

**COMITE DE GOBERNADORES DE LOS BANCOS CENTRALES
DE LOS ESTADOS MIEMBROS
DE LA COMUNIDAD ECONOMICA EUROPEA**

**INFORME ANUAL
1992**

ABRIL 1993

ISSN 1021-3430 (PRINT) , ISBN 92-9166-211-9 (ONLINE)

ISSN 1021-3430

MIEMBROS DEL COMITE DE GOBERNADORES

A. Verplaetse	Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique
E. Hoffmeyer	Danmarks Nationalbank
H. Schlesinger	Deutsche Bundesbank
E. Christodoulou	Banco de Grecia
L.A. Rojo*	Banco de España
J. de Larosière	Banque de France
M. Doyle	Central Bank of Ireland
C. Ciampi	Banca d'Italia
P. Jaans	Institut Monétaire Luxembourgeois
W. Duisenberg	De Nederlandsche Bank
M. Beleza**	Banco de Portugal
R. Leigh-Pemberton	Bank of England

Un miembro de la Comisión de las Comunidad Europeas es invitado, como representante, a las reuniones del Comité de Gobernadores.

* Sustituyó a M. Rubio a partir del 18 de julio de 1992.

** Sustituyó a J. Tavares Moreira a partir del 4 de mayo de 1992.

INDICE

INTRODUCCION Y VALORACION	1
1. La política monetaria en un entorno de tensiones cambiarias	1
2. La orientación de la política monetaria en 1993	6
3. Trabajo preparatorio de las segunda y tercera fases de la Unión Económica y Monetaria	7
I. EVOLUCION ECONOMICA Y APLICACION DE LA POLITICA MONETARIA ..	9
1. El entorno económico de la política monetaria	9
2. Evolución monetaria y cambiaria	17
3. Perspectivas económicas y cuestiones de política monetaria	32
4. Evolución del mercado del ecu privado	36
II. INSTRUMENTOS Y TECNICAS DE LA POLITICA MONETARIA EN LOS PAISES DE LA COMUNIDAD	47
1. Instrumentos principales	47
2. Principales técnicas	50
3. Indicación de la orientación de la política monetaria	51
III. CARACTERISTICAS INSTITUCIONALES DE LOS BANCOS CENTRALES DE LA COMUNIDAD	53
1. Estatutos e independencia	53
2. Objetivos y funciones de los bancos centrales	56
3. Dirección de las políticas monetaria y cambiaria	56
4. Procedimientos de nombramiento de los gobernadores de los bancos centrales	58
5. Cambios previstos en la legislación de los bancos centrales	59
IV. ACTIVIDADES DEL COMITE DE GOBERNADORES Y PREPARACION DE LA UEM	61
1. Actividades del Comité de Gobernadores	61
2. Trabajo preparatorio de las segunda y tercera fases de la UEM	67
ANEXO I: CAMBIOS EN LOS INSTRUMENTOS Y TECNICAS DE LA POLITICA MONETARIA DESDE EL COMIENZO DE LA PRIMERA FASE ..	83
ANEXO II: SITUACION INSTITUCIONAL DE LOS BANCOS CENTRALES DE LOS PAISES DE LA COMUNIDAD	87
ABREVIATURAS Y SIMBOLOS	111

Cuadros, Gráficos y Recuadros

(Las abreviaturas y símbolos usados en los cuadros y gráficos se especifican en la página 111)

Cuadros

(a) Cuadros insertados en el texto

1. Indicadores económicos y financieros de la Comunidad	2
2. Diferencias en el producto y divergencias cíclicas	12
3. Agregados monetarios: objetivos y resultados	20
4. Indicadores de cambios acumulados de competitividad	30
5. Mercados financieros del ecu	37
6. Instrumentos y técnicas de política monetaria	48
7. Características institucionales de los bancos centrales de la Comunidad	54
8. Financiación del banco central al sector público	72

(b) Cuadros de referencia

R1. PIB real	39
R2. Tasas de paro	40
R3. Precios al consumo	41
R4. Remuneración por empleado	42
R5. Necesidades de financiación de las Administraciones Públicas	43
R6. Balanzas por cuenta corriente	44
R7. Agregados monetarios amplios	45

Gráficos

1. Crecimiento real e inflación en la Comunidad	3
2. Tipo de cambio del dólar USA y del yen japonés frente al marco alemán	10
3. Situación presupuestaria de las Administraciones Públicas en 1992	17
4. Tipos de interés a corto plazo	21
5. Tipos de interés a largo plazo	21
6. Tipos de interés oficiales o de intervención	23
7. Tipos de cambio frente al marco alemán	26
8. Organización del Comité de Gobernadores	68

Recuadros

1. Endeudamiento del sector privado en los países de la CE	13
2. Las tendencias inflacionistas por sectores	15
3. Tenencias de depósitos transfronterizos y análisis monetario	63

* * *

Los datos recogidos en el Informe llegan hasta el 28 de febrero de 1993

INTRODUCCION Y VALORACION

Este segundo Informe Anual del Comité de Gobernadores cubre las actividades desarrolladas por éste y la situación monetaria y financiera en la Comunidad en 1992. El Informe ha sido elaborado de acuerdo con el mandato del Comité fijado en la Decisión del Consejo (revisada), de 12 de marzo de 1990.

El año pasado ha supuesto uno de los mayores retos para la cooperación entre los bancos centrales de los Estados miembros de la CE. La evolución monetaria y financiera, especialmente la ligada a las turbulencias registradas en los mercados cambiarios en la segunda mitad de 1992, ha acaparado gran parte del trabajo y la discusión en el Comité. No obstante, tras la firma del Tratado de Unión Europea en Maastricht en febrero del año pasado, el Comité ha dado, asimismo, los primeros pasos para establecer las condiciones de aplicación del Tratado en el área monetaria y, en particular, para preparar el establecimiento del Instituto Monetario Europeo (IME) que asumirá las funciones del Comité de Gobernadores cuando éste se disuelva a finales de 1993.

1. POLITICA MONETARIA EN UN ENTORNO DE TENSIONES CAMBIARIAS

Tal como se indicó en el Informe Anual del año pasado, al revisar los objetivos de política monetaria para 1992 en su ejercicio de valoración anual, el Comité de Gobernadores concluyó que las políticas monetarias previstas por las autoridades nacionales estaban orientadas a la reducción adicional de la inflación en la Comunidad. En 1992, sin embargo, aun cuando la tasa media de crecimiento de los precios al consumo en la Comunidad se redujo al 4,3% desde el 5,1%, registrado en 1991, hubiera podido normalmente esperarse una reducción más significativa de la inflación, dada la incidencia favorable de factores externos y la continuación de la debilidad de la actividad económica en la Comunidad (véanse cuadro 1 y gráfico 1). La producción de la Comunidad en su conjunto creció sólo 1,1% en 1992, reflejando en parte la inesperada prolongación de la recesión en el resto del mundo, pero también la deprimida demanda interior en la mayoría de los Estados miembros.

Es de señalar que, en el momento de la valoración anual de los objetivos de las políticas nacionales, el Comité había subrayado un cierto número de riesgos potenciales, alguno de los cuales se materializó, de hecho, muy pronto: se desvanecieron, en particular, las esperanzas de una pronta recuperación de la actividad económica; los planes de consolidación presupuestaria se mostraron, en más de una ocasión, de difícil ejecución; y los costes laborales continuaron creciendo a un ritmo bastante rápido en algunos países. Además, el crecimiento monetario acelerado y las persistentes tensiones internas de precios en Alemania exigieron un endurecimiento de su política monetaria a finales de 1991.

CUADRO 1: INDICADORES ECONOMICOS Y FINANCIEROS DE LA COMUNIDAD

Concepto	Media 1987-89	1990	1991	1992 (a)
	Variación porcentual sobre el año anterior			
PIB real (b)	3,5	2,8	1,2	1,1
Precios al consumo (c)	4,1	5,7	5,1	4,3
Remuneración por empleado (b)	6,1	7,6	7,1	5,7
	Porcentaje sobre el PIB nominal			
Balanza por cuenta corriente	0,4	-0,3	-0,9	-1,0
Necesidades de financiación de las Administraciones Públicas	-3,6	-4,2	-4,7	-5,3
	Porcentaje			
Tipos de interés a corto plazo (b) (d)	9,6	11,8	11,0	11,2
Tipo de interés a largo plazo (b) (e)	9,4	11,2	10,3	9,9

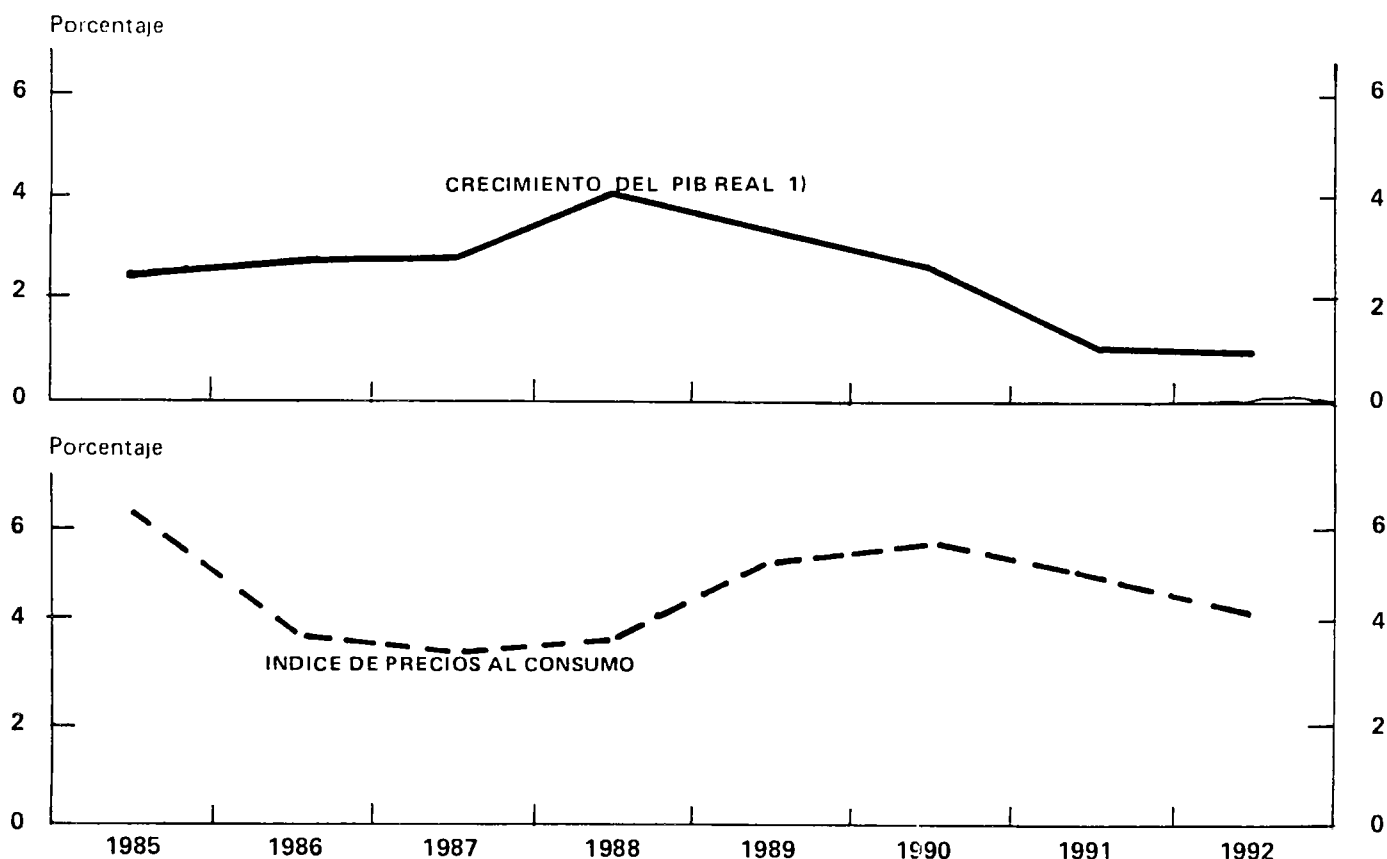
Fuente: Datos nacionales; BIS.

(a) Estimaciones. (b) Calculado sobre la base de las ponderaciones del PIB del año 1989 expresadas en tipos de cambio PPP de 1989. (c) Calculado sobre la base de las ponderaciones del gasto en consumo de 1989 expresadas en tipos de cambio PPP de 1989. (d) Tipo de interés a 3 meses en el mercado monetario nacional. (e) Rendimiento de los bonos del Estado o del sector público.

En la primera parte de 1992, el crecimiento monetario en la Comunidad se aceleró y los agregados monetarios se desviaron de sus bandas-objetivo en varios países. El nivel de los tipos de interés a corto tendió al alza, aun permaneciendo bajos los diferenciales de tipos. Y, al continuar estancada la actividad económica, aparecieron interrogantes sobre la adecuación de la orientación de la política monetaria en aquellos países donde se habían registrado progresos significativos en la contención de la inflación y crecía rápidamente el desempleo.

A principios de junio de 1992, se produjo un giro, cuando el rechazo danés al Tratado de Maastricht desencadenó una creciente agitación en los mercados cambiarios de la Comunidad. Aparecieron pronto signos diferenciadores en las situaciones monetarias nacionales. En Alemania, la orientación monetaria se mantuvo restrictiva y los tipos de interés de mercado no se relajaron hasta la mitad de septiembre, con ocasión del reajuste de la lira italiana. En Bélgica y Holanda, las modificaciones en los tipos de intervención de los respectivos bancos centrales reflejaron de cerca los movimientos en los tipos de interés alemanes, a fin de mantener la ligazón estrecha de las monedas respectivas con el marco alemán. El resto de los países participantes en el Mecanismo de Cambios del SME se enfrentó, durante la segunda mitad del año, con presiones bajistas -a veces, muy severas- en sus

GRAFICO 1: CRECIMIENTO REAL E INFLACION EN LA COMUNIDAD



1) . El dato de 1992 es estimado

monedas y elevó los tipos de interés oficiales, aunque en grados y momentos diversos, como parte de sus estrategias para combatir las incipientes tensiones cambiarias.

El resultado del referéndum danés en junio fue solamente el catalizador de los acontecimientos posteriores, que culminaron, en septiembre de 1992, en la crisis más grave del Sistema Monetario Europeo (SME) desde su creación. En una rápida sucesión de acontecimientos, se acordaron dos reajustes, y dos países suspendieron las obligaciones de mantenimiento de márgenes cambiarios de sus monedas. Rápidamente, se desvaneció la notabilísima estabilidad de las expectativas cambiarias de los últimos años, dando paso a un comportamiento intensamente especulativo del mercado. Fueron las monedas que, a la luz de las situaciones económicas nacionales respectivas, aparecían vulnerables, las que inicialmente sufrieron fuertes presiones bajistas. Sin embargo, al extenderse las tensiones a otras monedas, la situación en los mercados cambiarios empezó a exhibir rasgos fuertemente especulativos, autoalimentándose unas infundadas expectativas cambiarias a corto plazo.

Sin duda alguna, otros acontecimientos paralelos acrecentaron las turbulencias cambiarias posteriores al voto danés: el dólar USA se depreció sustancialmente frente a las monedas europeas, se acrecentó la agitación en los mercados cambiarios de los países

nórdicos, y los mercados aparentemente empezaron a mostrarse más atentos a las respuestas de las autoridades ante las tensiones cambiarias, en las que percibieron una coordinación insuficiente.

Pero básicamente, en última instancia, la crisis cambiaria debe atribuirse a dos factores. En primer lugar, la estabilidad de los tipos de cambio nominales en el Mecanismo de Cambios del SME durante los cinco años anteriores no había sido suficientemente aprovechada: no se apuntalaron las paridades centrales existentes mediante la corrección de los desequilibrios económicos y la realización de mayores esfuerzos de convergencia económica. Al contrario, debido a la existencia de déficit presupuestarios significativos en un gran número de países de la Comunidad, habían persistido combinaciones desajustadas de políticas, mientras que la insuficiente convergencia a niveles reducidos de inflación había causado cambios significativos en las posiciones de competitividad internacional. Así, al producirse signos de debilitamiento en el apoyo popular al Tratado de Maastricht, en las vísperas del referéndum francés, se desvaneció la confianza de los mercados en el compromiso de las autoridades respecto a las paridades centrales existentes y al logro de la convergencia de acuerdo con los criterios del Tratado. El referéndum francés se convirtió, por lo tanto, en una fecha de referencia para un posible reajuste de paridades en el Sistema.

La segunda razón básica de la crisis cambiaria reside en el hecho de que, en el curso de 1992, la debilidad prolongada en la actividad económica y las perspectivas desvanecientes de recuperación fueron crecientemente percibidas como factores agravantes de los dilemas de política económica en aquellos países donde la inflación había sido reducida significativamente y donde las condiciones en los mercados de trabajo se habían deteriorado fuertemente. En estos países, el nivel de los tipos de interés nominales requerido para mantener los tipos de cambio centrales de las monedas en el Mecanismo de Cambios del SME empezó a aparecer en contradicción creciente con las necesidades de la economía nacional, especialmente cuando se elevaron los tipos de interés reales como consecuencia de unas mejores perspectivas en materia de inflación. El conflicto entre objetivos externos e internos se puso de manifiesto con las reiteradas peticiones de reducción de los tipos de interés, tanto de los tipos de interés propios de este grupo de países como de los alemanes, especialmente importantes en la fijación de las condiciones monetarias en el resto de la Comunidad. En Alemania, sin embargo, se estimó que el margen para la reducción de tipos de interés era reducido, dadas la evolución de los precios y los salarios y la orientación de la política presupuestaria. Y, de otro lado, los mercados tendieron a percibir la existencia de límites a la voluntad de las autoridades de determinados países de elevar los tipos de interés en defensa de las paridades centrales, especialmente en aquellos casos en que, a causa de la debilidad de la actividad económica y los altos niveles de la deuda pública o privada, las economías nacionales podían mostrarse extremadamente sensibles a cambios en los tipos de interés.

