

Integración financiera en la Unión Europea

Angel Vilariño

La creación del mercado único europeo de productos y servicios financieros es un largo proceso con hitos relevantes como la creación del Sistema Monetario Europeo, la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria, el Tratado de Maastricht, la creación del Banco Central Europeo y la entrada en vigor del euro. Los cambios institucionales han sido factores decisivos para que se produjera el avance en la integración de los diferentes mercados nacionales hacia un mercado único, pero todavía no se puede hablar de que la integración financiera esté conseguida en todas las manifestaciones de la actividad financiera. Existe una integración desigual cuyo grado de realización tiene una fuerte vinculación con la naturaleza de los agentes de cada mercado y también con las características financieras de los activos negociados.

Mercado único e integración financiera

Una de las propiedades esenciales del mercado único es la existencia de un único precio para cada uno de los bienes y servicios, o dicho de otro modo, que bienes y servicios iguales no tengan precios diferentes en distintos países. En un mercado integrado de bienes y servicios, dotado de mecanismos que velasen por el mantenimiento de un alto grado de competencia, los bienes y servicios semejantes tendrían precios también semejantes, sin diferencias motivadas por el lugar geográfico de las transacciones. Esta es la denominada ley del precio único. Sin embargo, en sentido inverso, la existencia de un precio único no garantiza que el mercado esté regido por un alto grado de competencia, ya que puede ser el resultado de prácticas monopolistas.

La ley del precio único aplicada al ámbito financiero plantea la mayor o menor integración financiera en términos de la igualdad o diferencia de precios de activos financieros idénticos, independientemente de los factores geográficos. Más explícitamente viene a decir que los activos que generen los mismos flujos de caja

futuros, deben de tener el mismo precio. Cuánto más se verifique esta propiedad para el conjunto de activos financieros más será el grado de integración financiera. Dada la diversidad de activos financieros, la aplicación práctica de esta visión de la integración financiera se realiza analizando los principales mercados, los mercados monetarios, los mercados de bonos públicos, los mercados de bono corporativos, los mercados de derivados, los mercados de crédito a empresas y los mercados hipotecarios. De este modo, puede existir un alto grado de integración financiera para determinados activos y mercados y otro grado menor en otros activos y mercados. Otro campo del análisis se sitúa en los servicios financieros, donde se incluyen las transferencias, la gestión de patrimonios, fondos de inversión y fondos de pensiones, los servicios de depositaría de valores, los servicios de domiciliación de recibos y los servicios de medios de pago, entre los principales.

La dificultad esencial de la aplicación de la ley del precio único es la identificación de activos idénticos, ya que frente a la definición formal de un activo mediante los flujos de caja contractuales hay que oponer la evaluación teniendo en cuenta el conjunto de riesgos a los que el propietario del activo está expuesto. El riesgo es un vector multidimensional cuyas componentes más importantes son los riesgos de mercado, liquidez, crédito, operacional, legal y país. Desde este segundo punto de vista, dos activos financieros son iguales, cuando teniendo los mismos flujos de caja contractuales, también coinciden en todas las componentes del vector de riesgos de forma que bajo este segundo punto de vista es difícil encontrar dos activos idénticos. Además, la medición de los riesgos es hoy un proceso abierto ya que no existen respuestas únicas para la medición del riesgo de un determinado activo. Podemos encontrar precios distintos de un mismo activo financiero que expresen las diferentes capacidades de los agentes en la evaluación de cada una de las componentes del riesgo del activo y sus diferentes medidas de riesgo.

Estos hechos son relevantes para la medición de la integración financiera. Por ejemplo, en el caso de los préstamos hipotecarios, si se comparan los tipos de interés medios de las operaciones realizadas para plazos similares en los países de la Unión Europea, las diferencias encontradas pueden estar causadas por deficiencias en el proceso de integración financiera, tales como presencia de entidades con alto poder de mercado, o estar causadas por diferencias significativas intrínsecas entre los activos cuyos tipos de interés se han comparado. Una fuente importante de diferencia entre dos préstamos es la calidad crediticia de las contrapartes, que a su vez está regida por la probabilidad de impago de los acreditados y la tasa de

recuperación en caso de incumplimiento. Este último factor es muy importante en el análisis de la integración financiera y en su propia realización. En la tasa de recuperación, que es un factor relevante para la determinación de los activos con riesgo de crédito, influyen factores como las leyes civiles, los procedimientos judiciales, las leyes de quiebras, el grado de eficacia de los contratos y la productividad del sistema judicial. Las diferencias institucionales generan dificultades para la integración financiera principalmente por dos vías; en primer lugar, activos que pueden parecer formalmente idénticos o similares, son claramente diferentes al incorporar en su valoración la medición de los riesgos y estos incluyen esas diferencias institucionales; realmente, desde un punto de vista financiero, se trata de activos diferentes. En segundo lugar, las diferencias institucionales suponen barreras de entrada para los agentes extranjeros, por los costes de información y aprendizaje que conllevan.

