

**El mercado único europeo de los servicios financieros:
*el Plan de Acción de los Servicios Financieros***

**Joaquín Maudos
Ivie y Universitat de València**

Universitat de València, Departamento de Análisis Económico, Edificio departamental oriental, Avda. de los Naranjos, s/n; 46022 Valencia. Email: joaquin.maudos@uv.es

Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas (Ivie). C/ Guardia civil 22, Esc. 2, 1º; 46020 Valencia. Tel: 96 393 08 16; Fax: 96 393 08 56

Resumen

Con objeto de alcanzar los beneficios potenciales asociados a la introducción del euro, la Comisión Europea aprobó en mayo de 1999 el *Plan de Acción de los Servicios Financieros*, formado por 42 medidas que pretenden la creación de un mercado financiero único en la Unión Europea. Apoyándose en la evidencia empírica disponible sobre la importancia del desarrollo financiero como factor condicionante del crecimiento económico, el objetivo final del plan es la integración de los mercados de los servicios financieros para así alcanzar elevadas tasas de crecimiento y de creación de empleo. En este contexto, el trabajo describe los objetivos y contenido del plan, así como los logros hasta ahora alcanzados y las preocupaciones existentes para su completa finalización en el 2005.

1. Introducción

Los mercados financieros europeos están en constante evolución como consecuencia de acontecimientos como la liberalización de los movimientos de capitales, la creación del mercado único, la introducción de la moneda única, fusiones y adquisiciones, mundialización, desintermediación, avances tecnológicos, innovación financiera, etc.

Para que los mercados europeos sean capaces de aprovechar plenamente las ventajas que brinda la introducción del euro y garantizar la estabilidad y competitividad de los mercados financieros, la Comisión Europea aprobó en mayo de 1999 el llamado *Plan de Acción de los Servicios Financieros* (PASF), cuyos objetivos básicos son: crear un mercado mayorista único; crear mercados minoristas abiertos y seguros; y estudiar la situación actual de las normas cautelares y de supervisión. Y todo ello con el objetivo general y primordial de crear las condiciones ideales para la consecución de un mercado financiero único óptimo.

¿Por qué es importante el desarrollo y la integración de los mercados financieros? La extensa literatura económica hoy disponible muestra la importancia del desarrollo de los mercados financieros para la consecución de elevadas tasas de crecimiento económico. Conscientes de este nexo de conexión entre desarrollo financiero y crecimiento económico, el PASF surge con el objetivo primordial de crear un mercado de capitales y servicios financieros integrados en la Unión Europea (UE). Más concretamente, los Jefes de Estado y de Gobierno reconocieron en el Consejo Europeo de Lisboa de marzo de 2000 el papel central de unos mercados financieros

eficientes para la competitividad europea a largo plazo y para el desarrollo de la nueva economía: “Los mercados financieros eficientes y transparentes alientan el crecimiento y el empleo por una mejor asignación del capital y una reducción de sus costes, por lo que son de vital importancia para la promoción de nuevas ideas, el apoyo a la cultura empresarial y el fomento del acceso a las nuevas tecnologías y de su utilización. Es fundamental explotar el potencial del euro para aumentar la integración de los mercados financieros de la UE. Además, unos mercados de capital riesgo eficientes desempeñan un importante papel en las PYMES innovadoras de elevado crecimiento y en la creación de nuevos puestos de trabajo duraderos”.

El Consejo Europeo de Lisboa fue más allá destacando la necesidad de acelerar la plena realización del mercado interior único de servicios financieros y solicitó a la Comisión que tomara las medidas necesarias para elaborar un calendario apretado a fin de que el PASF se aplique antes del 2005, y el Plan de Acción del Capital de Riesgo antes del 2003.

