observa en primer lugar, que el grado de protección de los derechos de los acreedores se asocia positivamente con el crédito privado, al 10% de significación. En segundo lugar, el índice de protección de los derechos de los accionistas es significativo para explicar el grado de capitalización del mercado.

Tabla 2. Ecuación explicativa de la expansión del crédito privado y el grado de capitalización. Estimación de panel, 46 países entre 1995-2004.

	Crédito Privado/PIB		Stk Market Capitaliz/PIB	
	(1)	(2)	(1)	(2)
PIB pc	44.467 *** (6.45)	45.657 *** (6.03)	13.101 (1.14)	6.864 (0.55)
Apertura Comercial	-0.054 (-0.89)	-0.104 (-1.37)	0.507 *** (5.16)	0.588 *** (4.85)
Apertura Financiera	2.238 ** (2.02)	2.382 ** (2.07)	6.615 *** (3.63)	6.975 *** (3.68)
Índice "derechos de los acreedores" (a)	7.285 * (1.93)		-1.019 (-0.16)	
Índice "derechos de los accionistas" (a)	5.499 (1.5)		16.578 *** (2.71)	
Observaciones	436	436	442	442
Período	1995-2004	1995-2004	1995-2004	1995-2004
Países	46	46	46	46
chi2	158	4147	101	2613
r2	0.687	0.915	0.563	0.869

estadístico t entre paréntesis. * sig. al 10%, ** sig. al 5%, *** sig. al 1%

(1) sin efectos fijos de país

(2) con efectos fijos de país

(a) Valor del año 1995. Al ser constantes en todo el período no pueden ser consideradas en la estimación (2)

III.2. Un análisis de los determinantes del comercio de activos financieros

El presente apartado pretende analizar la relación entre determinadas variables macroeconómicas y los flujos bilaterales de activos financieros entre países. Coeurdacier y Martin (2007) sobre una versión simplificada de Martin y Rey (2004, 2007) derivan una ecuación gravitacional explicativa del comercio internacional de activos financieros. En base a este trabajo se plantea el siguiente modelo empírico:

$$a_{ijt} = \alpha_i + \alpha_j + \alpha_{ij} + \beta_1 pib_{it} + \beta_2 pib_{jt} + \beta_3 \left(\frac{Cred\ Priv}{PIB} \right)_{it} + \beta_4 \left(\frac{Cred\ Priv}{PIB} \right)_{jt} + \beta_5 \left(\frac{MktCap}{PIB} \right)_{it} + \beta_6 \left(\frac{MktCap}{PIB} \right)_{jt} + \beta_7 AperFin_{it} + \beta_8 AperFin_{jt} + \beta_9 dist_{ijt} + \beta_{10} Comerc_{ijt} + \beta_{11} legal_{ijt} + u_{ijt}$$

Donde a refiere al monto de la inversión en cartera con origen en el país i (país exportador de capital) y destino en el país j (país vendedor del activo financiero e importador de capital). Los coeficientes α corresponden a los efectos fijos tanto del país exportador (i) y del país importador de capital (j). A su vez, dada la característica de la información, es posible establecer un efecto fijo por cada “par” de países, es decir un factor fijo específico de cada relación bilateral ($\alpha_{ij} = \alpha_{ji}$).

Las variables explicativas consideradas son el PIB y la capitalización del mercado de valores en relación al PIB ($MktCap/PIB$), ambos como indicador del tamaño del mercado tanto en el país de origen como en el país de destino. Se considera además la relación entre el crédito privado y el PIB ($CredPriv/PIB$) como medida de la actividad del sector financiero en cada país. La presencia de restricciones explícitas o implícitas al movimiento de capitales es un factor que a priori debería afectar los flujos bilaterales, en tal sentido se considera el indicador de apertura financiera de Chinn e Ito (2006) como variable explicativa. Como *proxy* de los costos de transacción se considera el logaritmo natural de la distancia geográfica ($dist$) entre las principales ciudades del par de países considerados. Adicionalmente se introduce una dummy que recoge la proximidad en los sistemas legales ($legal$). Siguiendo a La Porta *et al.* (1998) se distingue a los países según el origen de su sistema de derecho (francés, anglosajón, germánico, escandinavo y socialista). La variable $legal$ vale 1 cuando el país exportador

de capital y el país importador comparten el mismo origen de sus sistemas legales. Por otro lado el volumen de comercio bilateral se introduce como variable explicativa, dada la vinculación entre los flujos financieros (o parte de ellos) y los flujos de comercio.⁴ Finalmente u_{ijt} es un término de error aleatorio.