Todos los países de la Comunidad cuyas monedas experimentaron presiones bajistas hicieron uso, en combinaciones diversas, de tres instrumentos: amplia utilización del margen de movimiento dentro de las bandas de fluctuación del Mecanismo de Cambios del SME, ejecución de intervenciones cambiarias en una escala sin precedentes, y ajuste de los tipos de interés, aunque en cuantía y momentos diferentes. Algunos países reforzaron la aplicación administrativa de sus controles de cambios vigentes y, en un caso, se aplicaron, de forma temporal, medidas de penalización de las ventas en corto de la moneda nacional financiadas mediante *swaps*.

Aun cuando la valoración de los turbulentos acontecimientos recientes en los mercados cambiarios no ha finalizado aún, existe pleno acuerdo en que el SME, como mecanismo para promover una cada vez más estrecha cooperación monetaria que conduzca a una zona de estabilidad monetaria, es beneficioso para todos los países de la Comunidad. Existe, asimismo, pleno acuerdo en que la restauración y mantenimiento de la credibilidad del Sistema como un todo es un objetivo extremadamente importante. Para alcanzarlo, se precisa el cumplimiento de dos requisitos. Primero, a fin de asegurar la credibilidad de las paridades centrales, la situación económica subyacente debe ser sana y su salvaguardia debe ser convincentemente asegurada por las políticas macroeconómicas, tanto las vigentes como las futuras. El Sistema debe permanecer flexible, pudiendo resultar necesarios reajustes de tipo de cambio si surgieran desequilibrios económicos importantes. Sin embargo, un reajuste cambiario no es ninguna panacea y no elimina, por lo tanto, la necesidad de políticas de apoyo orientadas hacia la estabilidad. En segundo lugar, la experiencia ha demostrado que, en un entorno de plena libertad de movimientos de capital, pueden surgir presiones especulativas masivas aun en situaciones donde las paridades centrales se apoyan en una situación económica sana y estable. En tales circunstancias, la defensa de los tipos de cambio debe basarse en una cooperación estrecha; cooperación que, sin embargo, debe ser compatible con el compromiso de todas y cada una de las políticas monetarias nacionales con la estabilidad de precios: a su vez, un prerequisite para la estabilidad duradera de los tipos de cambio. Así, las iniciativas institucionales que se están produciendo en un cierto número de Estados miembros encaminadas a incrementar la independencia de sus bancos centrales podrían constituir un factor muy positivo para acrecentar la credibilidad de la política monetaria. En consonancia con estas consideraciones generales, el Comité de Gobernadores prosigue su examen del funcionamiento del SME.

2. LA ORIENTACION DE LA POLITICA MONETARIA EN 1993

Cuando, en diciembre de 1992, el Comité de Gobernadores llevó a cabo su valoración de los objetivos de política monetaria para 1993, no sólo existían perspectivas altamente inciertas sobre la evolución de la economía mundial y sobre el crecimiento y las presiones inflacionistas en la Comunidad, sino que el resurgimiento de tensiones en los mercados de cambios ponía de manifiesto el no restablecimiento de una calma duradera en el SME. Se preveía entonces un crecimiento del PIB real en la Comunidad, aproximadamente a las mismas tasas reducidas experimentadas en los dos años anteriores; se preveía igualmente, a pesar de la debilidad en los niveles de actividad, una reducción todavía muy moderada de la inflación.

Hubo acuerdo absoluto en el Comité de Gobernadores sobre la necesidad de que las políticas monetarias continuasen dirigidas hacia el objetivo a medio plazo de logro y mantenimiento de la estabilidad de precios en la Comunidad. La política monetaria sólo puede lograr este objetivo si es dirigida con una mano constante. Según demuestra la experiencia, los beneficios, en términos de incrementos en la actividad económica, que pudieran derivarse de una relajación prematura de la política monetaria serían efímeros y rápidamente compensados por costes económicos significativos a plazo más largo; costes cuya absorción resultaría difícil y dolorosa. Por esta razón, el Comité de Gobernadores destacó la necesidad de una política monetaria orientada al medio plazo; una política que asegure una nueva reducción en la inflación sin restringir el margen para una recuperación sostenible de la actividad económica.

Sin embargo, tal como se subrayó en el Informe Anual del año pasado, la efectividad de la orientación monetaria prevista depende, en gran medida, de la existencia de apoyo adecuado por parte de la política presupuestaria y de la evolución salarial. Hay una necesidad urgente de mejorar la combinación entre las políticas presupuestaria y monetaria en varios Estados miembros. A pesar de las escasamente favorables perspectivas económicas para 1993, no se debe perder de vista la necesidad de una consolidación presupuestaria. Dicha consolidación es especialmente importante tras el Tratado de Maastricht que establece la necesidad de disciplina presupuestaria y fija, como guía para juzgar la viabilidad de las situaciones financieras públicas, un valor de referencia del déficit presupuestario en términos del PIB del 3%. Según las últimas previsiones publicadas por la Comisión Europea, el déficit presupuestario medio de la Comunidad alcanzará, en 1993, el 5,75% del PIB, medio punto por encima del ya insostenible nivel alcanzado el año pasado. Si ha de mantenerse la credibilidad tanto de las políticas de los Estados miembros como de las obligaciones impuestas por el Tratado, así como evitar la sobrecarga de las políticas monetarias, se han de adoptar ya las medidas necesarias de consolidación presupuestaria. En particular, en los países con déficit

presupuestarios excesivos, deben intensificarse los esfuerzos para corregir los déficit estructurales. En los demás países, el bajo crecimiento económico no debe traducirse en incrementos de los déficit presupuestarios más allá del efecto normal del juego de los estabilizadores automáticos. Además, aun cuando algunos países de la Comunidad lograron contener el crecimiento de los salarios nominales en 1992, se precisa aún una moderación salarial significativa en aquellos donde los costes laborales están creciendo a un ritmo elevado. Además, todos los países de la Comunidad deben perseverar en sus esfuerzos para reducir las rigideces estructurales en los mercados de trabajo. A fin de promover los ajustes requeridos, una mayoría de países ha establecido, tras su discusión a nivel comunitario, programas de convergencia.

La importancia de alcanzar rápidamente un mejor equilibrio entre las políticas presupuestaria y monetaria, así como de reforzar las políticas de oferta, ha quedado dramáticamente patente tras la desalentadora evolución económica y financiera registrada en 1992. Se requieren progresos decisivos en estas áreas no sólo para reforzar las bases de un crecimiento sostenido, sino también para restaurar relaciones de cambio estables entre las monedas de los países de la Comunidad. Mientras la política monetaria continúe siendo una responsabilidad de las autoridades nacionales, el reforzamiento de la coordinación de políticas monetarias en el ámbito del Comité de Gobernadores deberá igualmente contribuir al restablecimiento de la credibilidad del Mecanismo de Cambios del SME, sin la cual resultará mucho más difícil reducir los diferenciales de interés sobre bases duraderas.

Los recientes reajustes y los movimientos de cotización experimentados por las monedas que han suspendido su participación en el Mecanismo de Cambios del SME deberían ayudar a corregir los efectos de desequilibrios pasados. Sin embargo, las modificaciones de los tipos de cambio y, en particular, la flotación temporal de algunas monedas no deben malinterpretarse como eliminación de restricciones sobre las políticas económicas nacionales. La estrecha integración de las economías de la Comunidad y las interdependencias crecientes resultantes de la culminación del Mercado Unico no dejan otra alternativa que la cooperación y la coordinación estrecha de las políticas.

3. TRABAJO PREPARATORIO DE LAS SEGUNDA Y TERCERA FASES DE LA UNION ECONOMICA Y MONETARIA

En respuesta a la invitación del Consejo de las Comunidades Europeas, el Comité de Gobernadores ha iniciado el trabajo preparatorio para establecer las condiciones para la aplicación del Tratado de Maastricht en el ámbito monetario. Este trabajo se concentra, en parte, en la preparación del Instituto Monetario Europeo (IME) y, en parte, en ciertas áreas

específicas, ligadas al objetivo más distante de la política monetaria única, que requieren un considerable período de planificación.

El trabajo relativo al IME se ha concentrado primordialmente en la definición de las funciones de esta nueva institución. Algunas de estas funciones se corresponden con las responsabilidades actualmente asignadas al Comité de Gobernadores -tales como la coordinación de políticas monetarias- o al Fondo Europeo de Cooperación Monetaria (FECOM) -tales como la administración de los mecanismos del SME. En estas áreas, el objetivo es asegurar una transición suave hacia el IME. Además, el Comité de Gobernadores estudia en la actualidad el modo en que el IME deberá desarrollar mejor sus funciones operativas. Según el Estatuto del IME, éstas comprenden tanto las funciones actualmente desempeñadas por el FECOM como funciones nuevas -tales como la administración de reservas cambiarias, como agente, y por cuenta de los bancos centrales nacionales-, y, finalmente, funciones relacionadas con el ecu.

En relación con los otros trabajos de mayor horizonte temporal, el Comité de Gobernadores ha identificado cinco áreas principales que merecen una pronta atención: área de estadísticas, área de sistemas de pagos, área de impresión y emisión del billete europeo, área contable y área de sistemas informáticos. Para cada una de éstas áreas concretas se han establecido grupos de trabajo. Inicialmente, estos grupos llevarán a cabo una labor de investigación e inventario destinada a preparar el terreno para las decisiones futuras sobre cómo crear las necesarias infraestructuras integradas. Finalmente, también se ha iniciado el trabajo preliminar para clarificar las principales cuestiones relativas a las características principales, instrumentos y procedimientos operativos de la futura política monetaria única.

* * *

El primer capítulo del Informe examina la evolución económica y la instrumentación de la política monetaria en 1992. El segundo capítulo describe los instrumentos y técnicas de ejecución de la política monetaria, mientras que el tercer capítulo describe las características institucionales de los bancos centrales de los países de la Comunidad. El capítulo final informa sobre las actividades del Comité de Gobernadores y la preparación de la Unión Económica y Monetaria.

I. EVOLUCION ECONOMICA Y APLICACION DE LA POLITICA MONETARIA

1. EL ENTORNO ECONOMICO DE LA POLITICA MONETARIA

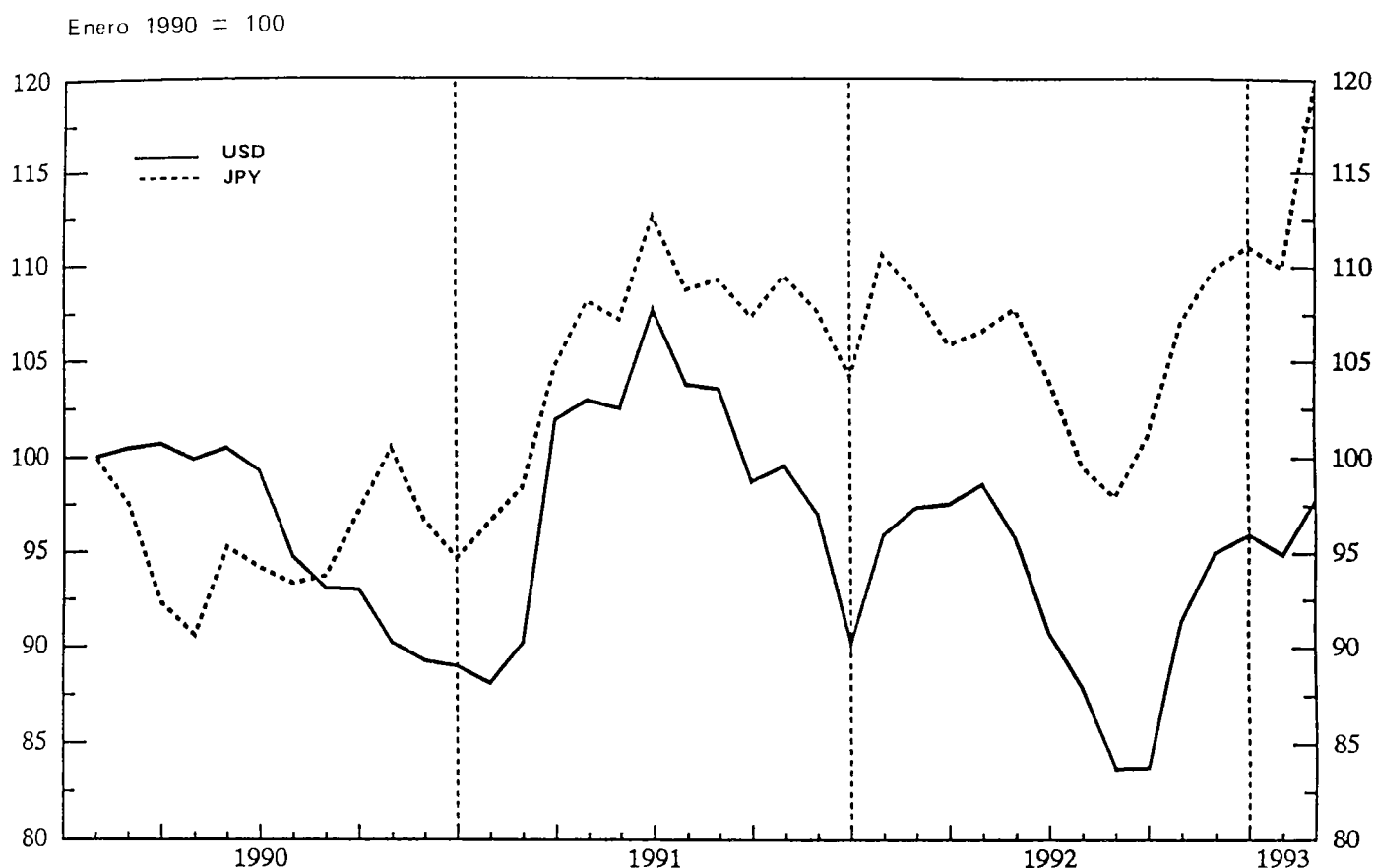
Después de una fuerte expansión en los últimos años ochenta, el crecimiento económico de la Comunidad descendió de forma acusada en 1991 y continuó siendo muy reducido en 1992. La debilidad de la actividad reflejó el impacto de un entorno externo desfavorable y de una demanda interna deprimida.

La inflación media de los países de la Comunidad registró un nuevo descenso en 1992, si bien se mantuvo alejada del objetivo a medio plazo de estabilidad de precios. Pero esta reducción fue bastante limitada, pese a la acusada debilidad de los precios de importación de la CE y a la moderación del crecimiento del producto, mayor que la prevista. La resistencia de la inflación es el resultado, en gran parte, de factores domésticos, con incrementos de precios singularmente elevados en los sectores de la economía protegidos de la competencia exterior. Aunque las diferencias en las tasas de inflación entre los países de la Comunidad continuaron reduciéndose en 1992, esto fue, en parte, debido a un descenso en el Reino Unido y a un aumento en Alemania, país tradicionalmente poco inflacionista.

1.1 El entorno exterior

El crecimiento de los principales mercados de exportación de la Comunidad mejoró sólo ligeramente en 1992, en contraste con las expectativas previas de un mayor estímulo procedente del exterior. En los Estados Unidos, la actividad económica continuó en ascenso, aunque el ritmo de crecimiento fue significativamente inferior al normal en esa fase del ciclo y la recuperación pareció frágil en determinados momentos. Atendiendo a los indicadores contradictorios acerca de la fortaleza y la persistencia de la recuperación, la Reserva Federal relajó su política monetaria en varias ocasiones a lo largo del año. Las incertidumbres sobre la intensidad relativa de la reactivación en los Estados Unidos, y, consecuentemente, sobre el curso futuro de los tipos de interés, contribuyeron a una elevada variabilidad de la cotización del dólar. En los primeros meses de 1992, las señales que apuntaban a un crecimiento más rápido llevaron a una fuerte tendencia alcista del dólar, pero, cuando la recuperación se mostró más débil y se produjo un nuevo relajamiento de la política monetaria, el dólar se depreció frente al marco alemán (en torno a un 15% entre finales de abril y finales de agosto). En los meses posteriores y hasta finales de 1992, el dólar se apreció alrededor de un 14%, ante la confirmación de la mayor fortaleza de la reactivación en los Estados Unidos y las reducciones de los tipos de interés en Alemania en septiembre (véase gráfico 2).

GRAFICO 2: TIPO DE CAMBIO DEL DOLAR USA Y DEL YEN JAPONES
FRENTE AL MARCO ALEMAN.



En Japón, el crecimiento se desaceleró sensiblemente durante 1992, al tiempo que se produjeron caídas acusadas en los precios de los activos. Como reacción a estos fenómenos, se produjo una nueva relajación de la política monetaria, y, en agosto, se anunció un importante paquete de medidas presupuestarias expansivas. A lo largo de 1992, los países de la EFTA, que absorben en torno a una cuarta parte de las exportaciones de la Comunidad al resto del mundo, se mantuvieron en recesión, como resultado del impacto de los elevados tipos de interés reales y de la debilidad de la demanda mundial.

En 1992, los precios medios en dólares de las materias primas no energéticas permanecieron prácticamente estables, al tiempo que los precios del petróleo se mostraron también relativamente moderados. La debilidad de los precios de las materias primas y de las condiciones de demanda contribuyeron a la desaceleración internacional de la inflación. Asimismo, la apreciación, a lo largo de la mayor parte del año, de los tipos de cambio de las monedas de la Comunidad frente a las monedas no comunitarias ayudó a reducir las presiones

inflacionistas en la Comunidad. En efecto, los precios de importación descendieron en seis Estados miembros, mientras que, en el resto, el aumento fue menor que el del deflactor del PIB.

1.2 Evolución económica y convergencia en la Comunidad

El **crecimiento** del PIB del conjunto de la CE continuó deprimido en 1992, registrando incluso una pequeña desaceleración hasta el 1,1% (véase cuadro R1). La debilidad de la actividad reflejó, en parte, la continuación de la fase descendente del ciclo mundial mencionada anteriormente. Además de la desaceleración en la demanda externa, la demanda interna en la Comunidad acusó el retroceso en la inversión privada y en el gasto de consumo. La confianza de las empresas y los consumidores se deterioró, en un contexto de altos tipos de interés reales en la mayor parte de los países de la Comunidad. La desaceleración fue especialmente evidente en Alemania, donde, después de un primer trimestre de expansión, la actividad cayó, a lo largo del resto del año, en la parte occidental del país, mientras que en la parte oriental se produjo sólo un modesto repunte. La caída del crecimiento de la demanda en Alemania contribuyó a agudizar la desaceleración en el resto de la Comunidad, en contraste con el fuerte impulso del comercio que supuso la unificación. Del resto de los países que tuvieron un crecimiento relativamente rápido en 1991, España y Holanda experimentaron una desaceleración acusada. Por el contrario, en Francia se produjo una modesta recuperación, debido, principalmente, al buen comportamiento de las exportaciones, aunque el crecimiento permaneció por debajo del nivel potencial.