En este contexto, el objetivo de este artículo es exponer los objetivos, contenido, logros y preocupaciones del PASF. Para ello, el trabajo se estructura de la forma siguiente. En el apartado segundo se realiza un breve repaso de la literatura económica existente sobre la importancia del desarrollo financiero en el crecimiento económico. El apartado tercero caracteriza la estructura financiera de los países europeos y realiza una comparación con Estados Unidos y Japón. En el apartado cuarto se resume el contenido del PASF, especificando sus objetivos prioritarios. El apartado quinto realiza un balance del estado actual de desarrollo del PASF mostrados tanto los logros hasta ahora conseguidos, como las áreas en las que existe una preocupación para la plena

finalización del plan antes de 2005. El apartado sexto recoge las conclusiones del trabajo.

2. Desarrollo financiero y crecimiento económico

Una parte de la literatura reciente sobre crecimiento económico, cada vez más extensa, constata la importancia del desarrollo financiero como factor condicionante del crecimiento económico¹. King y Levine (1993) muestran que la correlación positiva existente entre desarrollo financiero y crecimiento existe para una amplia variedad de indicadores que captan tanto la eficiencia como la extensión y profundidad del sistema financiero. Mas aún, el nivel inicial de desarrollo financiero predice el crecimiento económico, siendo este resultado robusto a la introducción de variables explicativas adicionales del crecimiento. Así, no es simplemente una mera correlación entre desarrollo financiero y desarrollo económico sino que el desarrollo financiero afecta (causa) al crecimiento económico (Levine, R., Loayza, N. y Beck, T. , 2000).

La mayoría de los estudios sobre desarrollo financiero ponen el énfasis en la importancia de la existencia de fuentes externas de financiación. Suele argumentarse que un mayor y mejor acceso de las empresas a la financiación mediante deuda o recursos propios repercute positivamente en la producción y en el crecimiento. Los trabajos más recientes avalan este argumento. Por ejemplo, Rajan y Zingales (1998) presentan evidencia a nivel de industria que vincula el desarrollo financiero con el

¹ Véase un *survey* en Levine (1997).

crecimiento a través de la oferta de fuentes externas de financiación². En concreto, sus resultados indican que el desarrollo financiero incrementa la productividad en mucha mayor medida en las industrias altamente dependientes de la financiación externa.

La importancia del desarrollo financiero puede ser distinta en las economías en desarrollo en relación a las economías avanzadas. En el primer caso, el desarrollo financiero se contempla desde la perspectiva de lograr que el sistema financiero funcione de manera que la inversión sea viable gracias al mantenimiento de los costes de la financiación. En cambio, en las economías avanzadas el desarrollo de los mercados e intermediarios financieros debe contribuir al mantenimiento de ritmos de inversión estables. A este respecto, el PASF de la Comisión Europea tiene como finalidad la creación de un mercado integrado para los servicios financieros, que promueva la eficiencia, la competencia y el desarrollo financiero, y de ese modo favorezca el crecimiento económico y la generación de empleo.

3. La estructura financiera de la Unión Europea

La estructura financiera de la Unión Europea comprende el conjunto de mercados, instituciones e instrumentos financieros en los distintos países que la integran. La estructura financiera refleja la importancia de los distintos canales e instrumentos de financiación, lo que afecta al grado de desarrollo financiero y al coste de la financiación. Por ello, los cambios en la estructura financiera son importantes y

² King y Levine (1993) utilizan la ratio crédito/PIB como proxy de la cantidad de fuentes externas de financiación, mientras que Rajan y Zingales (1998) utilizan adicionalmente la capitalización bursátil. Examinando las fuentes de financiación externas, Levine y Zervos (1998) muestran que tanto el

tienen efectos directos e indirectos sobre la economía real, al afectar a las condiciones en las que se financia la inversión y el crecimiento económico.

Con objeto de analizar las características de la estructura financiera de la Unión Europea es de interés considerar las diferencias existentes en relación a otras dos grandes áreas económicas del mundo: EE.UU. y Japón. A tal efecto, los cuadros que se ofrecen a continuación contienen información de la estructura financiera de las tres áreas económicas en distintos mercados financieros: mercado de deuda, mercado de capitales y mercados bancarios.