La estimación se realizó para 50 países de origen (i) y 45 países de destino (j) entre 2001 y 2002.⁵ Las fuentes de datos utilizadas son, en primer lugar, la Encuesta Coordinada de Inversión de Portafolio (CPIS) de 2001 y 2002 ofrecida por el FMI. Esta base de datos comprende la posición de inversión de cartera bilateral de un conjunto de países. La información del PIB por país tiene como fuente la *Penn World Tables*. Por otro lado la información sobre la capitalización de mercado y crédito privado corresponde al Banco Mundial (*Financial Structure Database*, revisión 2006), como así también la información sobre los sistemas legales (cuya fuente original es La Porta *et al.*, 1998). La información sobre los flujos de comercio bilateral (exportaciones e importaciones) y distancia geográfica entre países proviene de la base CHELEM del *Centres d'Etudes Propectives et d'Informations Internationales* (CEPII, Paris).

En la tabla 3 se presentan los resultados de distintas estimaciones según el tipo de efectos considerados. En la primera especificación no se consideran efectos fijos, es decir se estima mediante efectos aleatorios. En la segunda especificación se consideran efectos fijos sólo del país destinatario de la inversión, en la tercera se agregan los del país de origen, y finalmente en la cuarta especificación se adiciona un efecto fijo bilateral. A diferencia de Coeurdacier y Martin (2007), que trabajan con datos de corte transversal, al disponer de una estructura de panel es posible estimar el efecto de determinadas características del país de origen y del país de destino de la inversión de cartera y a la vez controlar la presencia de efectos fijos. Esto último es válido para todas las variables salvo para la variable distancia ($dist$) que es invariante en el tiempo y específica de cada par de país, y por lo tanto no puede ser estimado su efecto en la cuarta especificación (que incluye efectos fijos por cada par de país).

⁴ a , pib , $dist$, y $Comerc$ están expresadas en logaritmos naturales.

⁵ Son los únicos años para los cuales se dispone simultáneamente de la información de la variable dependiente y del la variable comercio bilateral (exportaciones e importaciones bilaterales). Mientras la primera está disponible desde 2001 a 2005, en la segunda si bien se dispone de una serie larga la misma finaliza en 2002.

En la estimación mediante afectos aleatorios todas las variables comentadas anteriormente (salvo $MktCap/PIB_j$) resultaron significativas. Las indicadores del tamaño de mercado presentan un efecto positivo sobre los flujos bilaterales de inversión de cartera, especialmente el PIB de ambos países. El indicador de actividad financiera ($CredPriv/PIB$) resultó significativo y con signo positivo tanto en el país de origen como en el país de destino. El mismo resultado se observa en el índice de apertura financiera. El tamaño del comercio bilateral también tiene un efecto positivo y significativo sobre los flujos financieros.

Por otro lado, la distancia geográfica y el origen legal común (*legal*) entre el país importador y el país exportador de capital resultan significativos, el primero con signo negativo y el segundo con signo positivo, recogiendo probablemente el efecto de los costos de transacción. Finalmente se incluyeron variables *dummies* indicadoras de cuatro áreas económicas, la UE, el Nafta, la ASEAN y el MERCOSUR. Cada una de estas variables toma valor 1 si ambos países (exportador e importador de capital) pertenecen al mismo bloque económico. La *dummy* UE-15 resultó significativa en esta primera estimación con coeficiente positivo al igual que la *dummy* MERCOSUR, mientras que ASEAN resultó significativa pero con signo negativo.

La presencia de heterogeneidad individual inobservable a distintos niveles requiere la inclusión de efectos fijos de países, lo que se presenta en las siguientes 3 estimaciones. En la columna (2) se consideran efectos individuales de país de destino (j). Salvo en el caso del PIB, el resto de las variables relativas al país de destino de la inversión dejan de ser significativas. Por otra parte, las variables “distancia”, “comercio” y “legal” siguen siendo significativas y la magnitud de sus efectos no se modifica significativamente respecto a la estimación previa. Respecto a las *dummies* indicadoras de las áreas económicas, sólo la pertenencia a la UE-15, y una vez una vez descontado el efecto de todas las restantes variables y los efectos fijos de país receptor, implica un mayor flujo financiero al 1% de significación, al tiempo que la pertenencia al NAFTA, implica un flujo de inversión de cartera menor (aunque esto último es significativo al 10%).