Otra aproximación para identificar y medir el grado de integración financiera, se basa en los comportamientos observados de los diferentes agentes económicos. La composición de las carteras de los inversores puede utilizarse como un reflejo de la mayor o menor integración financiera, en la medida que a mayor diversificación internacional es posible conjeturar que las barreras a la adquisición de activos de otros países y las diferencias en precios por la existencia de un “sesgo país” son menores. Este análisis de las carteras se ha centrado fundamentalmente en el análisis de los balances de los bancos y la estructura de cartera de los fondos de inversión y de pensiones.

Mercados monetarios

Los mercados monetarios se configuran en torno al mercado de operaciones realizadas entre bancos, los mercados interbancarios. Un agente muy relevante de este mercado es el Banco Central Europeo que realiza las intervenciones propias de la política monetaria y también es el prestamista en última instancia del Eurosistema. Los mercados monetarios son muy líquidos y la operativa tiene una alta concentración en el muy corto plazo, un día. Los activos negociados se caracterizan por su alta calidad crediticia, o lo que es lo mismo, por una reducidísima tasa de pérdidas debida a impagos.

Desde la entrada en vigor del euro la ley del precio único se cumple prácticamente en el segmento de préstamos entre bancos, es decir, en el mercado de depósitos interbancarios,. Los tipos de interés

son muy homogéneos para los mismos plazos y calidad crediticia, e independientes de las características nacionales de los demandantes de fondos. Los factores que esencialmente han favorecido la alta integración conseguida han sido la creación del Banco Central Europeo, la puesta en práctica de la política monetaria única y la creación del sistema TARGET para pagos transfronterizos. También es necesario señalar que los operadores con más volumen operativo son en su mayoría bancos con altas calificaciones de crédito, y que ya antes de la entrada en vigor del euro mantenían relaciones fluidas transfronterizas en los mercados de divisas, bonos públicos, derivados y depósitos, además de la gran liquidez del mercado, que favorece la ausencia de grandes diferenciales entre los tipos de interés de oferta y demanda, y también el corto plazo de las operaciones. En resumen, los tipos de interés de los depósitos interbancarios de los depósitos negociados entre bancos de distinta nacionalidad no son distinguibles de los negociados entre bancos de la misma nacionalidad, siempre que la calificación crediticia de la contraparte y el plazo sean los mismos.

Otra cuestión diferente es el mercado de operaciones repo. Este tipo de operativa consiste en la compra de un activo determinado, generalmente deuda pública, a un precio convenido, la mayoría de las veces al contado, y la combinación simultánea con la venta a plazo del mismo activo, a un precio también convenido. De este modo, lo que resulta es una operación de préstamo con un tipo de interés dado por los precios de las operaciones de compra y venta pactadas, y con un colateral que es el activo. En general, el tipo de interés de las operaciones repo se sitúa por debajo del tipo de interés de la operación de depósito del mismo plazo, debido a la existencia del colateral, pero el diferencial entre el “depo” y el repo presenta una gran variabilidad. Refleja tanto tensiones de liquidez (el repo es una forma de financiación) como variaciones en la valoración de los colaterales y de las contrapartes. En los mercados europeos de repos en euros todavía persisten diferencias entre los tipos de interés que son atribuibles a características nacionales, es el denominado “sesgo país”. Estas diferencias entre los tipos de interés de repos a igual plazo, se deben a factores

subyacentes como la naturaleza de los emisores (gobiernos fundamentalmente y grandes corporaciones y bancos) de los colaterales empleados, las normas legales específicas de cada país, los sistemas regulatorios nacionales, las normas y procedimientos en caso de conflictos jurídicos por incumplimientos y las diferencias en los sistemas de compensación y liquidación de las operaciones.