El cuadro 1 muestra que la financiación mediante la emisión de deuda es menor en los países del área del euro que en EE.UU. y Japón. El stock de deuda existente a finales del año 2000 representaba el 101% respecto del PIB, comparado con el 147% y 127% del PIB de EE.UU. y Japón, respectivamente. El detalle por agente emisor muestra que en los países del área del euro, el principal agente emisor es el sector público (53,3% del PIB), seguido del sector financiero (41,5%). En cambio en EE.UU. es el sector financiero el principal emisor de deuda (85,7%), siendo el sector público el principal emisor en Japón (96%). En el caso del sector privado no financiero, el porcentaje de deuda representaba el 6% del PIB en el área euro, mientras que los porcentajes son del 25% y 16% en EE.UU. y Japón, respectivamente.

En el caso del mercado de capitales, suele utilizarse el valor de capitalización bursátil en relación al PIB como proxy de su importancia. El cuadro 2 muestra cómo la capitalización de los mercados en relación al PIB creció en la zona euro del 21% en

desarrollo y actividad de los mercados bancarios, como el tamaño de los mercados de capital son importantes en la predicción del crecimiento económico.

1990 al 93% a finales de 2000. No obstante, a pesar de este crecimiento, la importancia de los mercados de capitales como fuente de financiación es en Europa inferior a la situación existente en EE.UU. (153% del PIB en 2000), habiéndose ampliado de hecho el gap existente entre Europa y EE.UU. de 30 puntos porcentuales en 1990 a 60 en 2000. En cambio, el mercado de capitales japonés ha perdido importancia en la década de los noventa, cayendo la ratio de capitalización del 87% en 1990 a 68% en 2000. Es importante advertir que la evolución de las cotizaciones bursátiles afectan significativamente a esta ratio.

Como contraposición a los mercados directos, la importancia de los mercados intermediados es superior en los países europeos. En concreto, los principales intermediarios financieros en el área euro son las instituciones de crédito. Utilizando distintas variables representativas de la actividad bancaria, los datos del cuadro 3 muestran que la estructura financiera de los países del área euro puede caracterizarse como una estructura orientada al sector bancario. Así, los depósitos bancarios representan en torno al 79% del PIB a finales del 2000, porcentaje muy superior a EE.UU. (38%) si bien inferior a Japón (110,7%). Al mismo tiempo, los préstamos bancarios en el área euro representan casi el 108% del PIB de la Unión Monetaria, siendo dicho porcentaje de 50,8% y 103,8% en EE.UU. y Japón, respectivamente. Tanto en el área del euro como en EE.UU. los préstamos bancarios al sector no financiero representan en torno al 40% del PIB, porcentaje muy inferior al 72,8% correspondiente a Japón.

La financiación indirecta tanto al sector privado como al sector público no sólo la suministran las instituciones financieras monetarias, sino también otros

intermediarios financieros como las compañías de seguros, los fondos de inversión, los fondos de pensiones y otros inversores institucionales. La diferencia fundamental de estos inversores institucionales con respecto a las instituciones de crédito es la ausencia de depósitos en el pasivo de sus balances. La información que suministra el cuadro 4 muestra la creciente importancia de los inversores institucionales tanto en Europa como en Japón y EE.UU. Así, en las tres áreas económicas consideradas, la inversión institucionales ha crecido a ritmos elevados, si bien la importancia de estos intermediarios es muy inferior en el caso europeo. La última información disponible referida a 1999 muestra cómo los activos totales en poder de los inversores institucionales como porcentaje del PIB representaban un 81,3% en la zona euro, porcentaje que no llega ni a la mitad del correspondiente a EE.UU. (209,4%), y que se sitúa por debajo del correspondiente a Japón (119,9%).

En resumen pues, la información manejada constata la mayor importancia relativa de la financiación bancaria en los países de la Unión Económica y Monetaria en relación sobre todo a EE.UU., y el menor peso de los instrumentos financieros canalizados por los mercados. No obstante, los mercados de capitales europeos están creciendo a ritmos elevados, si bien la capitalización bursátil de los mercados de valores europeos se encuentra muy alejada de los valores de EE.UU.