En la columna (3) se presenta la estimación que adicionalmente incluye efectos individuales de país de origen de la inversión (i). Respecto a la estimación (2) la variable “ $MktCap/PIB_j$ ” deja de ser significativa. El PIB del país de origen sigue siendo

significativo, y también el crédito privado en relación al producto y el índice de apertura financiera, aunque estos últimos al 10%. Nuevamente las variables “distancia”, “comercio” y “legal” explican significativamente los flujos financieros, la primera negativamente y las otras dos positivamente.

La columna (4) presenta la estimación que incorpora efectos fijos por cada par de país. La estimación arroja como resultado la significación únicamente del PIB del país receptor y el índice de apertura financiera del país de origen. La pérdida de significación de las distintas variables a medida que se incorporan efectos individuales es en parte esperable dada la escasa varianza temporal de los regresores al tratarse de un panel de tan sólo 2 años. Es decir, si bien al incorporar los efectos individuales estamos corrigiendo el posible sesgo de los estimadores ante la presencia de heterogeneidad individual inobservada (variables omitidas invariantes en el tiempo), también es esperable que muchas de los regresores dejen de ser significativos dada su escasa variabilidad al analizar un período tan pequeño. No obstante, el hecho de que tanto el producto (crecimiento económico) del país importador de capital como el grado de apertura financiera del país exportador sean significativas al 1%, aún incorporando el conjunto de efectos individuales, es evidencia de la importancia de estas dos variables para explicar los flujos de inversión de cartera.

Tabla 3. Ecuación explicativa de los flujos de inversión de cartera. Estimación de panel 2001-2002

	(1)	(2)	(3)	(4)
PIB (log) _j	0.467 *** (3.89)	2.654 ** (2.07)	2.855 *** (2.15)	3.005 *** (2.84)
PIB (log) _i	0.435 *** (4.74)	0.472 *** (7.8)	-0.467 (-0.34)	-0.564 (-0.59)
Crédito Privado/PIB _j	0.952 *** (3.44)	0.189 (0.28)	0.220 (0.32)	0.038 (0.08)
Crédito Privado/PIB _i	2.598 *** (17.68)	2.687 *** (19.55)	0.740 * (1.78)	0.690 (1.51)
Stk Market Capitaliz/PIB _j	-0.016 (-0.14)	-0.020 (-0.11)	-0.114 (-0.59)	-0.111 (-0.85)
Stk Market Capitaliz/PIB _i	0.156 * (1.74)	0.211 *** (2.98)	-0.129 (-0.99)	-0.137 (-1.03)
Apertura Financiera _j	0.198 *** (2.8)	-0.003 (-0.06)	-0.019 (-0.3)	0.027 (0.36)
Apertura Financiera _i	0.565 *** (14.66)	0.590 *** (15.09)	0.222 * (1.75)	0.216 *** (2.61)
Distancia (log) _{ij}	-0.506 *** (-3.94)	-0.609 *** (-7.51)	-0.705 *** (-6.29)	
Comercio (log) _{ij}	0.396 *** (4.81)	0.388 *** (7.02)	0.278 *** (4.56)	0.127 (1.01)
Sist. Legal común _{ij}	0.423 *** (3.33)	0.408 *** (3.31)	0.422 *** (3.48)	-4.931 (-1.61)
UE-15 _{ij}	1.636 *** (8.54)	1.396 *** (7.66)	0.316 (1.28)	0.351 (0.12)
Nafta _{ij}	-0.058 (-0.1)	-1.147 * (-1.94)	-1.235 * (-1.82)	-21.513 (-1.34)
Asean _{ij}	-1.202 ** (-2.46)	-0.617 (-1.2)	0.862 (1.48)	15.622 (1.48)
Mercosur _{ij}	0.982 ** (2.41)	0.564 (1.62)	1.592 (3.93)	3.401 (1.43)
Obs.	2,804	2,804	2,804	2,804
Período	2001-2002	2001-2002	2001-2002	2001-2002
Nro de pares de países	1,598	1,598	1,598	1,598
chi2	3867	2915	7215	34656
r2	0.699	0.736	0.831	0.944

estadístico t entre paréntesis. * sig. al 10%, ** sig. al 5%, *** sig. al 1%

Período 2001 a 2002

(1) sin efectos fijos

(2) con efectos fijos de país de destino (j)

(3) con efectos fijos de país de origen (i) y de país de destino (j)

(4) con efectos fijos de país de origen (i), de país de destino (j) y de cada "par de países" (ij)

Nota: la variable dependiente es el logaritmo natural de la posición de activos totales del país *i* (en millones de dólares) frente a emisores residentes en el país *j*.