En el resto de la Comunidad, la actividad continuó muy débil. En el Reino Unido, en particular, la combinación de elevados niveles de endeudamiento privado y del descenso de los precios de los activos inmobiliarios contribuyeron a una nueva reducción de la producción, aunque menor que la registrada en 1991 (véase recuadro 1). El contexto económico depresivo en la Comunidad afectó de forma negativa a las condiciones del mercado de trabajo, y, como resultado de ello, el desempleo aumentó en casi todos los Estados miembros, situándose el promedio, al final de año, muy próximo al 10% (véase cuadro R2). Si bien las diferencias del crecimiento entre los países de la Comunidad fueron algo menos pronunciadas que en el año anterior, la dispersión entre la producción real y potencial se amplió aún más en 1992 (véase cuadro 2).

La tasa media de **inflación** en la Comunidad descendió de nuevo desde el 5,1% en 1991 al 4,3% en 1992 (véase cuadro R3). La relativa resistencia al descenso de la inflación fue consecuencia, en gran parte, de los incrementos en los costes internos y de los aumentos

CUADRO 2: DIFERENCIAS EN EL PRODUCTO Y DIVERGENCIAS CICLICAS

Concepto		Alemania (occidental)	Francia	Italia	Reino Unido	Dispersión (a)
1 PIB en relación al nivel potencial (estimaciones de la OCDE)	1989	100,9	101,8	101,2	102,9	0,9
	1990	103,5	101,6	100,9	102,1	1,1
	1991	104,7	100,3	99,9	97,5	3,0
	1992 (b)	102,9	99,7	98,6	94,1	3,6
2 PIB real en proporción al de Alemania (1989 = 100)	1989	100,0	100,0	100,0	100,0	-
	1990	100,0	97,3	97,2	95,7	1,8
	1991	100,0	94,7	95,1	90,0	4,1
	1992 (b)	100,0	95,0	94,6	88,1	4,9
3 Tasas de crecimiento del PIB real	1989	3,4	4,7	2,9	2,1	1,1
	1990	5,1	2,3	2,2	0,6	1,9
	1991	3,7	0,9	1,4	-2,5	2,6
	1992 (b)	1,5	1,8	1,0	-0,6	1,1

Fuentes: Datos nacionales; OCDE.

(a) Desviación típica no ponderada. (b) Estimaciones.

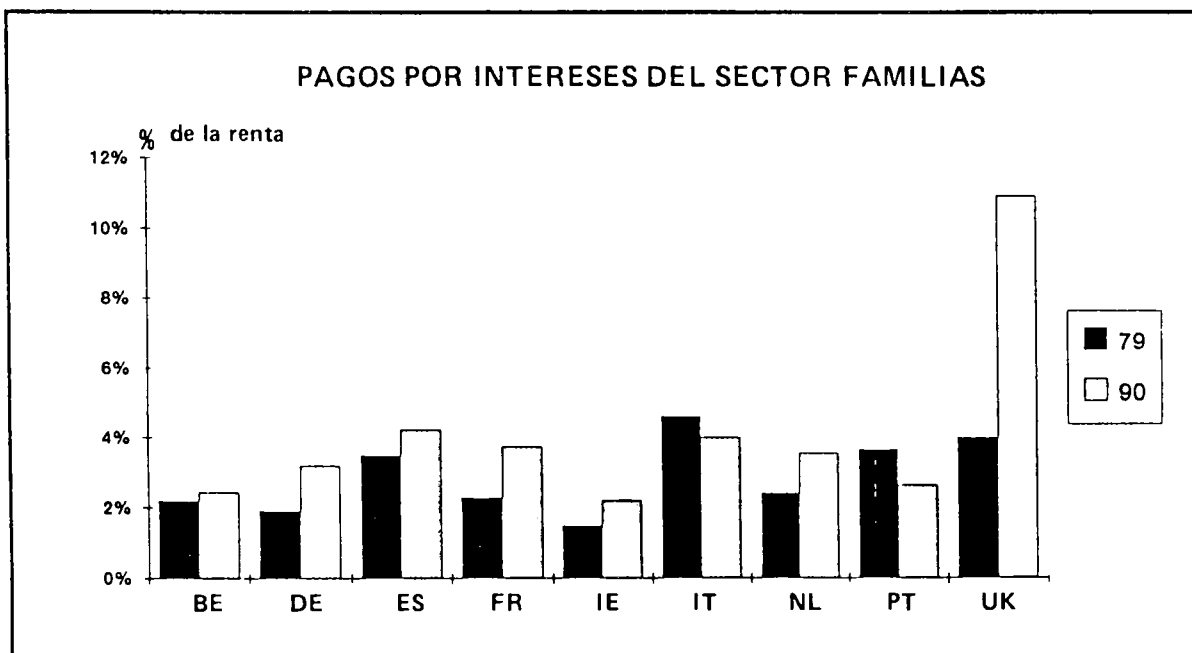
en los precios de los sectores de bienes y servicios no comerciables de las economías nacionales donde la presión de la competencia es, en general, menos intensa (véase recuadro 2). A pesar de que el crecimiento nominal de los salarios se moderó en el conjunto de la Comunidad, se mantuvo por encima del 5% en la mayoría de los países (véase cuadro R4). Asimismo, los márgenes de beneficio continuaron ampliándose en algunos Estados miembros. Finalmente, los aumentos en los impuestos indirectos y en las tasas de los servicios públicos contribuyeron al alza de los precios al consumo, especialmente en Alemania, Grecia, España, Holanda y Portugal.

La dispersión de las tasas de inflación en la Comunidad disminuyó de nuevo en 1992. Sin embargo, al igual que en el año anterior, este fenómeno se debió, en parte, al aumento registrado en Alemania, donde la inflación media en la parte occidental del país se situó en el 4%, frente al 3,5% de 1991. En la parte oriental, el incremento de precios fue significativamente superior, como resultado del ajuste de los alquileres y otros precios hacia niveles más próximos a los de mercado. Por el contrario, la inflación registró un fuerte descenso en el Reino Unido, desde el 5,9% al 3,7%, por la prolongación de la recesión y por el ascenso rápido del desempleo. En el resto de los países con inflación relativamente alta en 1991, cabe destacar también reducciones significativas en Grecia, Italia y Portugal, mientras que el ritmo de crecimiento de los precios se mantuvo estable en España, donde el incremento de tres puntos porcentuales en el tipo de IVA ocultó una mejora de la tasa de inflación antes de impuestos. En el resto de los países, en los que la inflación ha sido relativamente baja en los últimos años, se apreció un ligero descenso.

RECUADRO 1. ENDEUDAMIENTO DEL SECTOR PRIVADO EN LOS PAÍSES DE LA CE

La estructura de los balances de las empresas y de las familias tiene implicaciones importantes para el comportamiento de la inversión y del consumo, y para el grado de respuesta de la demanda agregada a las variaciones de los tipos de interés. Los datos indican que existen variaciones significativas en los niveles del endeudamiento del sector privado entre los países de la Comunidad.

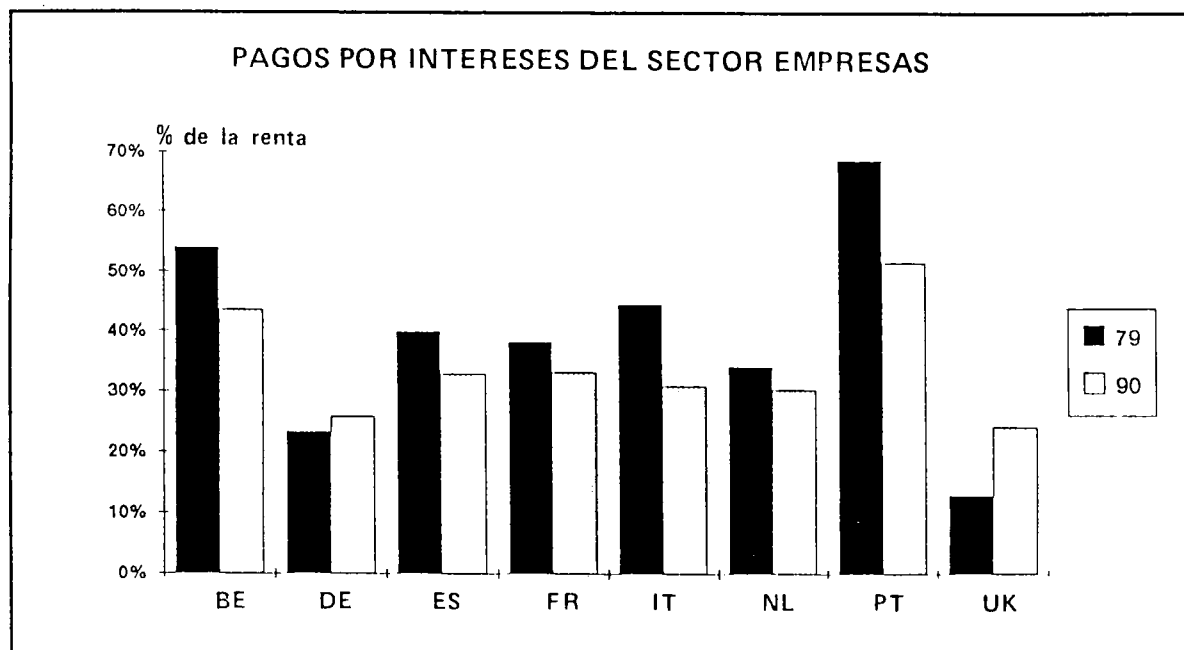
El nivel de endeudamiento de las familias en el Reino Unido excede, significativamente, al de otros países de la CE. Este se elevó considerablemente a lo largo de los años ochenta, en un contexto de desregulación financiera, expectativas optimistas sobre la renta y fuertes aumentos de los precios de los activos, hasta alcanzar, en 1990, un 78% de su renta bruta. Gran parte de la deuda contraída, tanto a corto como a largo plazo, fue a tipo de interés variable. Frente a esta cifra, el endeudamiento de las familias en Francia alcanzaba el 45% de su renta y el 37% en Alemania. En ambos países, la mayoría de los préstamos son a largo plazo y a tipo fijo. Una consecuencia de la alta *ratio* del endeudamiento del sector familias en el Reino Unido -que en 1990 se agravó, debido a los altos tipos de interés nominales- es un nivel de pagos por intereses en relación a la renta, muy superior a los existentes en otros países de la Comunidad y significativamente por encima de los niveles registrados en los últimos años setenta (véase gráfico siguiente)



Por el lado de los activos, las variaciones de la riqueza inmobiliaria -un componente importante de la riqueza de las familias- han sido considerables. En Alemania, los precios de las viviendas han aumentado significativamente en los últimos años, elevándose alrededor del 30% desde 1986. En Francia, los precios han caído moderadamente en 1991 y en 1992, después de registrar un fuerte aumento en los años anteriores. En el Reino Unido, la combinación de altos tipos de interés y depresión de la actividad ha dado como resultado una brusca caída en el precio de las viviendas, que ha descendido en torno a un 14% desde un máximo en 1989. Más de un millón de familias están ahora en una situación en la cual el valor de su patrimonio inmobiliario es menor que el saldo vivo de sus hipotecas.

Continuación...

En 1990, el nivel de endeudamiento del sector de empresas no financieras se elevó hasta el 332% de la renta del sector en Francia, hasta el 206% en Alemania y hasta el 144% en el Reino Unido. Estas diferencias reflejan una serie de características económicas e institucionales que incluyen la preferencia relativa por los recursos ajenos frente a la financiación mediante emisión de acciones. Existen importantes diferencias en las *ratios* de pagos por intereses respecto a la renta de las empresas entre los países de la Comunidad (véase el gráfico siguiente), que oscilan entre un 53% en Portugal y un 24% en el Reino Unido. Aunque estas cifras proporcionan información útil, debe destacarse que, en la mayoría de los países de la Comunidad (excluyendo el Reino Unido e Irlanda), la mayor parte del endeudamiento de las empresas es a tipo de interés fijo.



Estos datos sugieren una serie de conclusiones. Parece que la combinación de alto endeudamiento y caída de los precios de las viviendas en el Reino Unido ha dado como resultado un balance de las familias menos "sano" que en otros países de la CE. Ello, junto con el predominio de los préstamos a tipos de interés variables, indica que en el Reino Unido el gasto de las familias es probablemente más sensible a las variaciones de los tipos de interés. Además, parece que el esfuerzo realizado por las familias en el Reino Unido para fortalecer sus balances mediante una moderación en el gasto y una reducción en la deuda ha contribuido a la debilidad de la actividad. Para otros países de la CE, hay poca evidencia sobre si la reestructuración de los balances de las familias ha tenido una contribución significativa en el comportamiento del consumo en los últimos años. Respecto al sector de empresas hay diferencias notables en cuanto al nivel de la deuda y a los pagos por intereses, lo que implica que el impacto de las variaciones de los tipos de interés difiere notablemente en los distintos países de la Comunidad. Es destacable también que la práctica habitual, en la mayoría de los países con *ratios* de endeudamiento altas, de contratar los préstamos a tipos fijos puede aislar, en cierta medida, a las familias y las empresas de los efectos de variaciones en los tipos de interés a corto plazo.

1. En los gráficos que se incluyen, las cifras de Bélgica y Portugal se refieren a 1979 y a 1989; para España, a 1981 y a 1990, y para Italia, a 1980 y a 1988.

RECUADRO 2: LAS TENDENCIAS INFLACIONISTAS POR SECTORES

Un aspecto llamativo de la evolución reciente de los precios en la mayor parte de los países de la Comunidad ha sido la notable divergencia de las tasas de inflación entre los sectores que elaboran productos que se comercian en los mercados internacionales y aquéllos que producen bienes y servicios que se consumen mayoritariamente en el interior y que están protegidos frente a la competencia (véase cuadro adjunto).

En un contexto de aumento de la competencia en los mercados mundiales, en los sectores de productos comerciables se han conseguido en los últimos años avances considerables en la convergencia hacia tasas reducidas de inflación. Existe alguna evidencia que señala que, en algunos países, éste puede ser el resultado de un estrechamiento persistente de los márgenes de beneficio o de los salarios relativos, tendencia que parece difícil que se mantenga a medio plazo.

Las tasas de inflación de los sectores más protegidos se sitúan sensiblemente por encima de las referentes a aquellos sectores de bienes comerciables, especialmente, en los países con inflación media más elevada. Incluso, por lo que respecta al conjunto de la Comunidad, la diferencia entre las dos tasas de inflación ha sido, en 1992, una de las mayores de los últimos diez años. Los precios de los bienes no comerciables crecen, normalmente, por encima de los bienes comerciables: la productividad es generalmente inferior, como reflejo de las diferencias entre los dos sectores en la tecnología de la producción y en el grado de competencia. Asimismo, los cambios en los hábitos de la demanda hacia un mayor consumo de servicios, a medida que aumenta la renta, han podido influir en estas variaciones en los precios relativos. Sin embargo, en algunos países, la considerable diferencia entre las tasas de inflación sectorial, junto con la fuerte resistencia de la inflación en los sectores protegidos, sugiere la existencia de problemas estructurales que dificultan la reducción de la inflación. En consecuencia, en estos países, las políticas orientadas a reforzar la competencia y aumentar los niveles de productividad en los sectores más protegidos mejorarían la eficacia de las políticas monetarias y presupuestarias para la consecución de la estabilidad de precios.