4. Objetivos y contenido del PASF

El PASF, aprobado en 1999 con un calendario de acciones a completar a lo largo del periodo 1999-2005, es el documento estratégico que integra el conjunto de medidas

a llevar a cabo con la finalidad de crear las condiciones que permitan desarrollar un mercado financiero único a nivel europeo. Para ello, el PASF pretende revisar el marco regulador existente, adaptándolo a las necesidades de un mercado único de servicios financieros. A tal fin, las políticas reguladoras deben encaminarse a promover la eficiencia de las instituciones y mercados financieros y enfrentarse a los riesgos derivados de la inestabilidad financiera.

Con objeto de alcanzar la totalidad de beneficios asociados a la creación de una moneda común y asegurar la estabilidad y competitividad continuada de los mercados financieros europeos, la Comisión Europea ha establecido un calendario de trabajo que refleja las prioridades para la completa implementación del PASF tras su discusión con el Parlamento Europeo. En concreto, se han establecido tres bloques de prioridad, integrando cada uno de ellos un conjunto de acciones.

Las acciones concretas del PASF se agrupan en torno a tres objetivos estratégicos:

- a) *Objetivo estratégico 1*: un mercado mayorista único en la Unión Europea (19 acciones).
 - Constitución de capital a escala de la UE (2 acciones sobre mejora de las directivas sobre folletos informativos y sobre notificación regular, ya que las autoridades nacionales imponen requisitos de información exigentes y frecuentemente diferentes, lo que disuade a los emisores y a los intermediarios de colocar títulos como acciones y bonos más allá de sus fronteras e impide que los inversores se beneficien de una oferta de productos más amplia).

- Establecimiento de un marco jurídico común para unos mercados de valores y derivados integrados (3 acciones: publicación de una comunicación de la Comisión sobre la distinción entre inversos “expertos” y simples consumidores; directiva contra la manipulación del mercado; libro verde sobre la mejora de la directiva de servicios de inversión (ISD)).
 - Hacia un modelo único de estados financieros para las empresas con cotización en bolsa (4 acciones sobre aspectos como la actualización de la estrategia contable de la UE, la modernización de disposiciones contables, recomendaciones sobre las prácticas de auditoría, etc.)
 - Limitación del riesgo sistémico en la liquidación de valores (2 acciones).
 - Hacia un entorno seguro y transparente para las reestructuraciones transfronterizas (5 acciones sobre aspectos como las ofertas públicas de adquisición, revisión de las prácticas de gobierno de la empresas dentro de la UE, derecho de sociedades, etc.).
 - Un mercado único a favor de los inversores (3 acciones sobre fondos de pensiones).
- b) *Objetivo estratégico 2*: mercados minoristas abiertos y seguros (9 acciones sobre los siguientes aspectos: venta a distancia de servicios financieros; información clara y comprensible para los compradores; mejores prácticas en materia de suministro de información (crédito hipotecario); prestación de servicios y sector seguros; mercado único de pagos; plan de acción para combatir el fraude y la falsificación en los sistemas de pagos; prestación de servicios financieros por medios electrónicos).

- c) *Objetivo estratégico 3*: situación actual de las normas cautelares y de supervisión (14 acciones relacionadas con los siguientes aspectos: saneamiento y liquidación de las empresas de seguros; saneamiento y liquidación de bancos; dinero electrónico; blanqueo de capitales; publicación de instrumentos financieros; capitalización de los bancos y empresas de inversión; solvencia de las compañías de seguros; normas para conglomerados financieros; etc.).