El sistema TARGET

En 1999 entró en funcionamiento TARGET¹, el sistema automatizado transfronterizo urgente con liquidación bruta en tiempo real. TARGET es un sistema para grandes pagos en euros y es una pieza clave en el funcionamiento de los mercados monetarios así como en la operativa de la política monetaria del BCE y en el proceso de integración financiera interbancario.

Antes de la introducción del euro, los pagos entre los bancos se realizaban a través de acuerdos con los denominados bancos corresponsales que hacen las funciones de intermediarios entre bancos. La esencia de estos acuerdos es el mantenimiento de depósitos en el banco corresponsal y también la recepción de ingresos para hacer frente a los pagos intradía, intentando mantener el menor saldo posible. Con la entrada del euro y las necesidades derivadas de una política monetaria de ámbito europeo, el sistema de bancos corresponsales era insuficiente. El Eurosistema decidió crear TARGET como un sistema descentralizado integrado por quince sistemas de pagos nacionales conectados entre sí. La función principal del sistema es permitir la liquidación bruta en dinero del banco central mediante transferencias de cualquier importe, sea un pago originado por una operación interbancaria o de clientes de una entidad. Una propiedad importante del sistema es que facilita crédito intradía ilimitado y sin intereses, aunque es necesario que existan garantías, a las entidades que actúan en el sistema como contrapartes en las operaciones.

¹ Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer

El papel jugado por TARGET ha sido y es fundamental para el proceso de integración financiera y especialmente en el segmento de los mercados monetarios; es el conducto obligatorio para las operaciones de política monetaria, y todos los sistemas de grandes pagos de la zona euro realizan todas las liquidaciones netas en dinero del banco central a través de TARGET. El sistema también se utiliza para realizar entregas contra pagos en los sistemas de liquidación de valores y pagos contra pagos en la liquidación de divisas.

El número de operaciones ha crecido de una media diaria de 163.00 en 1999 a 261.000 en 2003. El importe medio diario también creció de 925.000 millones de euros en 1999 a 1.650.000 millones de euros en 2003. En el sistema participan más de 3.300 entidades de crédito con una red de 43.000 oficinas bancarias. El sistema también se utiliza para la gestión centralizada de tesorería de las entidades financieras que operan en varios países.

Los pagos dentro de Estados miembros representó en 2003 el 66,8% del total del importe de las operaciones realizadas a través de TARGET, y el 33,2% restante es el importe de las operaciones realizadas entre Estados miembros.

Mercados de bonos públicos.

Antes de finalizar 1998, se produjo la convergencia de los tipos de interés de los bonos emitidos por los gobiernos nacionales como resultado de la convergencia en tasas de inflación, y sobre todo, por las crecientes expectativas de que la implantación del euro finalmente tendría éxito. Sin embargo, la integración en estos mercados no es tan plena como la observada en los tipos de interés de los depósitos interbancarios. En los mercados europeos de deuda pública se toma como referencia la curva de los tipos de interés de los bonos emitidos por el gobierno alemán, y el menor o mayor diferencial de los tipos de interés de los bonos de otros gobiernos se considera un índice del mayor o menor grado de integración financiera. Estos diferenciales son relativamente variables y no pueden considerarse despreciables o nulos en media; desde valores “pequeños” en torno a dos a

cinco puntos básicos a valores “grandes” entre treinta a cincuenta puntos básicos. Se puede decir que existen varios niveles diferentes de integración financiera en estos mercados. Ya antes de la entrada en vigor del euro los mercados de bonos de Alemania, Francia y Países Bajos presentaban un alto grado de integración, y los mercados “periféricos” como los del sur de Europa y Bélgica, por su alto nivel de endeudamiento, mantenían diferenciales elevados con el *bund* alemán que se han reducido muy fuertemente. Las diferencias nacionales tienen su base en la no coincidencia plena en los *ratings* de los gobiernos, y también a la diferente liquidez que tienen las emisiones. Otro aspecto a tener en cuenta para interpretar el grado relativo de integración alcanzado es que se ha producido una relativa segmentación del mercado, de tal forma que en el plazo de 10 años domina el *bund* alemán, mientras que el 5-7 años está dominado por las emisiones francesas, al igual que los bonos indicados a la inflación. En el caso de las emisiones a tipo de interés variable la especialización la tiene el Tesoro italiano.

Considerando el comportamiento revelado por los inversores como otro aspecto de la integración financiera y diferente del precio, se observa que la tenencia de bonos públicos en las carteras de los inversores no residentes ha ido claramente en aumento. En 1995 los no residentes tenían el 21,4% de la deuda pública emitida y este porcentaje ascendió al 35% en 2001.