DIFERENCIAS EN LA EVOLUCION DE LA INFLACION ENTRE LOS SECTORES DE BIENES NO COMERCIABLES Y COMERCIABLES (a)

Países	Puntos porcentuales					Pro memoria	
						En porcentaje	
	1990	1991	1992 (b)	Media 1982-1986	Media 1987-1991	Inflación en el sector de bienes no comerciables 1992 (b)	Inflación en el sector de bienes comerciables 1992 (b)
BELGICA	0,6	1,4	1,8	-0,7	0,1	4,2	2,4
DINAMARCA	-0,1	1,4	3,3	0,9	1,3	3,5	0,2
ALEMANIA (OESTE)	0,7	0,6	2,8	1,6	1,2	5,5	2,7
GRECIA	3,6	5,0	4,5	0,3	5,5	19,2	14,7
ESPAÑA	6,8	7,5	4,3	0,3	5,3	8,8	4,5
FRANCIA	3,4	1,9	2,9	1,0	3,3	4,5	1,6
IRLANDA	2,0	1,5	1,4	2,8	1,5	3,9	2,5
ITALIA	5,4	4,9	4,7	4,5	4,2	7,5	2,8
HOLANDA	1,5	2,6	1,5	1,4	1,5	4,1	2,6
PORTUGAL	10,1	7,1	3,8	1,1	3,3	11,2	7,4
REINO UNIDO	1,6	3,4	3,5	1,4	2,0	7,3	3,8
Media CE	3,1	3,2	3,4	1,8	2,8	6,6	3,2
Dispersión CE (c)	2,3	2,1	0,9	1,4	1,5	2,4	1,9

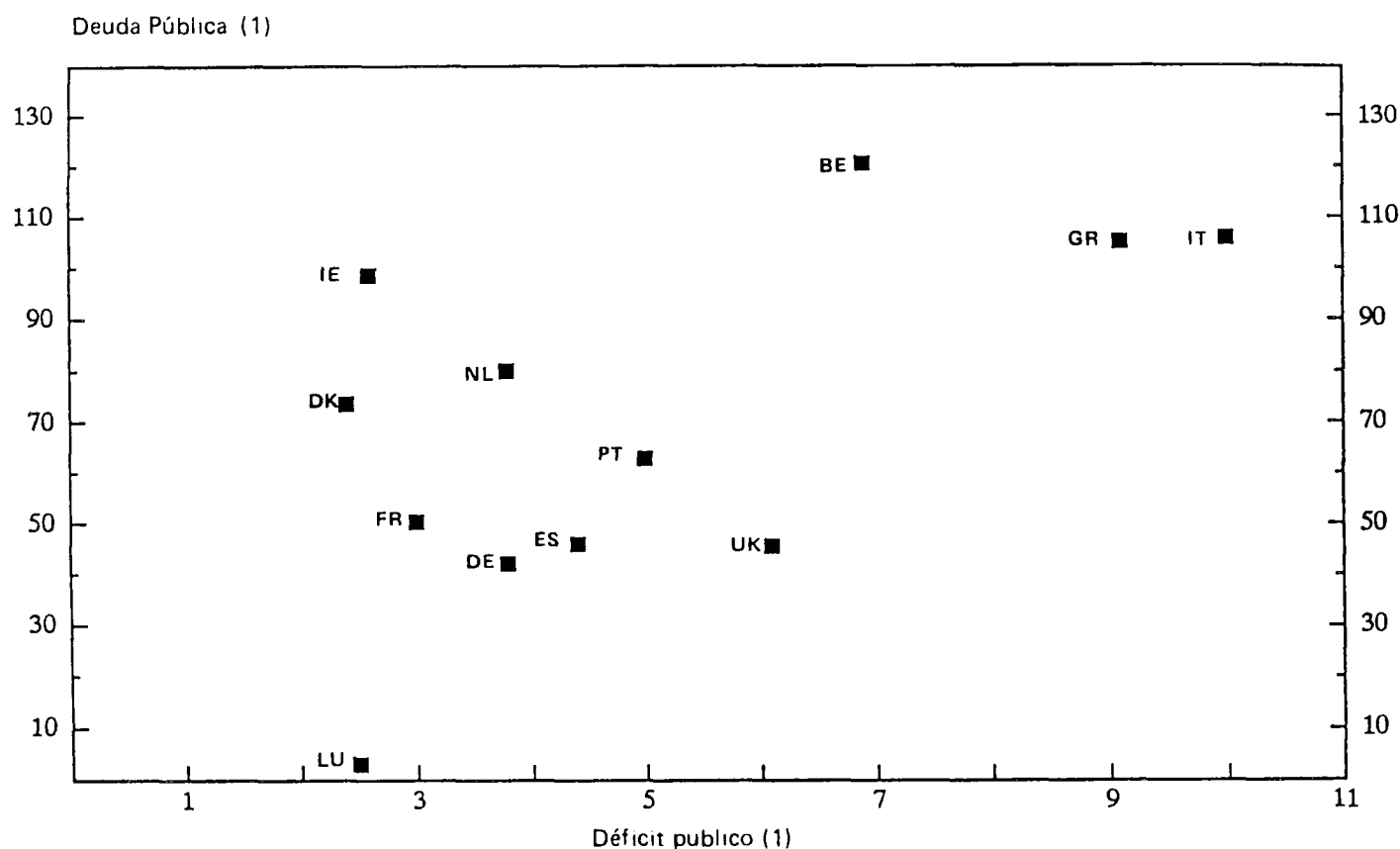
- (a) Variables representativas nacionales, proporcionadas por los bancos centrales. La comparación entre países y la estimación agregada para el conjunto de la Comunidad deben ser interpretadas con cautela, dado que las variables son diferentes. Para Luxemburgo no existen datos disponibles.
- (b) En parte, estimaciones
- (c) Desviación típica ponderada.

Las **finanzas públicas** del conjunto de la Comunidad se deterioraron en 1992, con un aumento de la *ratio* global de necesidades de financiación respecto al PIB hasta el 5,3% desde el 4,7% del año anterior (véase cuadro R5). El incremento del déficit público fue especialmente llamativo en el Reino Unido, donde el déficit se situó por encima del 6% del PIB (más del doble que en el año anterior) como resultado, principalmente, de la influencia negativa del ciclo en los ingresos y gastos públicos, pero también del impulso expansivo discrecional de las autoridades. En Alemania, el déficit no registró cambios apreciables, situándose muy próximo al 4% del PIB, mientras los costes de la unificación continuaban presionando sobre el presupuesto. Asimismo, debe señalarse el elevado endeudamiento de determinadas entidades ligadas al Estado, como el *Treuhand*, que alcanzó en torno al 2% del PIB en 1992. La desaceleración del crecimiento en Alemania está añadiendo nuevas dificultades para conseguir una combinación de políticas más equilibrada. En Italia, aunque se consiguió una cierta reducción del déficit público, el descenso fue inferior al originalmente previsto, en parte debido a factores cíclicos adversos. Ante la urgente necesidad de restaurar las finanzas públicas, a finales de año se aprobó un importante conjunto de medidas presupuestarias. Aunque muchas de las medidas son de naturaleza estructural, a medio plazo serán necesarios ajustes adicionales para alcanzar un nivel adecuado de consolidación presupuestaria. En el resto de la Comunidad, los cambios en el nivel de los déficit del sector público fueron más moderados. Entre los restantes países con elevados déficit, se registraron reducciones en los niveles de necesidades públicas de financiación en Grecia, España y Portugal, mientras que se produjeron aumentos moderados en Bélgica, Dinamarca, Francia, Luxemburgo y Holanda. En los países con elevados niveles de deuda pública, cabe destacar aumentos en las *ratios* de deuda/PIB en Bélgica, Grecia, Italia y Holanda, frente a un nuevo descenso en Irlanda (véase gráfico 3).

Después de una acusada aproximación de los desequilibrios en la **balanza por cuenta corriente** en los años anteriores, la dispersión entre los Estados miembros se amplió ligeramente en 1992 respecto a 1991, aunque se mantuvo en un nivel relativamente bajo respecto a los estándares históricos recientes (véase cuadro R6). En la mayoría de los países las balanzas por cuenta corriente apenas mostraron cambios. Los fenómenos más notables durante 1992 fueron: los nuevos aumentos de los superávits en Dinamarca e Irlanda, la ligera mejora del superávit en Francia, la casi eliminación del déficit en Portugal y un aumento de los déficit en Grecia, España, Italia y el Reino Unido. En conjunto, el déficit por cuenta corriente de la Comunidad frente al resto del mundo se mantuvo inalterado, en torno al 1% del PIB.

Hacia finales de 1992, de acuerdo con la legislación de la Comunidad, todos los Estados miembros habían abolido los controles a los movimientos de capital, con la excepción de Grecia, que dispone de una cláusula derogatoria.

GRAFICO 3: SITUACION PRESUPUESTARIA DE LAS ADMINISTRACIONES PUBLICAS EN 1992
(en porcentaje del PIB nominal)



Fuentes: Datos nacionales; Comisión de la CE

(1) Estimaciones. Las cifras pueden no corresponder con los criterios a utilizar en el Procedimiento aplicable en caso de Déficit Excesivo previsto en el Tratado de Maastricht, que todavía están sujetos a discusión con vistas a su armonización

2. EVOLUCION MONETARIA Y CAMBIARIA

Las políticas monetarias en 1992 fueron fijadas a fin de promover una nueva reducción en la inflación, en línea con el objetivo común de las autoridades monetarias de la Comunidad de promover la convergencia hacia la estabilidad de precios.

Aunque las situaciones económicas nacionales en la Comunidad continúan difiriendo considerablemente, registrándose una divergencia sustancial en la posición cíclica y en las presiones de costes y precios, la creciente interdependencia financiera de los miembros del Mecanismo de Cambios del SME ha reducido significativamente el margen de diferenciación de las políticas monetarias. Dado el papel de pivote de la política monetaria alemana en la configuración del tono monetario en la Comunidad, la orientación restrictiva requerida para contener las fuertes presiones inflacionistas en Alemania ha determinado el tono

general de la situación monetaria en el área. En aquellos países que registraban una baja o rápida caída de la inflación y un débil pulso en la actividad económica, esta circunstancia ha agravado el conflicto entre los objetivos internos y externos, puesto que la orientación necesaria para mantener la estabilidad cambiaria a menudo ha sido más estricta que la deseable, dadas las situaciones económicas nacionales.

En la segunda mitad del año, las tensiones sin precedentes registradas en el Mecanismo de Cambios del SME agudizaron estos dilemas, en la medida en que los agentes del mercado fueron cada vez más conscientes de que podrían resultar inevitables ajustes cambiarios -dada la falta de una adecuada convergencia y los perceptibles conflictos de política a los que se enfrentaban los gobiernos-. En ocasiones, la defensa de las paridades frente a ataques especulativos se convirtió en el factor decisivo para la fijación de las condiciones monetarias nacionales. Las respuestas de la política monetaria a las presiones cambiarias condujeron a una ampliación sustancial de los diferenciales de tipos de interés frente a Alemania. A raíz de la suspensión de su participación en el Mecanismo de Cambios del SME a mediados de septiembre, Italia y el Reino Unido utilizaron su mayor libertad para fijar la política monetaria en función de su situación interna, disminuyendo los tipos de interés a corto plazo. En el Reino Unido, los tipos se redujeron hasta niveles muy por debajo de los alemanes, mientras que en Italia las reducciones condujeron a un estrechamiento significativo de los diferenciales de interés con Alemania.

Esta sección evalúa la orientación monetaria, en primer lugar, mediante una breve descripción de la evolución de los agregados monetarios y de la tendencia general de los tipos de interés. Posteriormente, el análisis se concentra en la evolución cambiaria que, como se ha mencionado anteriormente, ha ejercido una influencia primordial sobre la evolución de las situaciones monetarias nacionales en 1992.

2.1 Evolución monetaria

Agregados monetarios

En la Comunidad, el crecimiento de los agregados monetarios amplios se moderó considerablemente durante 1990 y 1991, reflejando la orientación restrictiva de la política monetaria y la desaceleración del crecimiento de la demanda nominal. Tras una aceleración en el ritmo de expansión monetaria en la primera mitad de 1992 en un cierto número de países, se registraron, al continuar moderándose el gasto nominal, signos reiterados de una posible desaceleración posterior en el curso del año. En la mayoría de los países que fijan objetivos cuantitativos, el crecimiento monetario registrado se mantuvo dentro o cercano a las bandas objetivo (véase cuadro 3). Por el contrario, los agregados amplios crecieron fuertemente en Alemania en 1992, especialmente durante el otoño, y los objetivos fueron

significativamente superados. En el conjunto del año, el crecimiento monetario en la Comunidad fue similar al registrado en 1991 (véase cuadro R7).

En Alemania, el crecimiento monetario continuó acelerándose en 1992, principalmente como resultado de la rápida expansión crediticia. La generalización de la subvención de tipos de interés, especialmente en los créditos de inversión en la Alemania oriental, contribuyó a la fuerte expansión de la demanda crediticia. La excepcional demanda de efectivo, junto al incentivo al mantenimiento de activos líquidos a corto plazo, ejerció igualmente una influencia expansiva sobre el agregado monetario. Dicho incentivo derivaba del hecho de que los tipos de interés a corto plazo se situaron por encima de los rendimientos a largo plazo (curva de rendimientos invertida). En la segunda mitad del año, las entradas masivas de capitales resultantes de la crisis cambiaria condujeron a un nuevo incremento en la tasa de crecimiento de la oferta monetaria, aunque este movimiento fue parcialmente invertido en noviembre y diciembre.

En los demás países que fijan objetivos monetarios, la evolución de los agregados estuvo afectada por diversos factores específicos. Los desplazamientos de cartera fueron, importantes en Francia, donde la oferta monetaria fue temporalmente impulsada por el incremento relativo en la rentabilidad de los activos incluidos en el agregado amplio en relación a los activos excluidos; también fueron importantes en España, donde, al contrario, los desplazamientos de cartera se dirigieron hacia activos fuera de la definición del agregado amplio. En Italia, la demanda de crédito, ligada en última instancia al elevado déficit presupuestario, fue muy fuerte en la primera mitad del año; el crédito al sector privado se desaceleró fuertemente en la segunda mitad del año: un reflejo del alza en los tipos de interés y del menor crecimiento económico. En Portugal, hubo entradas de capitales especialmente cuantiosas en el período previo al ingreso del escudo en el Mecanismo de Cambios del SME en el mes de abril. En el Reino Unido, en 1992, el agregado monetario estrecho permaneció en la banda fijada, mientras que el crecimiento del agregado amplio cayó a niveles históricamente bajos, reflejo de la paralización del nivel de actividad interno. En todos estos países, sin embargo, en la segunda mitad del año, se registraron considerables presiones cambiarias, que se vieron acompañadas, como es usual, por salidas de capitales, reduciéndose así el crecimiento monetario.

CUADRO 3: AGREGADOS MONETARIOS: OBJETIVOS Y RESULTADOS (a)

A. Países que fijan objetivos para el crecimiento de la oferta monetaria

País	Variable Objetivo	1991		1992		1993
		Objetivo	Resultado	Objetivo	Resultado	Objetivo
Alemania	M3	3-5 (b)	5,2	3,5-5,5	9,4	4,5-6,5
Grecia	M3	14-16	12,3	9-12 (c)	15,0	9-12
España	M3	-	-	7-11 (c)	4,3 (f)	4-7
	ALP	7-11	12,1(10,8) (d)	8-11 (c)	5,1 (f)	4,5-7,5
Francia	M3	5-7	3,8	4-6	5,9	4-6,5
Italia	M2	5-8	9,0	5-7 (c)	5,9	5-7
Portugal	M3	-	-	12-15 (c)	16,0	-
	L-	12,0	19,1	12-16	12,5	-
Reino Unido	MO	0-4	2,3	0-4	3,8 (g)	-

B. Países que fijan objetivos para la creación interna de la oferta monetaria

País	Variable Objetivo	1991		1992		1993
		Objetivo	Resultado	Objetivo	Resultado	Objetivo
Dinamarca	DMC (e)	4-7	1,4	4-7	-9,1	-
Holanda	DMC bancos (e)	7-8	11,2	7-8	10,6	-

Fuente: Datos nacionales

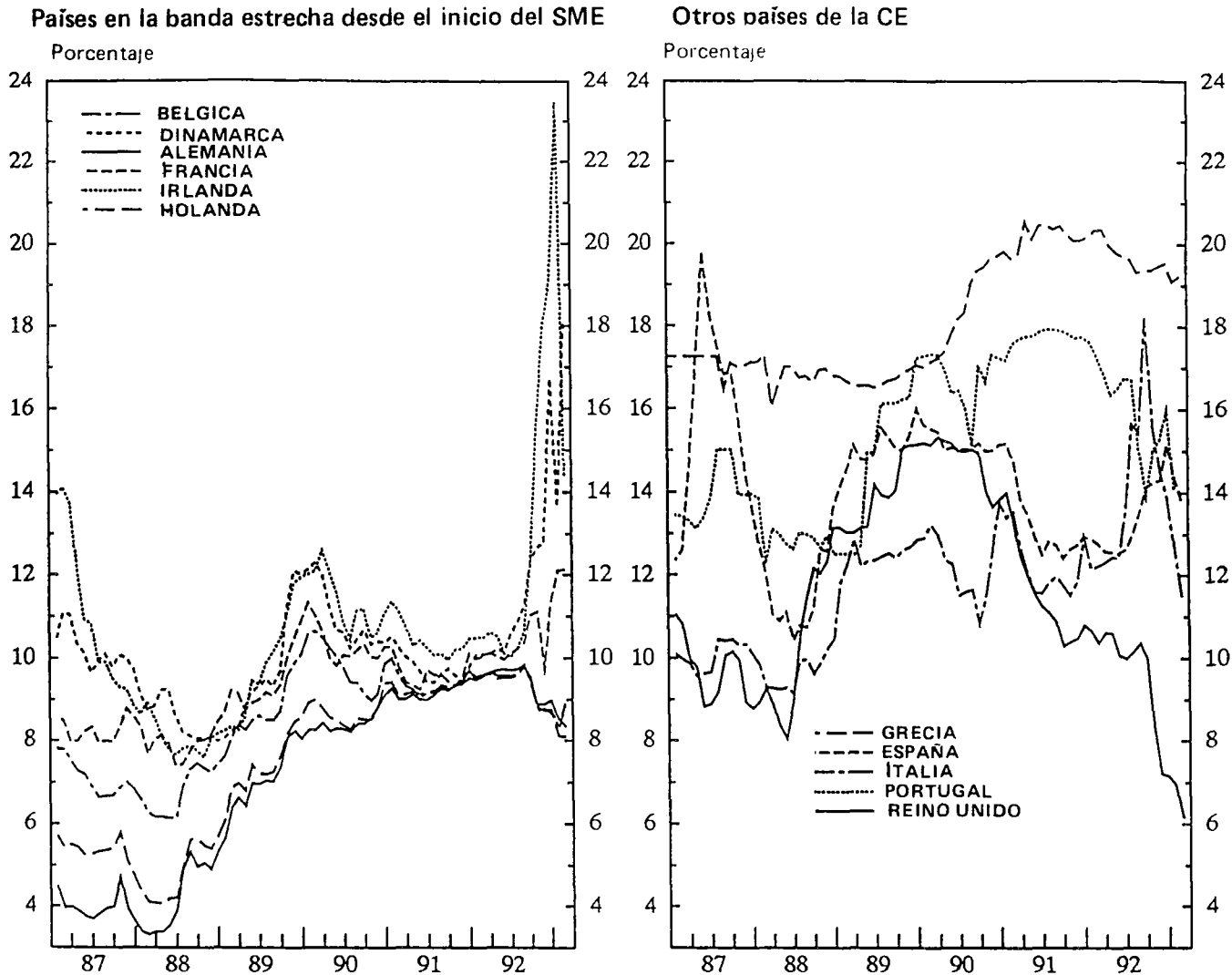
"-": Objetivo no fijado

(a) Los objetivos se fijan para el año natural (IV trimestre sobre IV trimestre o dic/dic) excepto en el Reino Unido (marzo/marzo). Las columnas de "Resultados" muestran las tasas de crecimiento de las variables respectivas. Bélgica, Irlanda y Luxemburgo no fijan ningún objetivo monetario. Para 1993, Dinamarca, Holanda y Portugal tampoco han fijado objetivos. (b) Objetivo revisado a mediados del año desde la banda del 4-6% que se fijó inicialmente. (c) El objetivo corresponde a una definición revisada del agregado (d) Las cifras entre paréntesis muestran el resultado de 1991 para la definición revisada utilizada en 1992 (e) Creación interna de dinero (Dinamarca: crecimiento de "Préstamos a residentes en moneda nacional + Saldo de bonos denominados en moneda nacional - Depósitos especiales". Holanda: crecimiento de "Préstamos al sector privado + préstamos a largo plazo al sector público - pasivos internos no monetarios") (f) Teniendo en cuenta los desplazamientos financieros extraordinarios en enero de 1992, las cifras respectivas son: M3: 5,5% y ALP: 6,4%. (g) Tasa de crecimiento del período marzo-diciembre de 1992, en términos anualizados.