Las acciones llevadas a cabo en el marco del PASF, así como su efectividad, están sujetas a un proceso de seguimiento a través de informes sobre el progreso realizado (*progress reports*), habiéndose realizado hasta la fecha cinco informes de seguimiento. Los mecanismos para llevar a la práctica el PASF son básicos para su logro. Para ello, la Comisión Europea ha puesto en marcha las siguientes estructuras:

- a) De forma paralela a la realización de informes periódicos acerca del progreso alcanzado, la Comisión Europea creó el llamado *Financial Services Policy Group (FSPG)*, formado por representantes personales de los Ministros de Economía y Finanzas de los Países de la Unión Europea y del Banco Central Europeo, y presidido por el Comisario Europeo de Servicios Financieros. Las funciones de este grupo son dos básicamente: a) identificar prioridades entre las medidas contenidas en el PASF; y b) aconsejar a la Comisión sobre las mejores condiciones operativas para asegurar el funcionamiento óptimo del mercado único financiero, condiciones necesarias para alcanzar los beneficios de la introducción del euro. El FSPG se ha reunido catorce veces desde la adopción del PASF y ha asistido a la Comisión en el seguimiento y preparación de los informes de progreso.

- b) Organismos representativos de la Unión Europea han asistido en el llamado *Forum Groups of Market Experts*, compuesto por expertos en los mercados, para considerar los aspectos prácticos y teóricos del PASF.

- c) Discusiones informales iniciales con el Parlamento Europeo han tenido lugar con la intención de encontrar compromisos para discutir las orientaciones políticas más importantes con los parlamentarios desde las fases preliminares.

En estrecha relación con el PASF, el Consejo de Ministros de Economía y Finanzas (ECOFIN) de la Unión Europea (UE) encargó a un grupo de “sabios” un informe³ sobre las tres cuestiones siguientes: a) estudiar la implantación de la regulación de los mercados de valores en la UE; b) estudiar la mejor forma de adaptar los mecanismos reguladores de los mercados de valores de la UE a las transformaciones en curso de los mismos; y c) con el fin de eliminar barreras, diseñar planes para adaptar las prácticas en uso a la finalidad de una mayor y continua convergencia y cooperación. Las conclusiones del informe final, publicado el 15 de febrero de 2001, vienen a confirmar el a priori del PASF de que los mercados integrados proporcionan beneficios económicos sustanciales y que las diferencias legales y fiscales entre los países de la UE constituyen un obstáculo para la plena integración de los mercados. Para eliminar dichos obstáculos, el informe recomienda la necesidad de converger en las estructuras reguladoras y de supervisión, reforzar la cooperación entre reguladores, y reestructurar los sistemas de compensación y liquidación.

Siguiendo una de las recomendaciones del informe del Comité de Sabios sobre la regulación del los mercados europeos de capital, “..la construcción de una serie

comprensiva de indicadores macro y microeconómicos para analizar el progreso hacia un mercado financiero europeo integrado, permite apreciar los beneficios tangibles en términos de productividad, PIB y empleo derivados del avance hacia el mercado único”. En consecuencia, y como complemento a los informes de seguimiento, la Comisión Europea está desarrollando un amplio y diverso conjunto de indicadores que sirvan de apoyo a la tarea de seguimiento de los cambios estructurales y tendencias en los mercados internos de servicios financieros, poniéndose especial énfasis en tres áreas de trabajo: competencia, eficiencia y estabilidad financiera (riesgo). Así, el objetivo básico del sistema de indicadores es controlar y evaluar los cambios y tendencias fundamentales que afectan al sector financiero europeo. Más concretamente, los indicadores sirven como base para analizar los cambios en las áreas siguientes:

a) Sector financiero:

- Cambios en la estructura del sector financiero de la UE: cambios en la importancia relativa de los intermediarios financieros y de los mercados financieros
- Concentración de los mercados
- Evolución del empleo en el sector financiero
- Evolución de los márgenes y rentabilidad de los intermediarios financieros
- Eficiencia del sector financieros y su impacto sobre los costes financieros
- Fusiones y adquisiciones
- Comercio en la red y transacciones electrónicas

b) Intermediarios activos en los mercados financieros:

- Inversores institucionales (compañías de seguros, fondos de inversión, fondos de pensiones)

³ Conocido como informe Lamfalussy, al ser Alexandre Lamfalussy el presidente del comité.