En resumen, los factores que son más robustos en la explicación del flujo bilateral de capitales por orden de importancia son, en primer lugar el PBI per capita del país receptor de los fondos y la apertura financiera del país de origen de los capitales, en segundo lugar la existencia de sistemas legales comunes, el volumen de comercio, la

distancia entre los países, y el nivel de actividad financiera del país de origen de los activos (medido como crédito al sector privado como proporción del PIB). Finalmente aparecen el PIB per capita y el desarrollo del mercado de capitales en el país de origen de los capitales y la apertura financiera y el nivel de actividad financiera en el país receptor.⁶

IV. ALGUNAS LECCIONES DE LA UNIÓN EUROPEA

Desde los 80, diversos factores impulsaron el proceso de integración financiera en los países europeos. Entre ellos la globalización del Sistema Financiero Internacional, la introducción de la moneda única y las reformas normativas. Como consecuencia de estos factores, la estructura del sector financiero de la UE ha cambiado, aunque el préstamo bancario siga siendo la principal fuente de financiación del sector privado. Los mercados financieros se han expandido y son ahora más homogéneos; se han consolidado los intermediarios y las infraestructuras de mercado, y han surgido nuevos productos.

Sin embargo, a pesar de que la integración fundamentalmente en el área del euro es considerada muy avanzada desde el punto de vista legal, el grado de integración no ha sido el mismo en los distintos segmentos del sector financiero y empresarial. En el sector bancario la integración ha avanzado considerablemente en el nivel mayorista, pero el minorista sigue fragmentado en sectores nacionales. Incluso dentro del mercado de crédito corporativo, recientes estudios (véase por ejemplo European Central Bank, 2004) indican que el segmento de crédito a medio y largo plazo está más integrado que en el segmento a corto plazo. En relación a los créditos a familias, se ha procesado una convergencia en los tipos de interés de los créditos hipotecarios, mientras el crédito al consumo se encuentra altamente fragmentado entre los mercados nacionales.

En relación al mercado de valores los avances en los últimos años han sido importantes, por ejemplo, mientras la dispersión de los rendimientos bursátiles entre países ha sido mayor que la dispersión de los rendimientos entre los sectores económicos, desde

⁶ El orden de importancia está dado por el número de veces que el parámetro es significativo en las 4 regresiones alternativas. En primer lugar aparecen aquellas variables cuyo parámetro fue significativo en las 4 regresiones, en segundo lugar aquellas en las que fueron significativos en 3 de las regresiones y finalmente aquellos que fueron significativos en 2 o 1 de las regresiones.

finales de los años noventa dicha característica comienza a revertirse. Este fenómeno junto a la mayor correlación entre los rendimientos de los activos entre los países del área es evidencia de la mayor profundización de la integración de los mercados. Detrás de este proceso se observa una clara disminución del sesgo nacional en la demanda de activos por parte de los inversores institucionales de la región; las decisiones de inversión se basan cada vez más en sectores, y no en países.

La integración en los mercados monetarios se ha acelerado de forma notable desde la introducción del euro. Los mercados de la zona euro de depósitos interbancarios y de instrumentos derivados están prácticamente unificados, reflejando el impacto de la eliminación del riesgo de tipo de cambio en estos mercados de operaciones sin garantía.

En el mercado de bonos públicos denominados en euros la integración es alta. Los diferenciales de rendimiento de las obligaciones entre los Estados son reducidos y obedecen, sobre todo, a las primas de crédito y liquidez, en tanto que los factores locales apenas influyen en el rendimiento. La moneda única también ha estimulado la ampliación y profundización del mercado denominado en euros de bonos de sociedades que se encuentra en franca expansión e integración.

El estado actual de la integración financiera en Europa es el resultado de un proceso de más de tres décadas desde las primeras directivas comunitarias relativas a los servicios financieros.⁷ La trayectoria y velocidad de este proceso no fue homogénea entre los estados miembros. Además de las diferencias políticas e institucionales, los distintos países comenzaron el proceso con grados muy diversos de desarrollo y apertura de sus sistemas financieros. Más allá de estas diferencias, que determinaron la velocidad con que cada país implementó las directivas comunitarias, es posible identificar una secuencia de acciones y principios que guiaron el proceso.

⁷ Tomando como referencia la primera directiva de coordinación sobre seguros de 1973.