Tipos de interés

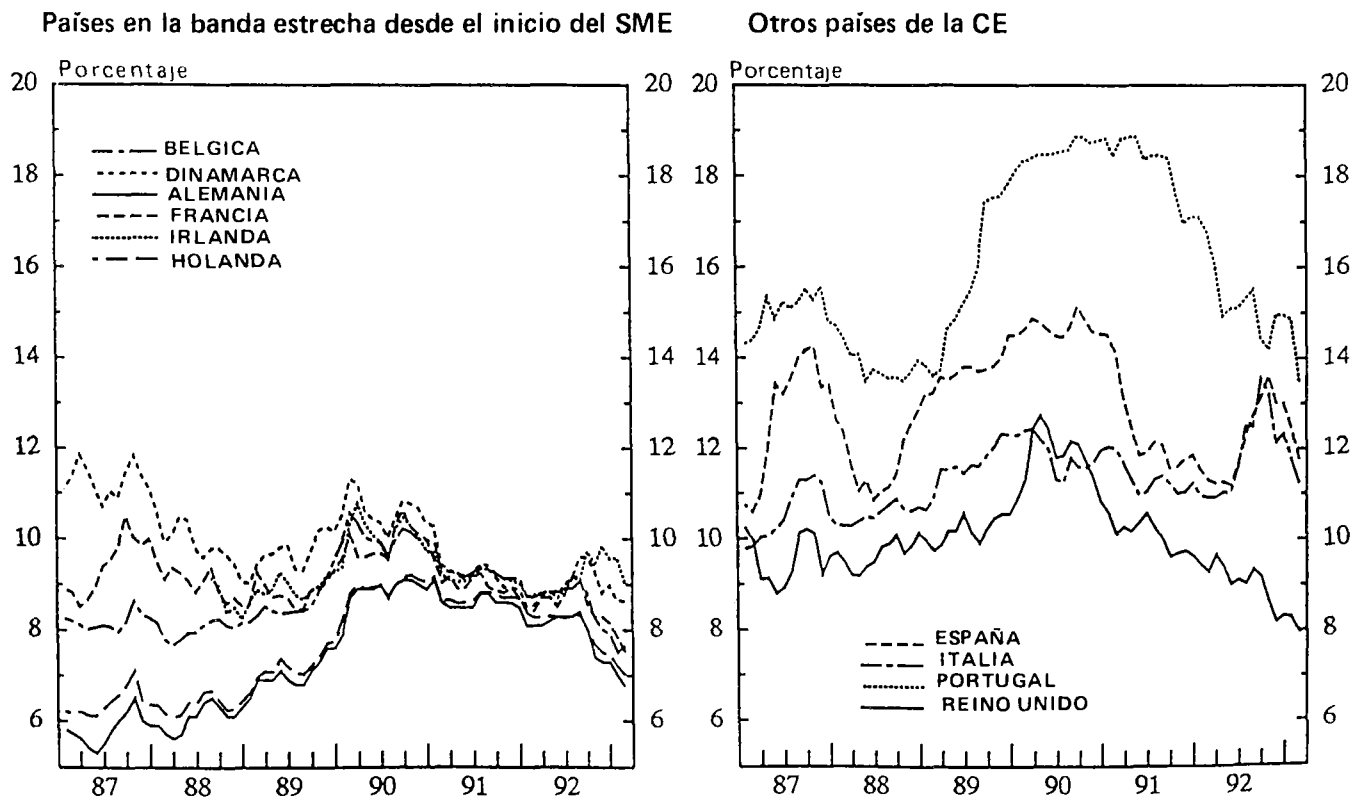
En los primeros meses de 1992, los tipos de interés a corto plazo en la Comunidad fueron, por lo general, más elevados que en la segunda mitad de 1991 (véase gráfico 4). En diciembre de 1991, los tipos de interés habían sido elevados en Alemania para contrarrestar la creciente presión inflacionista. Con la excepción del Reino Unido, la elevación de los tipos de interés alemanes indujo movimientos similares en todos los países participantes en el Mecanismo de Cambios del SME, a fin de preservar la estabilidad cambiaria. Estos movimientos alcistas, no obstante, se compaginaban mal con la situación de debilidad de la actividad económica y baja o rápidamente decreciente inflación prevaleciente en algunos

GRAFICO 4. TIPOS DE INTERES A CORTO PLAZO (1)



(1) Tipo de mercado monetario nacional a 3 meses Para Portugal la serie del tipo de interés a 3 meses de las Letras del Tesoro tiene una ruptura en mayo de 1989 cuando éstas quedaron sujetas a un tipo impositivo del 20 %

GRAFICO 5. TIPOS DE INTERES A LARGO PLAZO (1)



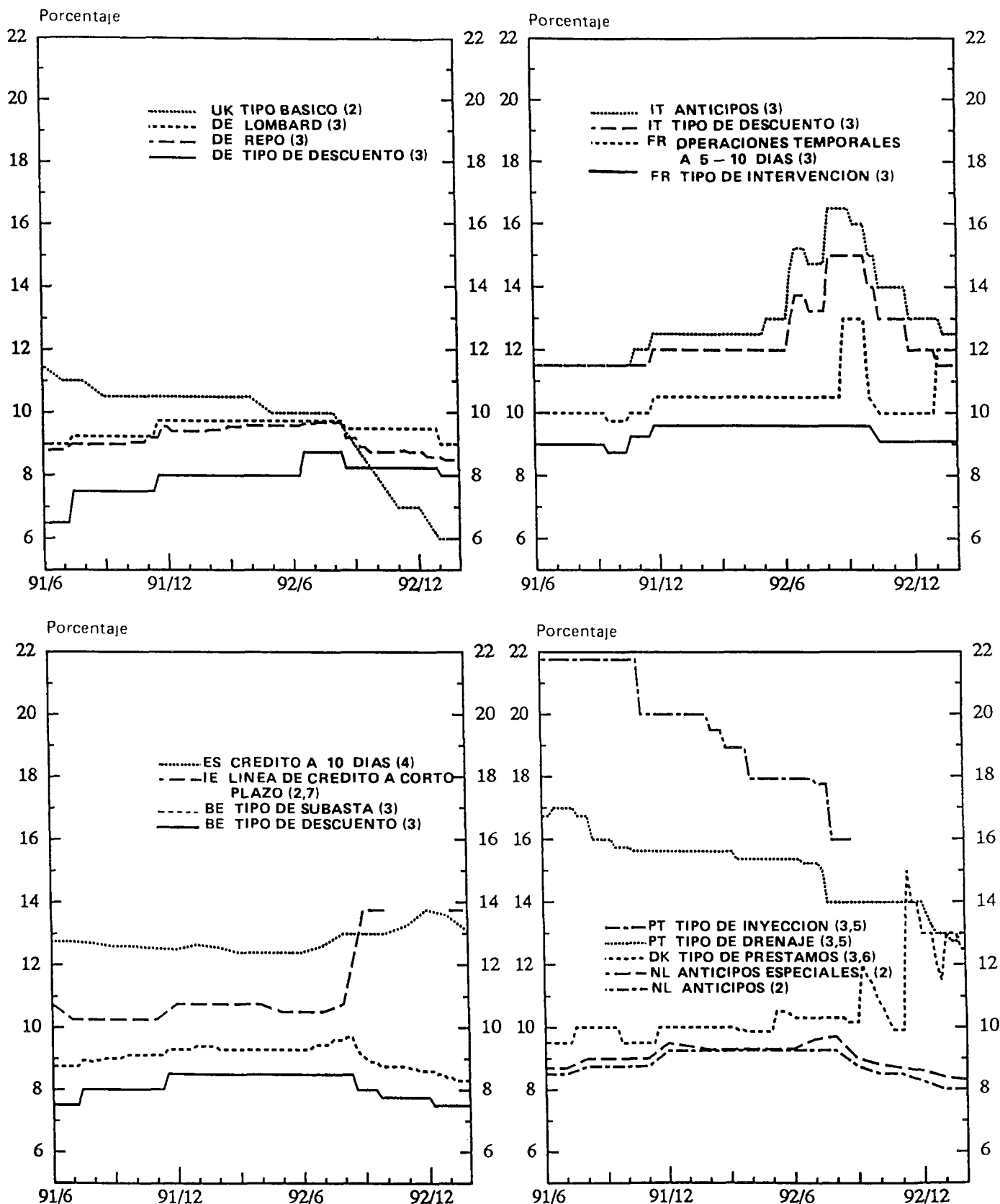
(1) Bonos del Estado o del sector público Para Portugal, rentabilidad en el mercado secundario de los bonos públicos indicados, los cuales quedaron sujetos a un tipo impositivo del 20 % a partir de septiembre de 1989 Para Grecia no se dispone de tipo de interés a largo plazo

países. Por tanto, en la primavera, cuando las condiciones cambiarias lo permitieron, se registraron pequeñas reducciones en los tipos de interés oficiales en varios países; asimismo, en Francia, se redujo el coeficiente de caja, a fin de reducir el coste del crédito. En consecuencia, los diferenciales de interés a corto plazo frente al marco alemán continuaron estrechándose siguiendo la tendencia del año anterior. Sin embargo, al haber caído los diferenciales a niveles históricamente bajos, dejó de existir mucho margen para cualquier reducción adicional en los tipos de interés: en efecto, los mercados consideran que los tipos alemanes tienden a fijar el suelo de los tipos en la Comunidad en el supuesto de que el marco alemán se mantendrá como la moneda más fuerte. En este período, en general, los tipos de interés a largo plazo se redujeron un poco, incrementándose así la pendiente negativa de las curvas de rendimientos nacionales (véase gráfico 5).

La situación cambió en los meses de verano. En julio, el *Bundesbank* mostró su preocupación acerca de la continuada aceleración del crecimiento monetario y las persistentes presiones inflacionistas elevando su tipo de descuento en 0,75%, mientras que dejaba el tipo *lombard* y los tipos de los *repos* constantes para limitar el impacto sobre los otros países de la Comunidad (véase gráfico 6). Los tipos en los mercados monetarios en Alemania crecieron sólo marginalmente, pero los mercados aparentemente interpretaron la decisión del *Bundesbank* como señal de la ausencia de perspectivas de pronta reducción de los tipos de interés en otros países miembros del Mecanismo de Cambios del SME. De hecho, durante este período, la dificultad de perseguir conjuntamente objetivos externos e internos se intensificó, por cuanto que disminuyó la confianza del mercado en el mantenimiento de las paridades centrales. Frente al entorno de tipos de interés estables, por lo general, en Alemania, Holanda y Bélgica, los tipos de interés a corto y a largo plazo se elevaron en los demás países de la Comunidad como resultado de la elevación de las primas de riesgo cambiario. Los tipos de interés oficiales fueron incrementados igualmente en algunos países, en particular en Italia, donde las presiones cambiarias eran más agudas.

En los últimos meses de 1992, las tensiones se transformaron en la profunda crisis cambiaria que es descrita en detalle en la siguiente sección. La situación monetaria se hizo más restrictiva en los países cuyas monedas sufrieron presiones bajistas, aunque el momento y grado de la restricción variaron de país a país. La elevación en los tipos de interés de mercado a corto plazo fue acompañada por un incremento en los tipos a largo plazo. Por el contrario, la situación monetaria se relajó ligeramente en los países cuyas monedas registraron presiones alcistas, al esperarse que la apreciación cambiaria amortiguara las presiones inflacionistas externas. Entre el primer reajuste cambiario y el final del mes de septiembre, los tipos de mercado a corto plazo en Alemania se redujeron aproximadamente un 1%, con reducciones similares en Bélgica y Holanda. En estos países, los tipos de interés a largo plazo

GRAFICO 6: TIPOS DE INTERES OFICIALES O DE INTERVENCION (1)



(1) Por motivos de escala, no se representa ningún tipo en el caso de Grecia. El tipo de interés máximo aplicable a los descubiertos se situó en un 30% desde julio de 1990. Se ha modificado dos veces con anterioridad al mes de febrero de 1993: hasta un 40% el 18 de septiembre de 1992 y hasta un 35% el 23 de octubre de 1992.

(2) Datos de fin de mes. (3). Datos de fin de semana. (4) Datos en media mensual.

(5) Tipo de las operaciones usuales (a una semana). El tipo de inyección fue suspendido el 21 de septiembre de 1992.

(6) Tipo pasivo de los certificados de depósito de abril de 1992.

(7). Desde el 23 de noviembre de 1992 hasta el 5 de febrero de 1993 se suspendió la línea de crédito, siendo sustituida por anticipos especiales a un día. Con anterioridad a finales de 1992, el tipo a un día se modificó seis veces: hasta el 30% el 23 de noviembre; hasta el 100% el 26 de noviembre; hasta el 30% el 2 de diciembre; hasta el 20% el 7 de diciembre; hasta el 16% el 15 de diciembre; hasta el 14% el 23 de diciembre. En enero de 1993, este tipo varió seis veces: hasta el 50% el día 6, hasta el 100% el día 7, hasta el 30% el día 12, hasta el 15% el día 14, hasta el 14% el día 25 y hasta el 100% el día 27. El 1 de febrero se redujo hasta el 14%.

se redujeron en consonancia con los tipos a corto plazo y cayeron a su nivel más bajo desde 1989. En este período, los diferenciales de tipos de interés dentro de la Comunidad se ampliaron considerablemente tanto en los plazos largos como en los cortos.

Tras la salida de la libra esterlina del Mecanismo de Cambios del SME, los tipos de interés oficiales en el Reino Unido se redujeron, en etapas sucesivas, en 4 puntos porcentuales respecto al nivel vigente anteriormente. Un crecimiento monetario reducido, la caída en los precios de los activos inmobiliarios y la actividad económica deprimida constituyeron los argumentos para considerar posible una relajación de la situación monetaria sin poner en riesgo el objetivo a medio plazo de la estabilidad de los precios. Los tipos de interés a largo plazo se redujeron en mucho menor medida y, por lo tanto, la curva de rendimientos se hizo de pendiente positiva. En Italia, los tipos oficiales fueron rebajados en parecida medida, desde los niveles excepcionales alcanzados antes del reajuste inicial de la lira italiana; al contrario, sin embargo, que en el Reino Unido, los tipos de mercado permanecieron en niveles similares a los de principios de 1992.

2.2 Evolución de los tipos de cambio

Factores explicativos

El Mecanismo de Cambios del SME había experimentado, en 1992, un período de cinco años sin reajustes de carácter general; y los episodios en que se manifestaron tensiones fueron combatidos con éxito por las autoridades. Bien es cierto que, en los últimos años, la estabilidad cambiaria convivió con diversos factores potencialmente generadores de severas tensiones dentro del Mecanismo:

- Dificultad de alcanzar una mayor convergencia hacia tasas de inflación bajas. La combinación de un crecimiento de los precios y de los salarios relativamente alto y unos tipos de cambio nominales fijos condujo a que algunos países de la Comunidad registraran pérdidas significativas en su competitividad internacional.

- Ampliación de las divergencias cíclicas. En 1991, la mayoría de los países de la Comunidad registró un crecimiento de la actividad económica muy débil, con pocos signos de recuperación desde entonces; al tiempo, Alemania, tras la unificación, mostró un fuerte crecimiento económico, que no se redujo bruscamente hasta 1992.

- Tras la unificación alemana, el intenso crecimiento de la demanda interna indujo presiones inflacionistas que hubieron de ser contrarrestadas mediante un endurecimiento de la orientación de la política monetaria. El desequilibrio resultante en la combinación de las políticas monetaria y presupuestaria elevó los tipos de interés alemanes y redujo el margen de maniobra de otros países integrados en el Mecanismo de Cambios del SME para reducir sus tipos de interés, en respuesta a las condiciones económicas internas.

- En muchos países de la Comunidad, la consolidación presupuestaria fue inferior a la esperada y, en consecuencia, persistieron diferencias significativas en las políticas presupuestarias aplicadas, lo que condujo a que las políticas monetarias tuvieran una sobrecarga.

- Los tipos de cambios del dólar USA y del yen japonés experimentaron grandes fluctuaciones. A este respecto, es de señalar que, con frecuencia, la variabilidad de los mercados internacionales de divisas ha tendido a ejercer presiones sobre los tipos de cambio intracomunitarios, dadas las diferencias existentes en la magnitud del comercio extracomunitario de los Estados miembros, en la profundidad y liquidez de los respectivos mercados financieros nacionales, y en la importancia de las monedas comunitarias respectivas como activos de reserva internacional.