- Desarrollo del mercado de capital riesgo
- Evolución de la estructura financiera de las sociedades de capital

c) Mercados:

- Operaciones dentro de la UEM
- Participación extranjera en los mercados interiores de los Estados miembros
- Mercados minoristas vs. mayoristas
- Desarrollo de las Bolsas europeas

5. Logros y preocupaciones en el desarrollo del PASF

Como se ha comentado en la sección anterior, las acciones llevadas a cabo en el marco del PASF están sujetas a un proceso de seguimiento a través de informes sobre el progreso realizado. En junio de 2001, la Comisión realizó el quinto *progress report* que nos permite describir tanto los logros hasta ahora alcanzados como las preocupaciones acerca de la plena implementación del PASF antes de 2005. En concreto, tres son los mensajes principales del informe de seguimiento:

a) un sector financiero integrado en Europa es en estos momentos más importante que nunca como motor de crecimiento y empleo

Tras los trágicos acontecimientos del 11 de septiembre de 2001 en EE.UU., el 21 de septiembre ese mismo año el Consejo Europeo extraordinario reunido en Bruselas concluyó que “la ralentización económica sería mayor de lo esperado pero que,

gracias a la adopción de la moneda única, los países de la zona euro están protegidos de los shocks asociados a las fluctuaciones monetarias”. A este respecto, el PASF contiene una serie de medidas que, una vez implementadas, responderán directamente a los desafíos de la incertidumbre y el clima económico menos favorable.

Adicionalmente, los ataques contra EE.UU. han obligado a intensificar los esfuerzos en la lucha contra el terrorismo, con medidas económicas prioritarias como la lucha contra el blanqueo de dinero (directiva del ECOFIN de 16 de octubre de 2001) y acuerdos políticos como una directiva contra el abuso de mercado.

Finalmente, la consecución de los beneficios derivados de la introducción de una moneda común en la zona euro requiere prestar atención a cuestiones tan importantes como los sistema de pago transfronterizos (con una nueva regulación para reducir las comisiones bancarias transfronterizas a otros países), la prestación de servicios financieros electrónicos (directiva de comercio electrónico), la lucha contra el fraude, etc.

b) se ha realizado un progreso importante desde la puesta en marcha del PASF, aunque existen algunas preocupaciones

Hasta la fecha, se ha realizado un esfuerzo considerable en el diseño de un nuevo marco regulatorio, como demuestra el hecho de que se hayan aprobado 25 de las 42 acciones del PASF. En concreto, de las 25 medidas implementadas hasta diciembre de 2001, 9 son actas legislativas (directivas) formalmente adoptadas por el Consejo y el

Parlamento Europeo; las 16 restantes acciones son decisiones, comunicaciones, recomendaciones o informes. De acuerdo con el quinto informe de progreso del PASF (30 de noviembre de 2001), la Comisión está preparando 8 nuevas acciones de las cuales 6 son propuestas legislativas, incluyendo la actualización del marco de referencia sobre capitalización para bancos y compañías de inversión, y una revisión de la directiva sobre servicios de inversión.

A pesar de los logros alcanzados, el quinto informe de seguimiento reconoce la existencia de algunas preocupaciones. En concreto, uno de los principales fracasos del PASF ha sido el rechazo por el Parlamento Europeo, tras 12 años de negociación, de una propuesta de directiva sobre OPAs cuyo objetivo era proteger los intereses de los accionistas minoritarios en caso de OPAs hostiles.

Una segunda preocupación es la ausencia de un progreso decidido sobre una directiva sobre fondos de pensiones en varios aspectos: el alcance de la directiva, las reglas sobre inversión, las provisiones técnicas y las relaciones transfronterizas.

Finalmente, una tercera preocupación que constituye una prioridad es la regulación de la información que aparece en los folletos informativos sobre emisiones de títulos, la regulación de los conglomerados financieros y la regulación de los estándares contables internacionales.