IV.1. Los principios rectores y el lento camino al mercado único de servicios financieros

El punto central de la estrategia europea fue el reconocimiento de que el impulso inicial hacia una arquitectura de mercado único consistía en un nivel mínimo de armonización de las reglas de juego. En este sentido los países reconocieron la necesidad de coordinar en cierto grado la legislación y encaminar la desregulación en los mercados domésticos. La estrategia se apoyó en los siguientes pilares⁸:

- a. Nivel mínimo de armonización. La Comisión adoptó el principio del “mínimo denominador común”, es decir, un nivel mínimo de coordinación y armonización entre los estándares nacionales.
- b. Reconocimiento mutuo. Una vez acordado el mínimo de reglas esenciales comunes, cada estado miembro debería reconocer la validez de las reglas aplicadas en los restantes estados miembros.
- c. Control nacional. La responsabilidad de la supervisión de las instituciones financieras recae en cada estado miembro, incluso cuando estas realizan negocios en territorios de otros países de la comunidad.

De esta manera se optó por un camino más pragmático que el de la definición de una legislación idéntica entre los estados miembros en relación a los mercados de servicios financieros. La ventaja del reconocimiento mutuo sobre la base de reglas básicas comunes es la habilidad del sistema en su conjunto para explorar un proceso endógeno de convergencia en las legislaciones nacionales.

La aplicación de estos principios se reflejó en las diversas directivas desde la década de los '70, las que incluyeron tanto al sector bancario, de seguros y el mercado de valores. Los primeros esfuerzos de coordinación (en el sector de la banca) estuvieron dirigidos a establecer la definición del concepto de institución bancaria y de sus actividades, como así también los requerimientos exigidos por las autoridades nacionales para el otorgamiento de nuevas licencias. Fue aceptado el objetivo de establecer estándares comunes en relación al reporte de información y la rendición de cuentas, y la definición

⁸ Este enfoque general se encuentra plasmando en Commission of the European Communities (1985).

de medidas que debían ser tomadas por los órganos nacionales de contralor para mantener un sistema financiero estable (ratios de capital ajustados por riesgo, límites al grado de exposición y garantía de depósitos).

Por otro lado se inició un proceso de apertura simultánea y progresiva de los sistemas financieros a la competencia externa y la liberalización de las transacciones en la cuenta capital. Si bien el libre movimiento de capitales es hoy una realidad en la UE, fue el resultado de un proceso bastante reciente. El Tratado de Roma de 1957 concebía el libre movimiento de capitales junto con el de bienes, servicios y personas, como una condición necesaria para el establecimiento del mercado común, no obstante, a principios de los '70 sólo Alemania presentaba una cuenta de capital bastante liberalizada.

El lento proceso fue el resultado de la tensión entre los beneficios de la integración comercial y financiera y la pérdida de autonomía en el manejo de sus políticas domésticas, fundamentalmente la monetaria. Estas tensiones fueron particularmente importantes en los '70 dado el deterioro del contexto económico internacional (colapso del sistema de Bretton Woods y los *shocks* petroleros). No fue sino a mediados de los '80⁹, en un contexto macroeconómico más favorable, cuando los movimientos de capitales en el área comunitaria comenzaron a ser liberalizados y se aceleró el proceso hacia el mercado único.¹⁰

Las negociaciones sobre la liberalización enfrente a dos tipos de jugadores, por un lado Alemania e Inglaterra, con una visión de apertura multilateral al mercado mundial, y por el otro lado a Francia que aspiraba a crear un espacio financiero más exclusivo, sujeto a una legislación y política europea. Mientras la primera postura focalizaba la estrategia en la eliminación de los obstáculos existentes a los movimientos de capitales, la segunda abogaba por un acuerdo sobre un mínimo de reglas comunes. Otros países, fundamentalmente aquellos con importantes déficit fiscales (Italia, España, Irlanda, Grecia, Portugal) concentraban básicamente sus esfuerzos en mantener cláusulas de

⁹ Hacia la primera mitad de los '80 sólo Alemania y Reino Unido habían liberalizado completamente los movimientos de capitales, y sólo parcialmente Holanda, Luxemburgo y Bélgica. El resto de los países habían adoptado cláusulas de salvaguarda para retrasar en distinto grado la reducción de sus controles de cambios (OECD, 1987).

¹⁰ Compromiso asumido en el Acta Única Europea de 1986.

salvaguarda con el objetivo de evitar las consecuencias políticas internas que podría acarrear la eliminación sobre el control de capitales.