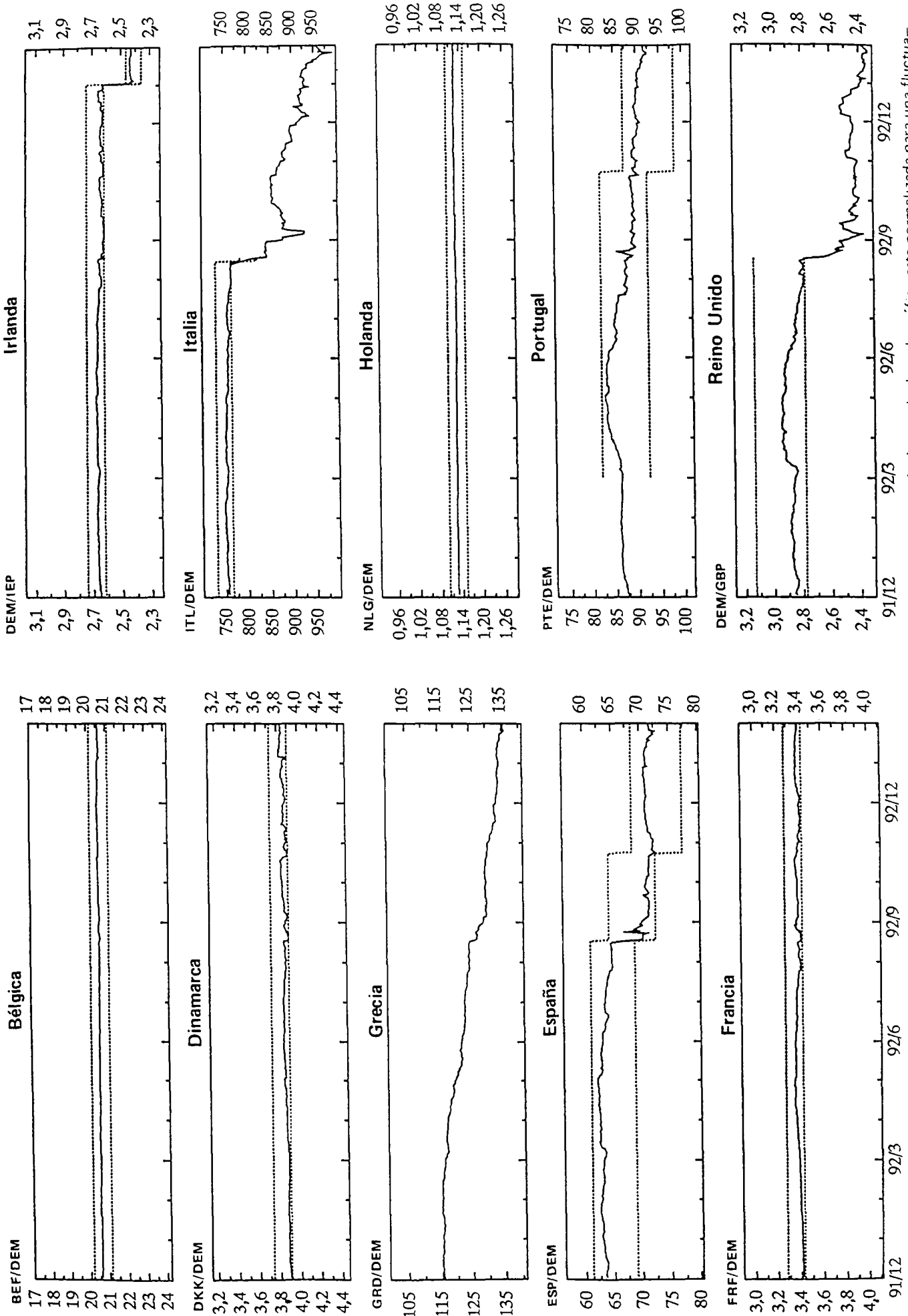
De todos modos, con anterioridad a junio de 1992, la confianza de los mercados en el compromiso de las autoridades de mantener la opción de moneda fuerte tuvo más peso sobre los tipos de cambio que los factores desestabilizadores comentados. Los mercados esperaban que el proceso hacia la Unión Económica y Monetaria (UEM) impondría una mayor convergencia económica en la Comunidad, a través de ajustes de las políticas económicas internas. En este contexto, los desequilibrios podrían desaparecer sin necesidad de reajustes en el Mecanismo de Cambios del SME. Sin embargo, el resultado del referéndum de Dinamarca produjo un cambio en las expectativas. A su vez, las incertidumbres que rodearon al referéndum francés del 20 de septiembre avivaron las dudas sobre la ratificación del Tratado de Maastricht, la instauración de la UEM y, por tanto, sobre la puesta en práctica de medidas tendentes a conseguir la convergencia. Progresivamente, la atención de los mercados fue centrándose en los desequilibrios existentes y en los dilemas de política económica, factores que enturbiaban las previsiones sobre la convergencia económica.

Inicialmente, los mercados presionaron a las monedas de los países cuyos desequilibrios y dilemas eran más acusados, presiones que más tarde se extendieron hacia otras monedas. En un entorno donde la integración financiera de los mercados y la desregulación permitían libertad de movimientos de capital en volúmenes sin precedentes, las tensiones desembocaron en una crisis cambiaria aguda, que condujo, en los últimos meses de 1992, a tres reajustes y a la salida temporal de la libra esterlina y de la lira italiana del Mecanismo de Cambios del SME. Un cuarto reajuste fue acordado a principios de 1993.

Evolución de los tipos de cambio

Durante los primeros meses de 1992, la situación dentro del Mecanismo de Cambios del SME permaneció relativamente en calma. El 6 de abril, el escudo portugués se incorporó al Mecanismo, dentro de la banda ancha. Durante la mayor parte del período, la libra esterlina mantuvo una posición relativamente débil respecto a la peseta española y, desde

GRAFICO 7: TIPOS DE CAMBIO FRENTE AL MARCO ALEMAN (1)



(1) Las líneas discontinuas representan los límites superior e inferior de las bandas del SME, siempre que proceda. La escala de cada gráfico esta normalizada para una fluctuación del 35%.

su incorporación, también respecto al escudo portugués, aunque los mercados no cuestionaron seriamente su límite inferior. Dentro de la banda estrecha, el marco alemán, el franco belga y el florín holandés pasaron de estar en la parte alta de la banda a situarse en el centro, mientras que el franco francés registró un fortalecimiento, desde el límite inferior en que estuvo situado anteriormente (véase gráfico 7).

Después del referéndum de Dinamarca del 2 de junio, las condiciones cambiaron dramáticamente. El sentimiento del mercado condujo a un cambio en las preferencias de los inversores. Durante los meses transcurridos entre los referendos de Dinamarca y Francia, las presiones a la baja se centraron, singularmente, en la lira italiana, que cayó hasta el límite inferior de la banda estrecha, a pesar de cuantiosas intervenciones intramarginales y de elevaciones de los tipos de interés. Por otra parte, las tres monedas de la banda ancha se depreciaron significativamente frente al marco alemán, el franco belga y el florín holandés, aunque el escudo portugués y la peseta española permanecieron, la mayor parte del tiempo, cerca del límite superior de la banda, mientras que la libra esterlina se situó cerca de su límite inferior. Por último, simultáneamente, las monedas nórdicas vinculadas unilateralmente al ecu también experimentaron presiones.

Según iba acercándose el referéndum francés, ante la posibilidad de un resultado negativo señalada por un cierto número de encuestas de opinión, fueron apareciendo nuevas dudas sobre la perspectiva de la UEM. La fecha del referéndum actuó como un catalizador de las presiones cambiarias, puesto que los operadores en los mercados consideraron casi inevitable un reajuste en caso de que ganara el "no". Diversos comunicados oficiales (el Consejo ECOFIN, el 28 de agosto, y el ECOFIN en su reunión informal de Bath, el 5 de septiembre) declararon que un reajuste no era la respuesta apropiada a las tensiones existentes, pero no consiguieron tener un impacto duradero en las expectativas de los mercados. Durante los meses de verano las tensiones se agravaron, dada la fuerte caída del dólar USA y la suspensión, el 8 de septiembre, de la vinculación al ecu por parte del marco finlandés.

La lira italiana continuó siendo la moneda que afrontaba las mayores presiones, en parte debido a los retrasos de las medidas fiscales de ajuste estructural largamente esperadas. A pesar de un importante incremento de los tipos de interés oficiales y de que los tipos de mercado a muy corto plazo se elevaron por encima del 30%, la lira italiana tuvo que ser sostenida repetidamente frente al marco alemán, el franco belga y el florín holandés con fuertes intervenciones marginales. La situación se hizo insostenible y, el 13 de septiembre, fue acordada una devaluación de la lira italiana del 3,5%, y una revaluación del resto de las monedas del 3,5%. Dicha decisión estuvo acompañada por una pequeña reducción de los tipos de interés oficiales alemanes, que fue seguida por Bélgica y Holanda.

Los nuevos tipos de cambio y tipos de interés no resultaron suficientes para convencer a los mercados de que la nueva parrilla de paridades era sostenible. El 16 de

septiembre, la libra esterlina, la peseta española y el escudo portugués estuvieron sometidos a intensas presiones, así como, de nuevo, la lira italiana. Ese día, el Reino Unido elevó dos veces los tipos de interés, pero tales elevaciones resultaron inefectivas para controlar las tensiones, puesto que los nuevos niveles fueron considerados insostenibles por los mercados, dada la situación económica interna. De este modo, la libra esterlina tuvo que ser mantenida a través de importantes intervenciones marginales. Al final del día, el Reino Unido suspendió su participación en el Mecanismo de Cambios del SME y dio marcha atrás en los incrementos de los tipos de interés. El mismo día, la peseta cayó un 4%, aunque quedó situada por encima del límite inferior permitido. En la noche del 16 de septiembre, el Comité Monetario de la CE mantuvo una reunión de emergencia, en la que las autoridades italianas anunciaron que suspendían temporalmente su intervención en el mercado de cambios. Ante las continuas tensiones en el Mecanismo de Cambios del SME, y la nueva situación creada por la salida de la libra esterlina y de la lira italiana, las autoridades españolas solicitaron una devaluación de la peseta del 5%, que fue acordada en dicha reunión.

Después del segundo reajuste, en el período previo al referéndum francés, las tensiones se extendieron a otras monedas, pertenecientes a países con fuertes fundamentos económicos, como el franco francés, la corona danesa y la libra irlandesa. Como respuesta, las autoridades de dichos países intervinieron en los mercados de cambios y restringieron las condiciones monetarias internas, en algunos casos muy severamente. Como las tensiones continuaron, e incluso aumentaron tras el referéndum francés, Francia y Alemania emitieron un comunicado declarando la no justificación de cualquier modificación en el tipo de cambio central del franco francés con respecto al marco. Para respaldar el comunicado, el Banco de Francia elevó el tipo oficial de referencia 2,5 puntos porcentuales, lo que condujo a una brusca subida de los tipos de interés a corto plazo de mercado, y el *Deutsche Bundesbank* y el Banco de Francia realizaron, de manera concertada, intervenciones intramarginales. Simultáneamente, puesto que volvieron a surgir presiones contra la peseta, las autoridades españolas decidieron introducir temporalmente medidas penalizadoras de las operaciones de ventas de pesetas en descubierto financiadas con *swaps*. Por su parte, Portugal e Irlanda reforzaron la aplicación administrativa de los controles de cambios en vigor respectivos.

Durante el mes de octubre y la primera parte del mes de noviembre, los mercados de cambios estuvieron sometidos a menores tensiones. El franco francés y la corona danesa registraron una apreciación derivada de unas entradas de capitales superiores a los flujos de salida experimentados previamente, que permitió una reducción significativa de los tipos de interés en ambos países. Sin embargo, los flujos de entrada de capitales fueron bastante limitados en el resto de los países con monedas sometidas a presión.

Después de la decisión de las autoridades de Suecia de abandonar la vinculación de la corona sueca al ecu, reemergieron grandes tensiones en los tipos de cambio, que

condujeron a importantes elevaciones de los tipos de interés: oficiales en el caso de Dinamarca, y de mercado en los casos de Irlanda y Francia. El 22 de noviembre, se logró un acuerdo de devaluación en un 6% de los tipos de cambio centrales de la peseta española y del escudo portugués. Para emitir una señal clara de que las autoridades de ambos países asumían el compromiso de las nuevas paridades centrales, la devaluación estuvo acompañada por otras dos medidas: una elevación de los tipos de interés oficiales y, en el caso de España, la abolición de las medidas que penalizaban los movimientos de capitales. Portugal, por su parte, abolió todos los controles de capital existentes un poco más tarde. Tras la devaluación, la peseta y el escudo experimentaron una apreciación, moviéndose hacia el límite superior de la banda ancha.

Durante el resto del año 1992, las paridades centrales fueron defendidas con éxito, a pesar de que el día 10 de diciembre, después de que Noruega decidiera abandonar la vinculación unilateral de su moneda al ecu, las tensiones se incrementaron dentro del conjunto de las monedas adheridas a la banda estrecha del Mecanismo de Cambios del SME.

A principios de 1993, el franco francés y la libra irlandesa volvieron a experimentar presiones en contra. Los ataques al franco fueron de corta duración, puesto que las autoridades francesas y alemanas emitieron un nuevo comunicado, al tiempo que el Banco de Francia elevaba los tipos de interés de sus operaciones con pacto de recompra. Por su parte, la libra irlandesa se fortaleció tras la gran elevación de sus tipos de interés oficiales.

Sin embargo, a finales de enero, una nueva disminución de los tipos de interés en el Reino Unido y una intensa caída de la libra esterlina reavivaron las fuertes presiones contra la libra irlandesa. Una vez más, los tipos de interés oficiales fueron elevados hasta niveles excepcionales. Pero los tipos de mercado resultantes fueron considerados insostenibles, dada la situación económica interna. En consecuencia, el 30 de enero, fue acordada una devaluación del 10% de la libra irlandesa.

Poco después, la corona danesa fue sometida a nuevos ataques, pero la combinación del apoyo colectivo, mediante intervenciones intramarginales, de varios bancos centrales de la Comunidad, una elevación de los tipos de interés daneses y una disminución de los tipos de interés oficiales alemanes consiguió restablecer la calma en los mercados, produciéndose reflujos de capitales hacia la corona danesa.

Durante las primeras semanas que siguieron a la salida del Mecanismo de Cambios del SME, tanto la lira italiana como la libra esterlina registraron una fuerte depreciación. A principios de octubre, la cotización de ambas monedas con respecto al marco alemán registró unos niveles mínimos históricos. A partir de este momento, tanto la lira italiana como la libra esterlina fueron ganando posiciones, aunque dentro de unas condiciones de bastante inestabilidad. A finales de 1992, y con respecto a los tipos de cambio del 16 de septiembre,

la depreciación registrada por la lira italiana y por la libra esterlina frente al marco alemán fue del 12% y 13%, respectivamente.

Las turbulencias del Mecanismo de Cambios del SME también afectaron a la dracma griega. En septiembre de 1992, las presiones contra la dracma fueron tan importantes que el Banco de Grecia elevó el tipo oficial de sus préstamos desde el 30% al 40%, intervino intensamente en el mercado de cambios y fortaleció los controles de capitales. Cuando las tensiones cedieron, el tipo oficial de los préstamos del Banco de Grecia fue reducido y las medidas de control de cambios impuestas fueron eliminadas.

En la última parte de 1992, los fuertes movimientos en las cotizaciones de las monedas provocaron cambios sustanciales en las posiciones de competitividad dentro de la Comunidad (véase cuadro 4). Para aquellos países que habían registrado las mayores pérdidas de competitividad dentro del SME en el período anterior a la crisis, dichos cambios de posición se resumen en la compensación plena de las pérdidas de competitividad registradas

CUADRO 4: INDICADORES DE CAMBIOS ACUMULADOS DE COMPETITIVIDAD (a)

País	En porcentaje							
	En relación con otros países de la CE (b)		En relación con los países industrializados		En relación con otros países de la CE (b)		En relación con los países industrializados	
	Precios industriales	Costes laborales unitarios(c)	Precios industriales	Costes laborales unitarios(c)	Precios industriales	Costes laborales unitarios(c)	Precios industriales	Costes laborales unitarios(c)
	1987 - Agosto de 1992				1987 - Diciembre de 1992(e)			
Bélgica	4,0	5,6	1,3	2,7	0,9	1,9	-0,3	0,3
Dinamarca	3,6	6,4	-0,5	3,8	-1,9	4,1	-4,9	1,9
Alemania (occidental)	1,7	0,5	-3,8	-5,5	-4,3	-6,6	-5,5	-8,6
Grecia	n.d.	n.d.	-10,2	-15,6	n.d.	n.d.	-10,8	-13,4
Francia	7,9	13,3	3,3	7,2	3,1	8,1	1,7	5,1
Irlanda	6,4	35,7	1,3	27,9	-0,6	26,6	-1,9	23,6
Italia	-3,0	-7,0	-6,3	-9,8	11,1	5,7	8,2	4,6
Holanda	1,5	5,2	-1,4	1,9	-2,6	2,1	-3,9	0,1
	Desde su incorporación al Mecanismo de Cambios del SME (d) - Agosto de 1992				Desde su incorporación al Mecanismo de Cambios del SME (d) - Diciembre de 1992 (e)			
España	-2,1	-7,5	-8,1	-13,8	4,2	-2,2	0,5	-6,2
Portugal	n.d.	-4,6	n.d.	-6,9	n.d.	-9,5	n.d.	-9,5
Reino Unido	-1,7	-0,4	-4,0	-1,7	8,3	13,2	8,7	13,2

FUENTE: BIS, con la excepción de los datos correspondientes a España e Italia, que fueron proporcionados por sus respectivos bancos centrales.

(a) Las cifras negativas significan pérdidas. (b) Excluida Grecia. (c) Sector industrial. (d) España: junio de 1989; Portugal: abril de 1992; el Reino Unido: octubre de 1990. (e) Estimaciones.

desde el último reajuste de 1987 por Italia, e incluso la mejora de los niveles de competitividad alcanzados en dicha fecha; en una mejora significativa en la posición de competitividad del Reino Unido respecto a la vigente en el momento de la entrada de la libra esterlina en el Mecanismo de Cambios del SME en octubre de 1990; y en la aproximación de la competitividad de España a los niveles vigentes cuando la peseta entró en el Mecanismo de Cambios del SME en junio de 1989. En la mayoría del resto de los países, la apreciación del tipo de cambio a finales de 1992 ha acercado su competitividad a los niveles de 1987, aunque, en relación a esa fecha, Francia y Alemania continúan mostrando ganancias y pérdidas, respectivamente, en su competitividad frente a los países de la Comunidad.

Respuestas a la crisis del Mecanismo de Cambios del SME

El acuerdo de Basilea-Nyborg de 1987 incita a las autoridades monetarias al uso más amplio, activo, flexible y concertado de los tres instrumentos existentes para frenar las tensiones en el Mecanismo de Cambios del SME: modificaciones de los tipos de interés, movimientos de los tipos de cambio dentro de las bandas e intervenciones oficiales en los mercados de cambios. No obstante, cuando los tipos de cambio están disociados de la situación económica básica y no es factible la puesta en práctica de políticas nacionales correctoras, los reajustes se convierten en un elemento necesario.