La figura 1 resume de forma esquemática las fases y fechas fijadas por la Comisión Europea, el Parlamento, el Consejo y los Estados Miembros para adoptar e implementar

las medidas contenidas en el PASF en áreas como la banca, el sector seguros, los mercados de capitales y los servicios financieros en general.

c) es necesario una revisión a medio plazo de los beneficios de la integración y de las necesidades futuras

La Comisión Europea ha iniciado en febrero de 2002 una revisión a medio plazo del PASF como base para alcanzar un acuerdo para relanzar el plan. En concreto, la revisión pretende: a) valorar el progreso realizado; b) buscar reafirmar la importancia de la integración de los mercados financieros como elemento favorecedor del crecimiento económico y del empleo; y c) lograr un acuerdo de todas las instituciones para alcanzar los objetivos del PASF y establecer las prioridades concretas para su completa finalización en el 2005. Estos objetivos han sido confirmados en el último Consejo Europeo de Barcelona de marzo de 2002.

6. Conclusiones

La Comisión Europea, consciente de la importancia de la integración de los mercados financieros como elemento condicionante del crecimiento de la producción y del empleo, aprobó en mayo de 1999 un Plan de Acción de los Servicios Financieros con el objetivo último de crear un mercado financiero único en Europa en el 2005.

A modo de conclusión, la descripción de los objetivos, contenido, logros y preocupaciones asociadas al PASF se resume de la forma siguiente:

- a) Los objetivos prioritarios del PASF son tres: la creación de un mercado mayorista único en la UE; la consecución de mercados minoristas abiertos y seguros; adoptar las normas cautelares y de supervisión necesarias para la consecución de un mercado financiero único.

- b) Para la consecución de los tres objetivos mencionados, el PASF contiene cuarenta y dos acciones concretas, habiéndose implementado hasta diciembre de 2001 veinticinco de ellas.

- c) El desarrollo del PASF es objeto de seguimiento a través de la realización de informes de progreso. Adicionalmente, el Grupo de Política de Servicios Financieros fija las medidas prioritarias y aconseja a la Comisión sobre las mejores condiciones operativas para asegurar el funcionamiento óptimo del mercado único financiero.

- d) La Comisión Europea está desarrollando un conjunto de indicadores que sirva de apoyo a la tarea de seguimiento de los cambios estructurales y tendencias en los mercados internos de servicios financieros. El objetivo básico del sistema de indicadores es controlar y evaluar los cambios y tendencias fundamentales que afectan al sector financiero europeo.

- e) El balance de los logros alcanzados muestra cómo la integración de los mercados financieros en Europa es en estos momentos más importante que nunca como motor de crecimiento y empleo. Si bien se han realizado un

progreso importante desde la puesta en marcha del PASF, existen áreas en las cuales es necesario seguir avanzando. En consecuencia, es necesario una revisión a medio plazo de los beneficios de la integración y de las necesidades futuras.

Referencias

Banco Central Europeo (2001). *The Monetary Policy of the ECB*, European central Bank, Frankfurt, Germany.

Committee of Wise Men on *The Regulation of European Securities Markets*, Final Report, 15 February 2001, Brussels (http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/general/Lamfalussyen.pdf).

Financial Services Action Plan (Action Plan, Financial Services Policy Group, Forum Groups of Market Experts, Documents related to the Financial Services Action Plan), European Commission, http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/actionplan/

King, R. y Levine, R. (1993): "Finance, entrepreneurship, and growth: theory and evidence", *Journal of Monetary Economics* 32(3), pp. 513-42.

Levine, R. (1997). "Financial development and economic growth: views and agenda", *Journal of Economic Literature* 35(2), pp. 688-726.