Bonos corporativos

En este mercado se han producido cambios profundos con la entrada en vigor del euro. En los años anteriores existía una fuerte segmentación entre los diferentes mercados domésticos, dado que los bonos se valoraban utilizando distintas curvas libre de riesgo, persistía el riesgo de cambio, y los tenedores y emisores de los bonos básicamente eran del mismo país. La implantación del euro identificó la curva de los tipos de interés libre de riesgo con la curva de los tipos de interés de la deuda pública alemana, y eliminó el riesgo de cambio. Además, en el tiempo, estos cambios coincidieron con un fuerte aumento de las emisiones, cuya causa hay que buscarla en la reducción

de los tipos de interés de la deuda pública a mínimos históricos, las grandes necesidades de financiación de algunos sectores como telecomunicaciones, bancos, medios de comunicación, y empresas de nuevas tecnologías, todo ello en un contexto de elevado optimismo económico. En este nuevo mercado de bonos corporativos, irrumpieron con fuerza los grandes bancos de inversión, del área euro, británicos y norteamericanos, provocando un descenso significativo de las comisiones, pero intermediando volúmenes muy superiores a los de hacía pocos años antes. En el mercado de los bonos corporativos siguen existiendo particularidades locales en el segmento de las emisiones de tamaño medio, y en general, por la fragmentación de los sistemas de compensación y liquidación. Otro problema que afecta a los precios es la diferente liquidez de las emisiones que se refleja en una prima de liquidez, aunque este es un problema general de los bonos corporativos.

Las comparaciones de precios entre bonos, con el fin de contrastar la ley del precio único, ofrece más dificultades que en los mercados de bonos públicos. El problema es la presencia de riesgo de crédito en estos activos frente a la práctica ausencia de este riesgo en los bonos públicos. Aunque los bonos calificados con el mismo *rating* son en teoría homogéneos desde el punto de vista crediticio, existe evidencia de que las agencias de *rating* reaccionan muy lentamente a las nuevas noticias que alteran la percepción de los inversores sobre la calidad crediticia de los emisores. De este modo, dos bonos calificados con el mismo nivel de calidad crediticia pueden cotizarse con primas de riesgo significativamente diferentes. Pero también es cierto que las primas de riesgo no son únicamente la expresión del riesgo de crédito ya que la liquidez de las emisiones es otra componente importante para explicar tanto las primas como su variabilidad. La consideración de estos factores de complejidad conduce a dificultar la separación entre diferencias de precios causadas por debilidades en el proceso de integración financiera frente a diferencias cuyas causas son intrínsecas a los activos considerados por diferencias en la calidad crediticia de los emisores de los bonos.

Mercados de acciones

Una posible vía para evaluar en Europa el grado de integración financiera de los mercados nacionales es el cálculo de la correlación entre las rentabilidades de los índices de las bolsas nacionales. La idea subyacente es que si aumenta la correlación en el tiempo es que está aumentando simultáneamente la integración financiera.

Pero la primera objeción a esta forma de evaluación es que la medida de la correlación no proporciona un registro único, porque depende del modelo empleado, de la frecuencia de los datos utilizados y de la longitud de la muestra, citando solo los factores más importantes. Debido a estas circunstancias los resultados obtenidos por diferentes investigadores pueden ser contradictorios. Pero aunque se evidencie aumento de correlación, la interpretación en términos de aumento de integración financiera puede ser muy discutible, dada la influencia que sobre todas las bolsas nacionales tiene la evolución de las bolsas de Estados Unidos y la coyuntura política mundial. Además, la correlación es un estadístico que presenta una gran variabilidad, con ciclos marcados, cuya interpretación no es sencilla.

Otra aproximación diferente consiste en observar la composición de las carteras de los inversores institucionales, fondos de inversión, fondos de pensiones, carteras de inversión de los bancos, y en menor medida, carteras de compañías de seguros. Hay fuerte evidencia de que se ha incrementado la diversificación internacional en euros en las carteras de los inversores citados. Esto se puede considerar como una muestra de integración financiera, ya que la componente nacional pesa menos, y además, indirectamente, prueba que las barreras nacionales institucionales no son suficientes para impedir la tenencia de activos extranjeros. Esto no quiere decir que no subsistan importantes diferencias institucionales que impiden la plena vigencia del precio único, además de costes de transacción duplicados. Entre las diferencias institucionales hay que citar las normas contables, ahora en proceso de homogeneización por medio de las IAS, las diferentes capacidades y estilos en

las prácticas de regulación y supervisión de las empresas cotizadas, y las prácticas de gobierno de las empresas.