Una directiva de 1988 (88/361/EEC) determinó el libre movimiento de capitales y la no discriminación en base a la nacionalidad, aunque este último aspecto estuvo sujeto a excepciones en la medida que cada estado podría imponer restricciones unilaterales alegando intereses nacionales legítimos como problemas de regulación monetaria.

La Primera Directiva de Coordinación Bancaria en 1977 (77/780/EEC) reguló el acceso de las instituciones extranjeras a los mercados nacionales. En ella se establecía el tratamiento nacional sobre las sucursales de bancos extranjeros europeos. Las instituciones extranjeras de origen europeo no podían ser discriminadas en las condiciones de acceso y establecimiento respecto a las nacionales. Al mismo tiempo, el tratamiento a las instituciones de terceros países no debía ser menos restrictivo que aplicado a una institución crediticia de un país miembro.

A pesar de la igualación en las condiciones de acceso a los mercados entre instituciones nacionales y extranjeras, el sistema financiero comunitario aún se enfrentaba una limitación en la expansión de la actividad bancaria, que estaba dada por las diferencias en las regulaciones nacionales. Esto es, las sucursales de bancos extranjeros debían ajustarse a la autorización de los organismos supervisores nacionales y por tanto cumplir con los requerimientos exigidos en el mercado doméstico (capital mínimo, ratios de solvencia, formas legales, estructuras organizativas y operativas, etc). La Segunda Directiva de Coordinación Bancaria que fue aprobada en 1989 (89/646/EEC) estableció el principio de reconocimiento mutuo, conocido como el “pasaporte único”, otorgando la libertad de oferta de las instituciones bancarias comunitarias. Mediante una definición amplia de actividad bancaria, la autorización de una institución en su país de origen bastaba para que la misma desarrollara la misma actividad en los restantes países miembros.

La estrategia en el mercado de seguros fue similar en el sentido de que las sucesivas directivas (en los años 1988, 1990 y 1992) garantizaron la libertad de establecimiento y de oferta (“pasaporte único”) a lo largo de la UE.

IV.2. La intensificación de las acciones: el PASF

Mas allá de estos esfuerzos desde la década de los '70 por alcanzar un mercado financiero integrado en la UE, al momento de la entrada en vigor de la moneda única, aun permanecía segmentado y las empresas y consumidores restringidos en el acceso a servicios financieros transfronterizos.¹¹ Esto junto al reconocimiento de diferencias substantivas en las legislaciones de los miembros del bloque determinó que la Comisión presentara en 1999 el “Plan de Acción de Servicios Financieros” (PASF). El PASF definió tres objetivos estratégicos: i) instaurar un mercado único de servicios financieros al por mayor, ii) hacer accesibles y seguros los mercados minoristas y iii) reforzar las normas de supervisión cautelar. Para cada uno de estos objetivos se identificaron las prioridades orientativas y se detalló un calendario de medidas específicas.

Acciones previstas en el mercado de servicios financieros al por mayor:

- Instauración de un marco jurídico común para mercados integrados de valores mobiliarios e instrumentos derivados.
- Supresión de los obstáculos que impiden reunir capitales a escala europea. Actualizar las directivas sobre las exigencias en materia de información y reportes en caso de oferta pública.
- Evolución hacia un conjunto único de normas de información financiera para las sociedades cotizadas en Bolsa.
- Creación de un marco jurídico coherente para los fondos de pensiones
- Instauración de la seguridad jurídica necesaria para apoyar las operaciones transfronterizas con títulos.
- Creación de un entorno seguro y transparente para las reestructuraciones transfronterizas. La adopción de la Directiva sobre las ofertas públicas de adquisición (OPA) y sobre la sociedad europea debería garantizar la protección de las acciones minoritarias y una organización más racional de las estructuras jurídicas de las sociedades en el mercado único.

¹¹ Evidentemente el desarrollo de los servicios financieros transfronterizos minoristas está acotada, entre otras razones, por el estrecho contacto y monitoreo de los clientes que requieren los bancos, lo que obliga a la presencia física de estos en los mercados donde se ofrece el servicio.

Acciones previstas respecto a la apertura y seguridad en los mercados minoristas:

- Mejorar la información y la transparencia en el ámbito de la prestación transfronteriza de servicios financieros al por menor.
- Procedimientos de recurso. La Comisión lanzó una red para facilitar la resolución extrajudicial de los litigios en el ámbito financiero cuando el prestador de servicios está establecido en otro Estado miembro.
- Aplicación equilibrada de las normas de protección de los consumidores
- Acciones sobre el comercio electrónico.
- Intermediarios de seguros. En el año 2002 se adoptó una Directiva sobre los intermediarios de seguros que refuerza la protección de los consumidores.
- Pagos transfronterizos. Establecer un sistema integrado de pagos al por menor que permita efectuar de manera eficaz y competitiva transferencias transfronterizas de pequeño importe; para lo cual es necesario intensificar la cooperación entre el Sistema Europeo de Bancos Centrales, las instituciones europeas y el sector privado.