Durante la crisis, los **tipos de interés** fueron utilizados para contener las tensiones, aunque el tamaño de la modificación de los mismos y la velocidad de respuesta de las autoridades difirieron según los distintos países y situaciones. No obstante, en determinados casos, la defensa de las paridades centrales mediante elevaciones de los tipos de interés no fue factible. En algunos países, el margen para elevar los tipos de interés como respuesta a las presiones del tipo de cambio fue limitado, ya que la elevación de los tipos de interés hubiera agravado la recesión -caso del Reino Unido, donde la mayor parte del endeudamiento está materializada en préstamos con tipos de interés a corto plazo- y/o hubiera añadido dificultades al logro de la consolidación presupuestaria, como en Italia, dado el gran volumen de deuda pública ligado a tipos de interés a corto plazo. En el caso de Irlanda, los tipos de interés fueron elevados brusca y repetidamente hasta niveles que terminaron por ser insostenibles. En estos tres casos, la defensa de las paridades centrales mediante incrementos de tipos de interés no resultó factible a la postre. En los países que experimentaron presiones de apreciación de sus monedas, y en especial en Alemania, la evolución de los precios internos restringió el margen de maniobra para ajustar la política de tipos de interés. En dichos países, los tipos de interés oficiales fueron reducidos ligeramente a mediados de septiembre, y los tipos de interés a corto plazo de mercado descendieron cerca de un punto porcentual, aunque dichos movimientos no condujeron a una reducción significativa de las tensiones en los mercados de cambios.

Durante la crisis, en determinadas circunstancias, los **movimientos de los tipos de cambio dentro de las bandas** consiguieron frenar la especulación. Sin embargo, hubo situaciones en las que las presiones contra las monedas se exacerbaban cuando los tipos de cambio alcanzaron los límites inferiores. Por tanto, las autoridades tendieron a realizar intervenciones intramarginales cuando existía el peligro de que un movimiento de sus monedas hacia los márgenes inferiores pudiera ser interpretado por el mercado como un debilitamiento de la credibilidad de la paridad central.

Las **intervenciones cambiarias** -tanto marginales como intramarginales- alcanzaron volúmenes sin precedentes, reflejando los masivos movimientos de capital que tuvieron lugar en presencia de una libertad casi total de los mismos y de un alto grado de integración financiera dentro de la Comunidad. La efectividad de la intervención dependió del grado de apoyo de otros instrumentos y, en especial, de los movimientos de los tipos de interés. En algunas ocasiones, la intervención intramarginal simultánea de varios bancos centrales se mostró efectiva. La escala de las intervenciones tuvo importantes consecuencias monetarias, ejerciendo un impacto contractivo en la oferta monetaria de los países cuya monedas eran objeto de presiones bajistas, y un impacto expansivo en los países con presiones de signo contrario.

La importancia de las tensiones cambiarias del SME durante el otoño de 1992 condujo a que algunos países tomaran medidas temporales, de diverso tipo, para desalentar las salidas de capitales y proteger sus monedas de la especulación, especialmente cuando ésta se realizaba mediante ventas en descubierto de las mismas. En todos los casos, dichas medidas fueron derogadas antes de finales de 1992.

Pero, cuando los esfuerzos de las autoridades para estabilizar los mercados de cambios se volvieron infructuosos, el reajuste cambiario fue ineludible. El hecho, sin precedentes, de que se produjeran cuatro reajustes en cinco meses muestra las dificultades con que tuvieron que enfrentarse las autoridades para restablecer la calma en los mercados. Y cabría relacionar éstas, a su vez, con la percepción por parte de los mercados de que las medidas tomadas para frenar las tensiones constituían una respuesta parcial y desordenada, que no prestaba suficiente atención a la restauración de la credibilidad de la parrilla, en su conjunto.

3. PERSPECTIVAS ECONÓMICAS Y CUESTIONES DE POLÍTICA MONETARIA

Cuando, a finales de 1992, el Comité de Gobernadores realizó el ejercicio *ex ante* de coordinación para valorar el carácter adecuado de las políticas monetarias de los Estados miembros y examinar los objetivos nacionales de política monetaria para 1993, las previsiones de la evolución económica en la Comunidad estaban sujetas a un gran margen de

incertidumbre. Por otro lado, las tensiones en los mercados cambiarios todavía no habían remitido.

3.1 Perspectivas económicas

De acuerdo con las últimas previsiones de organismos internacionales, muy probablemente, la **actividad económica** de la Comunidad en 1993 sólo recibirá un modesto estímulo de la demanda externa. Se espera un aumento del comercio mundial, si bien parece que el ritmo de la recuperación será bastante lento. En los Estados Unidos existen signos bastante claros de que tendrá lugar una recuperación más sostenida en 1993, mientras que en Japón las recientes medidas presupuestarias y monetarias expansivas deberían ayudar a iniciar una reactivación a lo largo de este año. En los países de la EFTA, podría producirse una moderada recuperación, si bien ello depende estrechamente de la evolución en la Comunidad, en la medida en que existen estrechos vínculos comerciales entre ambos bloques. En este contexto de bajo crecimiento de la actividad, el crecimiento de los precios del comercio mundial debería mantenerse relativamente moderado, en términos de monedas nacionales.

Se espera que el moderado impulso de la demanda mundial sea compensado por el débil gasto nacional, dado el bajo nivel de confianza de las empresas y los consumidores en la Comunidad. Como consecuencia de ello, es probable que el crecimiento económico en la Comunidad en 1993 descienda por debajo del 1%.

El déficit presupuestario conjunto debe seguir siendo elevado en 1993. Se esperan reducciones en los déficit públicos de algunos de los países de la Comunidad que mantenían en 1992 niveles de deuda pública o déficit relativamente elevados -en particular, en Bélgica, Grecia, España, Italia y Portugal-, aunque la prolongación de la fase bajista del ciclo puede dificultar los progresos hacia la consolidación presupuestaria. Por el contrario, tanto la acción de los estabilizadores automáticos como la aplicación de algunas medidas discrecionales podrían generar un aumento en los déficit presupuestarios de otros países, especialmente en el Reino Unido y en Francia. En Alemania es probable que el déficit crezca en proporción al PIB, aunque se anunciaron algunas medidas correctoras en enero de 1993.

En el ejercicio *ex ante*, se consideró probable una relajación de las **presiones de costes** durante 1993 para el conjunto de la Comunidad. La moderación salarial debería reducir la presión de los costes laborales, en la medida en que el producto se sitúe por debajo de su nivel potencial y se mantengan débiles las condiciones del mercado de trabajo. La influencia de los precios exteriores también puede ser favorable, por término medio, si bien una consolidación del repunte del dólar a finales de 1992 podría limitar estos beneficios. Además, el incremento en los precios de la importación que tendrá lugar en los países cuyas divisas se

han depreciado y los aumentos en algunos países, como Alemania, de los impuestos indirectos o de los precios administrados del sector público podrían alimentar las tensiones inflacionistas.

3.2 Cuestiones de política monetaria

Orientaciones de la política monetaria en 1993

Cuando el Comité de Gobernadores realizó el ejercicio de coordinación *ex ante* en diciembre de 1992, la valoración de los objetivos nacionales de política monetaria para 1993 fue especialmente complicada, debido a la fuerte incertidumbre sobre las perspectivas económicas y a la inestabilidad que persistía en el SME. Sin embargo, es precisamente en un contexto generalizado de incertidumbre cuando resulta de la máxima importancia que la política monetaria provea un ancla para la estabilidad nominal, condición que, a su vez, constituye un prerrequisito para la recuperación sostenida de la actividad económica. Por esta razón, el Comité hizo hincapié en la necesidad de mantener una política monetaria orientada al medio plazo, que asegure un descenso sostenido de la inflación en la Comunidad.

Entre los países del SME que establecen objetivos monetarios, la continuidad del carácter antiinflacionista de la política monetaria en Alemania se refleja en el objetivo de crecimiento de M3 en 1993 del 4,5% al 6,5% (véase cuadro 3). El pequeño aumento en relación al objetivo del año pasado, del 3,5% al 5,5%, tiene en cuenta varios factores: una ligera reestimación al alza del crecimiento económico potencial en Alemania oriental, un mayor descenso previsto en la velocidad de circulación del dinero, y aumentos en los precios, principalmente en Alemania oriental, debidos a medidas administrativas. En Francia, la política monetaria continuará centrándose, en 1993, en el mantenimiento de la actual paridad central del franco francés dentro del SME y en el control de la inflación. Por estas razones, el objetivo de crecimiento de M3 se fijó entre el 4% y el 6,5% para 1993, similar al objetivo del 4% y 6% en 1992. El límite superior de la banda se incrementó ligeramente, de acuerdo con la expectativa de una recuperación no inflacionaria de la economía francesa. En España, el objetivo de crecimiento de ALP (activos líquidos en manos del público) en 1993 se fijó entre el 4,5% y 7,5%. La disminución desde la banda del 8% al 11%, fijada en 1992, refleja, en parte, las perspectivas de moderado crecimiento económico y la necesidad de conseguir una reducción adicional de la inflación, así como una tasa de crecimiento de la velocidad de circulación de ALP más próxima a su tendencia histórica.

En el resto de los países del SME, la política monetaria se dirige, principalmente, a conseguir la estabilidad de precios mediante la fijación de un objetivo de tipo de cambio frente al marco alemán. En Dinamarca, el banco central tiene un objetivo complementario para el crecimiento de los factores internos de creación de oferta monetaria. En cualquier caso, en las circunstancias actuales de estancamiento de la actividad económica y de turbulencias

cambiarías sin precedentes, se ha asignado una importancia menor al cumplimiento de objetivos complementarios. A partir de 1993, Holanda no ha fijado ningún objetivo monetario y las autoridades de Portugal han suspendido la fijación de objetivos para "L" (liquidez total mantenida por el sector residente no financiero) y para M3. Tradicionalmente, no se fijan objetivos monetarios cuantitativos en Bélgica, Luxemburgo e Irlanda.

Respecto a los países que han suspendido temporalmente la participación de sus divisas en el SME, hay que señalar que la banda objetivo de crecimiento de M2 en Italia se fijó entre el 5% y el 7% para 1993, igual que en 1992. La política monetaria pretende proporcionar a los agentes económicos un marco de estabilidad y evitar que la reciente depreciación de la lira italiana contribuya al crecimiento de los precios. En el Reino Unido, las autoridades han adoptado un nuevo marco de política monetaria desde la salida de la libra esterlina del Mecanismo de Cambios del SME, con un objetivo explícito de inflación entre el 1% y el 4% para la inflación subyacente, y decreciente hasta el 2% o menos en el medio plazo. Para evaluar las presiones inflacionistas potenciales se utilizará una amplia gama de indicadores, incluyendo agregados monetarios estrechos y amplios, precios de los activos y tipo de cambio.

Finalmente, en Grecia la política monetaria mantendrá un tono restrictivo. Continuará una política de no acomodación del tipo de cambio. Asimismo, los tipos de interés reales se mantendrán altos en 1993, con reducciones de los tipos de interés nominales a un ritmo más lento que la desaceleración de la inflación. Para guiar esta política se ha fijado un objetivo de crecimiento de M3 entre el 9% y el 12%.

Los retos a los que se enfrenta la política monetaria

Dado el elevado grado de incertidumbre que persiste en el entorno económico nacional e internacional, las autoridades nacionales de los Estados miembros hacen frente a retos importantes en la conducción de la política monetaria. En particular, se debe restaurar la estabilidad de los tipos de cambio en una situación en la que existe un riesgo de que continúe la recesión económica en el conjunto de la Comunidad. Además, en los países cuyas monedas han sido devaluadas recientemente o en los que la participación en el Mecanismo de Cambios del SME ha sido suspendida, la política monetaria debe permanecer vigilante para evitar los peligros de un repunte de las presiones inflacionistas que no sólo erosionaría las ganancias tan arduamente conseguidas durante los últimos años, sino que amenazaría con desestabilizar el patrón más equilibrado de competitividad internacional entre los Estados miembros, establecido tras los recientes ajustes cambiarios.

Como ya se señaló en el Informe Anual del año pasado, la consecución de los objetivos de política macroeconómica depende fundamentalmente, no sólo de la aplicación de políticas monetarias nacionales apropiadas, sino también de un apoyo adecuado por parte de

la política presupuestaria y del comportamiento salarial. Por estos motivos, el proceso de consolidación presupuestaria debe continuar en los países con déficit presupuestarios y/o niveles de deuda pública excesivos. En otros países, la debilidad de la actividad económica no debe conducir a incrementos del déficit superiores a los que se deriven del funcionamiento de los estabilizadores automáticos. Por otro lado, aunque en algunos países de la Comunidad se moderaron los crecimientos de los salarios nominales en 1992, es necesario que se produzcan reducciones adicionales importantes allí donde los costes laborales crecieron a un ritmo más elevado. Dado el papel crucial que desempeñan los mercados de trabajo dentro de la economía, todos los países de la Comunidad deberían poner en práctica, sin más demora, las medidas estructurales necesarias para mejorar su flexibilidad. Finalmente, deberían aplicarse rápidamente las políticas de oferta adecuadas en aquellos países donde la presencia de prácticas no competitivas en determinados mercados de bienes y servicios obstaculiza una reducción más rápida de la inflación.

En conclusión, es de la máxima importancia mejorar la combinación de políticas monetarias y presupuestarias, y reforzar las políticas de oferta de los países de la Comunidad. Tal y como la desfavorable evolución económica y financiera en 1992 ha puesto de manifiesto, es preciso progresar en estos aspectos, no sólo para establecer las bases de un crecimiento económico sostenido, sino también para recuperar la credibilidad del SME y alcanzar el grado de convergencia y de flexibilidad de los mercados necesario para culminar con éxito el proceso de la UEM.

4. EVOLUCION DEL MERCADO DEL ECU PRIVADO

El ecu privado ha seguido siendo esencialmente un instrumento financiero. Su uso en el sector bancario y en los mercados de valores continuó creciendo en 1992, aunque a un ritmo menor que en años anteriores (véase cuadro 5). Al mismo tiempo, el ecu privado fue negociado muy activamente en los mercados de divisas y de futuros. No obstante, esta evolución no estuvo acompañada por una expansión significativa en su uso para transacciones no financieras, que permaneció muy restringido.

Este período se caracterizó por dos fases distintas. En la primera mitad de 1992, el ecu privado continuó creciendo uniformemente después de alcanzarse el acuerdo sobre el Tratado de Maastricht en diciembre de 1991. En la segunda parte del año, sin embargo, se registró una marcada desaceleración como consecuencia de las dificultades encontradas en la ratificación del Tratado y las posteriores tensiones en el Mecanismo de Cambios del SME. La mayor variabilidad de los tipos de interés y de los tipos de cambio en la Comunidad aumentó de forma sensible los riesgos asociados a las inversiones denominadas en ecus. Los participantes del mercado se dirigieron a monedas tradicionalmente fuertes o trataron de cubrir

sus posiciones en ecus, tal y como refleja el brusco incremento en el volumen de negocios en los mercados de futuros en ecus de Londres y París.

Esta pauta de evolución del mercado se reflejó tanto en el mercado bancario como en el de bonos. A diferencia de 1991, el nivel global de préstamos en ecus privados se expandió sólo moderadamente. Mientras que los activos interbancarios se incrementaron ligeramente, los préstamos bancarios a agentes no bancarios permanecieron, en líneas generales, constantes en los nueve primeros meses de 1992. Los pasivos de los bancos denominados en ecus, tanto interbancarios como el resto, se incrementaron significativamente hasta finales de junio, pero se redujeron ligeramente en el tercer trimestre del año. La disminución de los pasivos en ecus del sector bancario es atribuible principalmente a la reducción de los depósitos mantenidos por los bancos centrales. Esto fue, en parte, el resultado de las intervenciones en ecus privados en los mercados de cambios -las reservas de los bancos

CUADRO 5: MERCADOS FINANCIEROS DEL ECU (a)

Concepto	Saldos en mm de ecus (fin de período)					
	Dic. 90	Dic. 91	Mar. 92	Jun. 92	Sept. 92	Dic. 92
Bonos internacionales	54,9	75,1	82,8	86,7	86,6	83,6
Bonos nacionales	35,1	40,2	42,7	43,1	44,0	43,3
Letras del Tesoro	8,4	6,9	7,1	6,9	6,9	7,9
Europagarés y Euronotes	6,1	9,2	11,6	10,7	8,6	7,6
Activos bancarios (a)	148,4	188,3	190,7	192,6	198,4	n.d.
- frente a entidades no bancarias (b)	34,1	59,2	56,0	58,1	59,2	n.d.
- interbancarios (c)	114,3	129,1	134,7	134,5	139,2	n.d.
Pasivos bancarios (a)	147,2	187,4	200,1	204,2	199,4	n.d.
- frente a entidades no bancarias (b)	22,3	28,5	33,1	35,5	35,0	n.d.
- interbancarios (c)	124,9	158,9	166,9	168,7	164,3	n.d.
Pro memoria: Saldos de ecus privados de los bancos centrales	27,1	28,8	32,2	30,6	21,0	19,2

Fuente: BIS.

(a) Debido a la ampliación del área que suministra información, hay una ruptura en las series en 1991, de forma que las cifras correspondientes a 1990 y 1991 no son comparables. (b) Sólo entidades no bancarias identificadas como tales (c) Obtenido por residuo (incluye los bancos centrales).

centrales en ecus privados disminuyeron desde 30,6 mm a finales de junio de 1992 hasta 21 mm a finales de septiembre de 1992-; en parte, también fue reflejo de la disminución del flujo de nuevos depósitos en ecus realizados por los bancos centrales, ante la reducción de las emisiones públicas de valores denominados en ecus.

El giro completo en el comportamiento del mercado en la segunda mitad de 1992 fue especialmente pronunciado en el segmento de valores denominados en ecus de los mercados financieros. Al agotarse la demanda de activos en ecus en la segunda mitad de 1992, surgió una prima en el rendimiento de los bonos en ecus a largo plazo con respecto a su rendimiento teórico. Como consecuencia, las nuevas emisiones en ecus se encarecieron relativamente, reduciéndose, por lo tanto, el atractivo de los programas de empréstito en ecus que, por ende, fueron recortados. Dado el sustancial recorte de la emisión de bonos en ecus, éste cayó desde el tercero al sexto lugar en el *ranking* de monedas utilizadas en las emisiones de bonos internacionales. No obstante, debido a los bajos niveles de amortización, el saldo vivo de bonos denominados en ecus se incrementó ligeramente en el período considerado. Por el contrario, el volumen de instrumentos a corto plazo denominados en ecus disminuyó como resultado de la contracción en el sector de *Euro-notes* y Euro-pagarés de empresa.

A pesar de las difíciles condiciones, el mercado del ecu mostró capacidad de adaptación. En concreto, el ecu mostró su capacidad para adaptarse a las violentas fluctuaciones de las monedas que lo componen, tal como atestigua la rápida vuelta a un diferencial pequeño entre el valor del mercado y el valor teórico del tipo de cambio y del tipo de interés del ecu. A principios de 1993, hubo un resurgimiento en la emisión de bonos en ecus.