Derivados

La creación del euro y la integración financiera de los mercados monetarios convulsionó el mercado de derivados sobre tipos de interés, ya que las antiguas curvas de tipos de interés del marco, franco, lira, peseta, y otras divisas dejaron de tener sentido. En la medida que el subyacente de los derivados sobre tipos de interés a corto plazo, es decir, los tipos de interés de los depósitos interbancarios, ha conseguido un alto grado de integración financiera, también lo ha alcanzado el mercado de derivados. No ocurre lo mismo en los derivados sobre tipos de interés a largo plazo. En los mercados de derivados se ha creado una empresa multinacional Euronext que ha ido agrupando mercados organizados de Países Bajos, Bélgica, Francia, Reino Unido y Portugal. En Euronext se realiza la negociación de derivados de gran éxito como los OIS (*Overnight Indexed Swap*) que tienen como subyacente el EONIA (*Euro Over-Night Index Average*) utilizados ampliamente para la gestión del riesgo de interés. Otro mercado que ha tenido un gran crecimiento y presenta un alto grado de integración es el de IRS (*Interest Rate Swap*) en euros. El importe de los notacionales negociados es el mayor del mundo y ya existe una curva de tipos de interés *swap*, que además de ser utilizada para la negociación de los contratos específicos, sirve como referencia para la valoración de los bonos corporativos con grado de inversión que se cotizan mediante un diferencial sobre la curva *swap*.

Los mercados de derivados, futuros y opciones, sobre acciones e índices, reflejan también la menor integración de los mercados de los activos subyacentes. Coexisten mercados organizados nacionales donde se negocian los derivados sobre activos nacionales, aunque también van surgiendo mercados sobre índices europeos y procesos en marcha de integración de los mercados nacionales de derivados.

Fondos de inversión y fondos de pensiones

Actualmente la oferta de fondos de inversión en el área euro presenta una gran diversificación internacional. Cualquier inversor minorista puede acceder, vía fondos de inversión, a posiciones en activos que han sido emitidos fuera del país del inversor. Tanto en este segmento como en los anteriores, la mayor integración no significa necesariamente mayor competencia, ya que la oferta está altamente concentrada entre los grandes bancos comerciales y bancos de inversión. Los ingresos por comisiones se han convertido en una de las principales fuentes de ingresos de las entidades financieras ante el descenso de los tipos de interés y la reducción del margen de intermediación y, en este sentido, el segmento de los fondos de inversión proporciona altos rendimientos.

Entidades financieras

Los bancos extranjeros siguen teniendo un papel marginal en los sistemas bancarios nacionales, aunque ocupan posiciones relevantes en algunos nichos de mercado y segmentos especializados, tales como derivados y banca de inversión.

Tampoco era previsible que la situación anterior a la entrada en vigor del euro se modificase radicalmente. La Segunda Directiva Bancaria abrió la puerta a la entrada de entidades de otros países pero ya se pudo observar que los movimientos transfronterizos no eran fáciles. Las economías europeas presentaban ya un alto grado de bancarización, con redes de oficinas muy densas, especialmente en algunos países como España, y por lo tanto con un alto coste de entrada. A esto hay que añadir la fuerte barrera que suponen los costes de información en la expansión de la actividad crediticia. La vía de las fusiones y adquisiciones podría ser más eficaz pero los sistemas bancarios han permanecido con una fuerte componente nacional.

Los balances bancarios no han sufrido grandes modificaciones desde el punto de vista de la composición nacional de los activos y pasivos. Se puede exceptuar de esta afirmación las posiciones de Tesorería y las carteras de deuda pública.

En el segmento de banca minorista la competencia es más difícil, aunque el canal Internet puede cambiar la perspectiva anterior, pero esto siempre referido a determinados segmentos. Los tipos de interés en la banca minorista se han acercado pero más por la homogeneización que ha impuesto la referencia común Euribor que por la integración de los mercados minoristas en un único mercado competitivo. También es cierto que es un resultado de la integración del mercado monetario ya que el coste marginal de los fondos presenta una gran uniformidad para las entidades financieras.