Medidas propuestas para reforzar las normas de supervisión cautelar:

- Disposiciones destinadas a hacer converger la legislación cautelar de los sectores bancario, de seguros y de los valores mobiliarios hacia normas de calidad más exigentes, teniendo en cuenta los trabajos realizados por las estructuras existentes, como el Comité de Basilea y el Foro de Comisiones Europeas de Valores.
- Trabajos sobre la supervisión cautelar de los conglomerados financieros
- Iniciativas destinadas a mejorar el diálogo y la cooperación intersectoriales entre las autoridades sobre cuestiones de interés común, lo que implica la creación de un comité de valores mobiliarios de carácter consultivo.

En síntesis, la estrategia de integración financiera de la UE no estuvo exenta de obstáculos, para ello basta tener en cuenta que el estado actual es el resultado de un proceso de más de 30 años. La estrategia inicial se apoyó en tres pilares: un grado mínimo de armonización (fundamentalmente en relación a la regulación prudencial), reconocimiento mutuo de los estándares nacionales y el supervisión doméstica.

La revisión del proceso europeo muestra que el logro de un avanzado estado de integración financiera requiere un largo camino de coordinación y convergencia. La

integración se logró con sistemas financieros domésticos muy diferentes en el punto de partida y aún en el estado actual. En Europa coexisten países con sistemas de banca universal (típicamente Alemania) y países con sistemas financieros basados en mercados de valores (típicamente Inglaterra). La penetración de instituciones extranjeras (incluyendo las comunitarias) es muy diversa entre los países. Por ejemplo, en 1997 mientras en Alemania tan sólo el 2,8% de los activos bancarios correspondían a bancos extranjeros, en Luxemburgo esa proporción era del 99%.¹²

Por último conviene señalar que ha existido un proceso de retroalimentación entre la unión monetaria y la integración financiera. La profundización de la integración, fundamentalmente en las operaciones interbancarias mayoristas, ha sido una condición necesaria para el correcto funcionamiento del sistema monetario. Al mismo tiempo la moneda única significa un catalizador de la integración financiera, incluso en los restantes segmentos del mercado.

V. CONCLUSIONES

Los países del MERCOSUR muestran un nivel de integración financiera casi nulo, lo que se refleja por ejemplo en los bajos flujos bilaterales de capitales entre los países del bloque. Esta situación solo se podrá revertir si se logra afectar algunos de los factores determinantes de los flujos bilaterales de capitales entre países y de la integración financiera.

La evidencia empírica presentada en este trabajo indica que existen algunos factores que se encuentran dentro de aquellos que pueden ser afectados por la política económica al menos en el mediano plazo con el objetivo de profundizar los vínculos financieros entre los socios. Entre ellos están: la armonización de los sistemas legales, la mayor apertura financiera de los mercados, un mayor desarrollo de la actividad financiera de los países y un mayor comercio entre ellos. Sin embargo, es necesario tener en cuenta que existen

¹² Esta disparidad se explica en parte por las diferencias que aún persisten en los sistemas regulatorios y en los procesos de fusiones, adquisiciones y alianzas estratégicas entre instituciones que desencadenó la profundización de la integración. No obstante existen factores idiosincrásicos que determinan la mayor penetración de bancos extranjeros; por ejemplo el sistema financiero alemán se caracteriza por una estrecha relación entre empresas e instituciones bancarias lo que desestimula la entrada de nuevos competidores extranjeros.

otros factores más estructurales, como el nivel de desarrollo de los países del bloque, que configuran un obstáculo para una mayor integración financiera.

De la experiencia exitosa europea es posible extraer algunas lecciones. En primer lugar, en el punto de partida, los países que conformaron este bloque europeo tenían niveles muy dispares de apertura financiera y de normativa, por citar solo dos aspectos y sin embargo avanzaron hacia una mayor integración financiera. Por tanto, el que ésta sea la situación de partida en el MERCOSUR no debería ser un factor que impida la adopción de medidas tendientes a fomentar una mayor integración de los mercados financieros regionales.