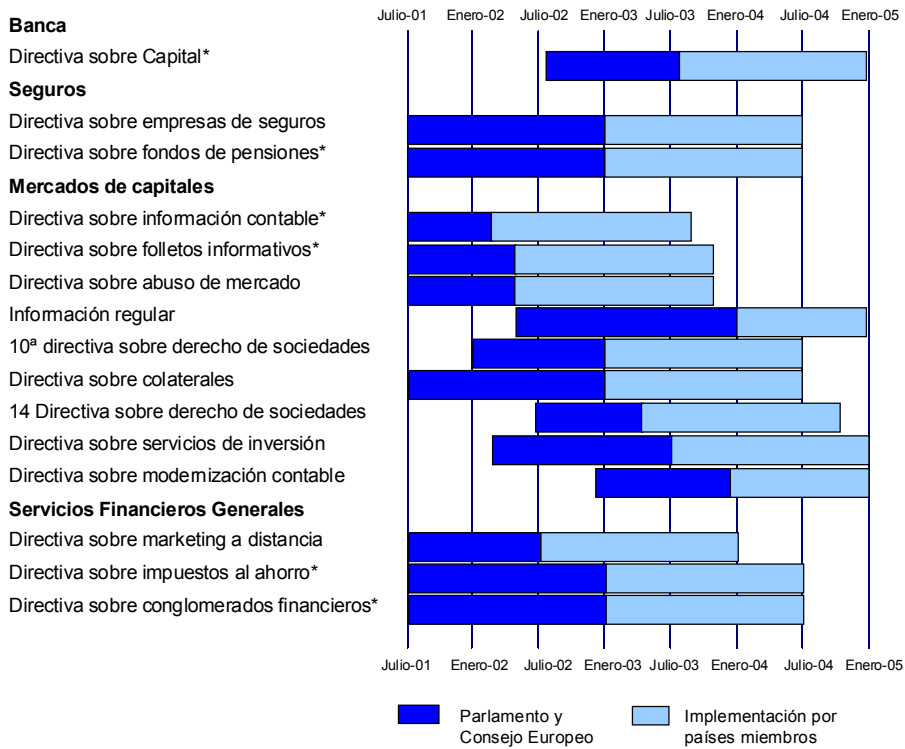
Levine, R. y Zervos, S. (1998): "Stock markets, banks, and economic growth", *American Economic Review* 88, pp. 537-558.

Levine, R., Loayza, N. y Beck, T. (2000). "Financial intermediation and growth: causality and causes", *Journal of Monetary Economics* 46 (1), pp. 31-77.

OECD (2001). *Institutional Investors. Statistical YearBook*.

Rajan, R.G. y Zingales, L. (1998). "Financial dependence and growth", *American Economic Review* 88, 559-586.

Figura 1. Fases y fechas límite en la implementación del PASF



* Prioridades del Consejo Europeo

Fuente: Comisión Europea

Cuadro 1. Stock de deuda denominada en moneda nacional emitida por residentes en relación al PIB a finales de 2000 (%)

| | Total | Emitida por corporaciones financieras | Emitida por corporaciones no financieras | Emitida por el sector público |
|----------------|-------|---------------------------------------|--|-------------------------------|
| Área Euro | 100,7 | 41,5 | 5,9 | 53,3 |
| Estados Unidos | 146,9 | 85,7 | 24,6 | 38,7 |
| Japón | 126,5 | 16,1 | 16 | 96 |

Fuente: Banco Central Europeo

Cuadro 2. Capitalización bursátil en relación al PIB (%).

| | 1990 | 1995 | 1998 | 1999 | 2000 |
|----------------|------|------|------|------|------|
| Área euro | 21 | 29 | 61 | 90 | 93 |
| Estados Unidos | 54 | 94 | 145 | 180 | 153 |
| Japón | 87 | 72 | 56 | 91 | 68 |

Fuente: Banco Central Europeo

Cuadro 3. Depósitos y préstamos bancario en relación al PIB a finales de 2000 (%)

| | Depósitos | Préstamos | Préstamos al sector no financiero |
|----------------|-----------|-----------|-----------------------------------|
| Área euro | 79,1 | 107,7 | 41,8 |
| Estados Unidos | 37,6 | 50,8 | 38,2 |
| Japón | 110,7 | 103,8 | 72,8 |

Fuentes: Banco Central Europeo

Cuadro 4. Activos totales de los inversores institucionales en relación al PIB (%).

| | 1992 | 1995 | 1998 | 1999 |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| Área euro* | 32.9 | 47.9 | 77.2 | 81.3 |
| Estados Unidos | 138.3 | 153.2 | 193.5 | 209.4 |
| Japón | 79.1 | 81.7 | 103.2 | 111.9 |

* Excluida Irlanda dada la no disponibilidad de información

Fuente: OECD