Se ha producido un fuerte acercamiento en los tipos de interés de los préstamos hipotecarios otorgados en los diferentes países de la Unión Europea, aunque se observan diferenciales significativos, más de 200 puntos básicos. La pregunta es si estos datos revelan una divergencia en el cumplimiento de la ley del precio único o por el contrario se trata de activos diferentes porque hay que tener en cuenta las características intrínsecas de los acreditados, las diferentes leyes civiles, la duración diferente de los procesos judiciales y también el grado de competencia doméstica entre los bancos en este segmento tan importante de la actividad crediticia.

En la banca minorista, considerando el promedio de los doce países del euro, existe alguna evidencia de que se ha reducido el margen medio obtenido en las operaciones de activo y ha disminuido la desviación típica; De todos modos, en este tipo de análisis existen muchas dificultades por la heterogeneidad de los datos que se emplean, debido a la gran diversidad de productos de activo y pasivo que comercializan los bancos entre sus clientes, además de las barreras de información que tienen los usuarios para discriminar y comparar los diferentes productos y servicios financieros.

Balance final

Desde la entrada en vigor del euro el avance hacia un mercado único de productos y servicios financieros parece muy firme en las actividades donde intervienen los grandes operadores, es decir, gobiernos, bancos y sociedades de inversión. Es cierto que se pueden señalar matices en el grado de integración financiera, desde el máximo nivel del mercado único interbancario de depósitos, pasando por los importantes mercados de repos, y los mercados de derivados sobre tipos de interés. Hasta los mercados de bonos corporativos. En este proceso de integración también avanza la concentración y el poder de mercado de los que lideran el proceso. En los mercados de bonos públicos se encuentran diferencias en tipos de interés que en parte pueden interpretarse como muestra de que el “sesgo país” sigue existiendo. Las diferencias aumentan si entramos en los mercados de bonos corporativos, aunque en gran medida se ha configurado un nuevo mercado, por lo que la comparación con épocas anteriores pierde nitidez.

En la banca minorista el “sesgo país” sigue siendo muy fuerte, pero también es cierto que más por razones macroeconómicas y por la integración de los mercados monetarios, que por aumento directo de competencia entre las entidades, se ha dado una fuerte reducción de las diferencias en tipos de interés y en márgenes. Esto no impide que las diferencias entre los tipos de interés de los productos de activo y pasivo de bancos de diferentes países sigan siendo relevantes, como también las diferencias entre bancos del mismo país.

En los mercados de acciones y bonos corporativos, préstamos a grandes empresas y préstamos hipotecarios sigue siendo muy relevante la existencia de diferencias en los factores institucionales subyacentes. Los principales factores son las leyes civiles y mercantiles, los criterios y prácticas contables, la regulación de la actividad financiera y la supervisión de bancos, sociedades de inversión y empresas emisoras no financieras. La posibilidad de convergencia o creación de nuevas leyes civiles y mercantiles está situada en el largo plazo. La unificación contable para las empresas cotizadas va de la mano de las IAS, y este es un proceso complejo y que necesitará de un plazo

adecuado para su implantación real. La regulación financiera está en estos momento en pleno proceso de cambio dentro de la perspectiva de Basilea II. Por último, la supervisión también está embarcada en intentos de convergencia con la creación reciente de comités de enlace y de trabajo. Pero basta enumerar los frentes abiertos para comprender que los cambios no van a ser inmediatos y las diferencias nacionales tienen todavía un largo camino para estar presentes en los precios y en los comportamientos de los consumidores y los intermediarios financieros, tanto más minorista sea el mercado y sean más altos los costes de información.

Bibliografía

Adam, K., Jappelli, T., Menichini, A., Padula, M., y Pagano, M. (2002): “Analyse, Compare, and Apply Alternative Indicators and Monitoring Methodologies to Measure the Evolution of Capital Market Integration in the European Union”, *Centre for Studies in Economics and Finance*, University of Salerno.

Cabral, I., Dierick, F., y Vesala, J. (2002): “Banking integration in the euro area”, *Ocasional Paper*, nº 6, *Banco Central Europeo*, diciembre.

Hartmann, P., Maddaloni, A., y Manganelli, S. (2003): “The euro area financial system: structure, integration and policy initiatives”, *Working paper nº 230*, *Banco Central Europeo*, Mayo.

Gjersen, C. (2003): “Financial Markets Integration in the Euro Area”, *Working Paper 22*, *OCDE*, Octubre.