En segundo lugar, es interesante notar que la Unión Europea tuvo una política gradualista, que partió de reconocer que las normativas y otros factores asociados a los sistemas financieros locales no podían ser homogeneizados sino tras un largo proceso de adaptación. Esto evitó la adopción de políticas de *shock*, las que podrían haber tenido algunas consecuencias graves sobre los sistemas financieros de algunos de los países socios.

Finalmente, como parece natural, la integración financiera no puede darse en un espacio en el que otros aspectos de la integración estén subdesarrollados. Parece claro que el éxito europeo se vincula estrechamente con el éxito obtenido en las áreas de integración comercial, de coordinación de políticas macroeconómicas y también en el proceso de unión monetaria.

Sin embargo, es importante reconocer que si bien la experiencia europea aporta elementos importantes para explicar las fuerzas que conducen a una profundización de la integración, también queda claro que ciertas condiciones de partida son muy diferentes entre el MERCOSUR y la UE.

Es indudable que la eliminación de distorsiones legales a la movilidad de capitales dentro del bloque y la mayor homogeneidad en las legislaciones nacionales actuaría como catalizador de la integración financiera. Sin embargo, la convergencia hacia un conjunto de normas e instituciones comunes no es igual en un área de libre comercio donde algunos de sus miembros con sistemas financieros desarrollados e instituciones

sólidas son exportadores de capital, como en el caso de la Unión Europea, que en un área donde todas las economías son importadoras de capital, como en el MERCOSUR.

Por otra parte, la convergencia es más fácil si dentro del bloque existe un paradigma para una normativa financiera común como lo fue Alemania en la conformación del mercado único europeo. Este marco de referencia no parece estar claramente presente en el MERCOSUR.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Aboal, D., B. Lanzilotta y M. Perera (2007), “El Sistema Financiero Uruguayo”, CINVE, mimeo.
- Beck, T.; Demirguc-Kunt, A. & R. Levine (1999), “A New database on Financial Development and Structure”. World Bank, mimeo.
- Beck, T., R. Levine y N. Loayza (2000), “Finance and the Sources of Growth,” *Journal of Financial Economics* 58, 261-300.
- Chinn, M. y H. Ito (2005) “What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions”. La Follette School Working Paper No. 2005-007.
- Chinn, M. y H. Ito (2006) “Notes on the Calculation of the Chinn-Ito Financial Openness Variable”. Mimeo.
- Cheung, Y-W.; M. Chinn y Y.E. Fujjii (2003) “Dimensions of Financial Integration in Grater China”. En E. Girardin y B. Reszat eds. Monetary and Financial Integration in East Asia, especial issue, *International Journal of Finance and Economics*, 10 (2), 117-132.
- Coeurdacier, N. y P. Martin (2007) “The Geography of Asset Trade and the Euro: Insiders and Outsiders”. Centre for Economic Policy Research, CEPR discussion papers 6032.
- Commission of the European Communities (1985) “Completing the Internal Market: White Paper from the Commission to the European Council”. Milan, 28-29 June 1985.
- Demirguc-Kunt, A. y R. Levine (2000) “Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons”. World Bank mimeo.
- Easterly, W., R. Islam, J. Stiglitz (2001), “Shaken and stirred: Explaining Growth Volatility”. En Plesokovic, B. y N. Stern (eds.) Annual World Bank Conference on Development Economics. Washington: World Bank.
- Eichengreen, B. y Y.C. Park, (2006), “Why Has There Been Less Regional Integration in East Asia Than in Europe,” En T. Ito, Y.C. Park y Y. Wang (eds) A New Financial Market Structure for East Asia , Edward Elgar.
- European Central Bank (2004) “Measuring Financial Integration in the Euro Area”. Occasional Paper Series N° 14.

- European Commission (1999), "Financial Services: Implementing the Framework for Financial Markets: Action Plan". Communication of the Commission of 11.05.1999.
- Laporta, R.; F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer y R. Vishny (1998) "Law and Finance". *Journal of Political Economy* 106(6), 1113-1155.
- Levine R., N. Loayza y T. Beck (2000), "Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes," *Journal of Monetary Economics* 46, 31-47.
- Martin, P. y H. Rey (2007): "Globalization and Emerging Markets: with or without Cash". De pronta publicación en *American Economic Review*.
- Martin, P. y H. Rey (2004): "Financial Super-Markets: Size Matters for Asset Trade". *Journal of International Economics* 64(2): 335–361.
- OECD (1987), "International trade in services: securities". Paris, OECD.
- Prasad, E., K. Rogoff, S. Wei y A. Kose (2003), "Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence". IMF.