El informe sobre el mercado de cambios, realizado en abril de 1992 en los principales centros financieros, mostró un incremento en el uso del ecu privado. Comparado con abril de 1989, momento en que se realizó el anterior informe, el ecu privado supuso un 3% del total de transacciones frente al 0,9% registrado tres años antes. En la Comunidad, las transacciones en ecus privados supusieron entre un 5% y un 10% del total de volumen del mercado de divisas en la mayor parte de los Estados miembros.

CUADRO R1: PIB REAL

País	Variación porcentual sobre el año anterior			
	Media 1987-89	1990	1991	1992 (a)
Bélgica	3,6	3,4	1,9	0,8
Dinamarca	0,7	2,0	1,2	1,0
Alemania (occidental) (b)	2,8	5,1	3,7	1,5
Grecia	2,4	-0,1	1,8	1,5
España	5,2	3,7	2,3	1,0
Francia	3,9	2,3	0,9	1,8
Irlanda	5,5	8,3	2,5	2,4
Italia	3,4	2,2	1,4	1,0
Luxemburgo	6,1	4,6	2,7	2,5
Holanda	2,5	3,9	2,3	1,4
Portugal	4,9	4,2	2,4	1,8
Reino Unido	3,7	0,6	-2,5	-0,6
CE: (c)				
Media	3,5	2,8	1,2	1,1
Dispersión (d)	0,8	1,6	2,0	0,8
Países en la banda estrecha desde el inicio del SME: (c)				
Media	3,2	3,8	2,3	1,6
Dispersión (d)	0,8	1,4	1,3	0,3
Estados Unidos	3,6	0,7	-1,3	2,0
Japón	4,9	5,2	4,4	1,5

Fuentes: Datos nacionales; Comisión de la CE.

- (a) Estimaciones.
- (b) Para el año 1992, las cifras correspondientes son:
6,1% para Alemania oriental, y 1,9% para Alemania en su totalidad.
- (c) Ponderaciones del PIB de 1989 sobre la base de tipos de cambio PPP de 1989.
- (d) Desviación típica ponderada.

CUADRO R2: TASAS DE PARO (a)

País	Porcentaje sobre la población activa civil			
	Media 1987-89	1990	1991	1992 (b)
Bélgica	10,0	7,6	7,5	8,2
Dinamarca	6,6	8,1	8,9	9,5
Alemania (occidental) (c)	6,1	4,8	4,2	4,5
Grecia	7,5	7,0	7,7	7,7
España	19,1	16,3	16,3	18,4
Francia	9,9	9,0	9,5	10,0
Irlanda	17,0	14,5	16,2	17,8
Italia	10,9	10,0	10,0	10,1
Luxemburgo	2,1	1,7	1,6	1,9
Holanda	9,2	7,5	7,0	6,7
Portugal	5,9	4,6	4,1	4,8
Reino Unido	8,7	7,0	9,1	10,8
CE:				
Media	9,7	8,3	8,7	9,5
Dispersión (d)	2,7	2,6	3,3	3,7
Países en la banda estrecha desde el inicio del SME:				
Media	8,1	7,2	7,1	7,4
Dispersión (d)	2,2	2,2	2,8	2,9
Estados Unidos (e)	5,7	5,5	6,7	7,3
Japón (e)	2,5	2,1	2,1	2,1

Fuente: Eurostat.

- (a) Definición normalizada.
- (b) Estimaciones.
- (c) Para 1992, las tasas de paro (según las definiciones nacionales) fueron: 14,3% para Alemania oriental y 7,7% para Alemania en su totalidad.
- (d) Desviación típica ponderada.
- (e) Porcentaje sobre la población activa total.

CUADRO R3: PRECIOS AL CONSUMO

País	Variación porcentual sobre el año anterior				12 meses hasta:	
	Media 1987-89	1990	1991	1992(a)	Dic 91	Dic 92(a)
Bélgica	2,0	3,5	3,2	2,4	2,8	2,4
Dinamarca	4,4	2,6	2,4	2,1	2,3	1,5
Alemania (occidental) (b)	1,4	2,7	3,5	4,0	4,2	3,7
Grecia	14,5	20,4	19,5	15,8	18,0	14,4
España	5,6	6,7	5,9	5,9	5,5	5,3
Francia	3,2	3,4	3,1	2,8	3,1	2,0
Irlanda	3,1	3,2	3,2	3,0	3,6	2,3
Italia	5,4	6,5	6,4	5,3	6,1	4,8
Luxemburgo	1,6	3,7	3,1	3,2	2,6	2,9
Holanda	0,4	2,5	3,9	3,7	4,9	2,6
Portugal	10,5	13,4	11,4	8,9	9,6	8,4
Reino Unido	5,6	9,5	5,9	3,7	4,5	2,6
CE: (c)						
Media	4,1	5,7	5,1	4,3	4,8	3,7
Dispersión (d)	2,5	3,4	2,6	2,0	2,2	2,0
Países en la banda estrecha desde el inicio del SME: (c)						
Media	2,1	3,0	3,3	3,3	3,7	2,8
Dispersión (d)	1,0	0,4	0,3	0,6	0,7	0,8
Estados Unidos	4,2	5,4	4,3	3,0	3,1	2,9
Japón	1,0	3,1	3,3	1,7	2,7	1,2

Fuentes: Datos nacionales, BIS.

- (a) En parte, estimaciones.
- (b) En el año 1992, los precios al consumo aumentaron un 11,1% en Alemania oriental. Durante los doce meses hasta el mes de diciembre de 1992, la tasa de inflación medida por los precios al consumo fue del 2,8% en Alemania oriental. Para Alemania en su totalidad, las cifras no se han elaborado.
- (c) Las ponderaciones del gasto en consumo de 1989 se han basado en tipos de cambio PPP de 1989.
- (d) Desviación típica ponderada.

CUADRO R4: REMUNERACION POR EMPLEADO (a)

País	Variación porcentual sobre el año anterior			
	Media 1987-89	1990	1991	1992 (b)
Bélgica	3,1	5,8	6,8	5,7
Dinamarca	5,6	3,6	3,8	2,7
Alemania (occidental) (c)	3,0	4,8	6,0	5,4
Grecia	16,1	18,4	15,0	12,6
España	6,8	8,7	8,0	9,0
Francia	4,5	5,2	4,3	4,1
Irlanda	5,1	4,7	5,7	6,2
Italia	8,6	10,5	8,8	4,7
Luxemburgo	4,9	7,0	4,4	5,1
Holanda	1,7	3,3	5,2	5,1
Portugal	12,9	17,3	17,7	14,0
Reino Unido	8,6	9,8	8,2	6,1
CE: (d)				
Media	6,1	7,6	7,1	5,7
Dispersión (e)	2,9	3,2	2,4	2,0
Países en la banda estrecha desde el inicio del SME: (d)				
Media	3,6	4,8	5,3	4,8
Dispersión (e)	1,0	0,6	0,9	0,8
Estados Unidos	4,2	4,9	5,1	2,4
Japón	3,7	5,3	4,4	3,2

Fuentes: Datos nacionales; Comisión de la CE.

- (a) Para el total de la economía, en términos nominales.
- (b) Estimaciones.
- (c) Para 1992, las cifras correspondientes son: 35,4% para Alemania oriental y 9,7% para Alemania en su totalidad.
- (d) Las ponderaciones del PIB de 1989 expresadas en tipos de cambio PPP de 1989.
- (e) Desviación típica ponderada.

CUADRO R5: NECESIDADES DE FINANCIACION DE LAS ADMINISTRACIONES PUBLICAS (a)

País	Porcentaje sobre el PIB nominal			
	Media 1987-89	1990	1991	1992 (b)
Bélgica	-7,0	-5,8	-6,7	-6,9
Dinamarca	0,8	-1,5	-2,2	-2,4
Alemania (c)	-1,9	-3,1	-3,9	-3,8
Grecia	-14,9	-17,4	-15,4	-9,1
España	-3,1	-3,9	-4,9	-4,4
Francia	-1,6	-1,4	-1,9	-3,0
Irlanda	-4,4	-2,5	-2,4	-2,6
Italia	-10,5	-10,9	-10,2	-10,0
Luxemburgo	2,2	3,3	-1,5	-2,5
Holanda	-6,0	-4,4	-3,5	-3,8
Portugal (d)	-8,1	-6,1	-5,7	-5,0
Reino Unido	0,2	-1,3	-2,7	-6,1
CE:				
Media	-3,6	-4,2	-4,7	-5,3
Dispersión (e)	3,9	3,9	3,1	2,5
Países en la banda estrecha desde el inicio del SME:				
Media	-2,3	-2,7	-3,2	-3,6
Dispersión (e)	1,8	1,3	1,3	0,9
Estados Unidos	-2,0	-2,5	-3,4	-4,8
Japón	1,5	3,0	2,4	2,2

Fuentes: Datos nacionales; Comisión de la CE.

- (a) Las cifras pueden no corresponder con los criterios a utilizar en el procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo previsto en el Tratado de Maastricht, que todavía están sujetos a discusión con vistas a su armonización.
- (b) Estimaciones.
- (c) Hasta 1989, sólo Alemania occidental.
- (d) Préstamo neto.
- (e) Desviación típica ponderada.

CUADRO R6: BALANZAS POR CUENTA CORRIENTE

País	Porcentaje de PIB nominal			
	Media 1987-89	1990	1991	1992 (a)
Bélgica-Luxemburgo	2,2	1,9	2,5	2,3
Dinamarca	-1,7	1,0	1,7	3,3
Alemania (b)	4,4	3,0	-1,2	-1,3
Grecia	-3,1	-5,3	-2,1	-2,7
España	-1,2	-3,4	-3,2	-3,4
Francia	-0,5	-0,8	-0,5	0,2
Irlanda	-0,5	0,1	3,4	5,7
Italia	-0,7	-1,3	-1,8	-2,0
Holanda	2,5	3,8	3,0	2,6
Portugal	-0,3	-0,3	-1,0	-0,2
Reino Unido	-2,9	-3,1	-1,1	-2,1
CE:				
Media	0,4	-0,3	-0,9	-1,0
Dispersión (c)	2,6	2,5	1,4	1,7
Países en la banda estrecha desde el inicio del SME:				
Media	2,0	1,5	-0,2	0,1
Dispersión (c)	2,3	1,8	1,4 ⁴	1,6
Estados Unidos	-2,7	-1,4	0,2	-1,0
Japón	2,8	1,3	2,5	3,2

Fuentes: Datos nacionales; Comisión de la CE.

- (a) Estimaciones.
- (b) Hasta 1989, sólo Alemania occidental.
- (c) Desviación típica ponderada.

CUADRO R7: AGREGADOS MONETARIOS AMPLIOS (a)

País	Variación porcentual: IV trimestre sobre IV trimestre			
	Media 1987-89	1990	1991	1992 (b)
Bélgica	10,2	5,7	9,8	9,2 (c)
Dinamarca	3,1	8,1	5,6	1,3
Alemania (c)	5,9	5,6	5,2	9,4
Grecia	23,9	15,7	10,6	16,9
España	15,2	10,8	11,4	4,9
Francia	8,9	8,2	3,9	5,9
Irlanda	6,8	16,7	5,2	8,3
Italia	8,1	9,6	8,3	5,9
Luxemburgo	21,3	25,1	2,1	9,0
Holanda	8,9	6,7	5,7	6,3
Portugal	16,1	15,6	14,7	13,4
Reino Unido	17,1	12,1	6,2	3,7
CE: (e)				
Media	10,6	9,3	6,9	6,5
Dispersión (f)	4,6	3,4	2,8	2,5
Países en la banda estrecha desde el inicio del SME: (e)				
Media	7,7	6,7	5,1	7,3
Dispersión (f)	2,0	2,3	1,0	1,8
Estados Unidos	4,8	4,0	3,0	1,9
Japón	10,6	9,2	3,1	-0,2

Fuentes: Datos nacionales; BIS.

- (a) Los agregados seleccionados han sido los siguientes: Bélgica: M4H; Dinamarca: M (=M3H); Alemania: M3; Grecia: M3; España: ALP; Francia: M3; Irlanda: M3E (=M3H); Italia: M2 (=M3H); Luxemburgo: M3H; Holanda: M3H; Portugal: L-; Reino Unido: M4; Estados Unidos: M2; Japón: M2+CD. Para la CE y el Mecanismo de Cambios del SME se ha calculado M3H (agregado armonizado).
- (b) En parte, estimado.
- (c) Variación porcentual: III trimestre sobre III trimestre.
- (d) Hasta 1989, sólo Alemania occidental.
- (e) Las ponderaciones del PIB del año 1989 se han basado en los tipos de cambio PPP de 1989.
- (f) Desviación típica ponderada.

II. INSTRUMENTOS Y TECNICAS DE POLITICA MONETARIA EN LOS PAISES DE LA COMUNIDAD

Hay un acuerdo unánime entre los bancos centrales de la Comunidad de que la política monetaria debe tener como objetivo final alcanzar y mantener la estabilidad de precios. Existen, sin embargo, diferencias entre las diversas formas en que se llevan a cabo las políticas monetarias nacionales. Algunos países fijan un objetivo intermedio de crecimiento de la oferta monetaria, o de expansión de sus contrapartidas internas, mientras que otros tienen como objetivo fundamental el seguimiento del tipo de cambio. Tras la salida del Mecanismo de Cambios del SME de la libra esterlina, las autoridades del Reino Unido han adoptado un objetivo explícito de inflación.

No obstante, a pesar de estas diferencias, los tipos de interés del mercado de dinero son un **objetivo operativo** importante, o tal vez el objetivo clave, en la orientación diaria de la política monetaria en todos los países de la Comunidad. Además, en los últimos años, el aumento en la utilización de técnicas basadas en el mercado ha incrementado la convergencia de los instrumentos y procedimientos usados por los bancos centrales nacionales para influir sobre los tipos de interés a corto plazo del mercado (véase el anexo I, en el que se describen los principales cambios desde el comienzo de la primera fase de la Unión Económica y Monetaria).

El cuadro 6 presenta un resumen de los principales instrumentos y técnicas monetarias utilizados en los países de la Comunidad. En él se observa que, en la actualidad, las operaciones de mercado abierto son el principal instrumento en la mayoría de los Estados miembros. Sin embargo, aún persisten diferencias entre los diversos países, especialmente en lo que respecta al uso del coeficiente de caja, la importancia de las líneas de crédito ofrecidas por los bancos centrales (tales como ventanillas de descuento, otras formas de préstamo directo y cuentas de depósito) y la frecuencia con la que opera el banco emisor en el mercado. Además, los bancos centrales de la Comunidad pueden usar distintas estrategias para indicar cuáles son sus intenciones.

1. INSTRUMENTOS PRINCIPALES

Los bancos centrales influyen en los tipos de interés de los mercados monetarios al fijar las condiciones en que atienden a la demanda de activos de caja de las entidades de crédito, efectuada para cubrir tanto la liquidación de los sistemas de compensación como para

CUADRO 6 : INSTRUMENTOS Y TECNICAS DE POLITICA MONETARIA

Concepto	BELGICA	DINAMARCA	ALEMANIA	GRECIA	ESPAÑA	FRANCIA	IRLANDA	ITALIA	HOLANDA	PORTUGAL	REINO UNIDO
COEFICIENTES DE CAJA OBLIGATORIOS MANTENIDOS CON FINES DE POLITICA MONETARIA											
-Nivel (% del PIB) (a)	NO	NO	SI 2,7 No	SI 3,9 Parcialmente	SI 2,0 No	SI 0,1 No	SI 1,8 (a tipo por debajo del de mercado)	SI 8,0 Parcialmente	NO	SI 16,1 Parcialmente	NO
-Remuneración	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
LINEAS DISPONIBLES(b)											
-De crédito a tipos por debajo o próximos al de mercado (tipo de interés)	<input type="checkbox"/>	-	<input checked="" type="checkbox"/> (por debajo del de mercado)	-	-	-	-	<input checked="" type="checkbox"/> (próximo al de mercado)	<input checked="" type="checkbox"/> (por debajo del de mercado)	-	-
-De depósito	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	-	-	-	-	<input checked="" type="checkbox"/>	-	-	-	-
-Refinanciación marginal	<input type="checkbox"/>	-	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO											
1. Clases (b)											
- Operaciones en firme (c)	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	-	<input checked="" type="checkbox"/>	-	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
- Operaciones dobles con valores nacionales	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
- Operaciones swap con divisas	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	-	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	-
2. Frecuencia de las operaciones (d)	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
3. Procedimientos de la subasta (b)											
- subasta por volumen	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	-	<input type="checkbox"/>	-	-	-	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	-
- subasta por tipo de interés	<input type="checkbox"/>	-	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	-	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>

- No procede o no se utiliza.

(a) Saldo vivo a finales de 1992.

(b) Importancia en el suministro (o drenaje) de liquidez al (del) mercado: Poca Bastante Mucha.

(c) Incluyen certificados de depósito emitidos por el banco central en los casos de Dinamarca y Portugal, y préstamos a un día sin garantía en el caso de Grecia.

(d) Aproximadamente, una vez por semana Varias veces por semana Más de una vez al día

satisfacer el coeficiente de caja obligatorio. Sin embargo, puede haber situaciones en las que los activos de caja existentes superen las necesidades de las entidades. En ese caso, los bancos centrales influyen sobre los tipos a corto plazo fijando las condiciones en las que ofrecen cuentas de depósito, emiten deuda a corto plazo, o venden activos financieros.

En muchos países, el **coeficiente de caja** ayuda a crear o aumentar la demanda de activos de caja del banco central. Por otra parte, cuando el coeficiente de caja ha de cumplirse en promedio sobre un período de tiempo -que es lo habitual en los países de la Comunidad-, el sistema bancario puede hacer frente a sus carencias o excesos temporales de liquidez en el mercado sin que se precise la intervención de los bancos centrales, lo cual posibilita la reducción de las variaciones en los tipos de mercado a muy corto plazo. Sin embargo, cuando los activos de cobertura no están remunerados a tipos de mercado, los coeficientes de caja suponen un impuesto implícito sobre la actividad de intermediación bancaria, hecho que puede impulsar la desintermediación y deslocalización financiera. Para prevenir este proceso, algunos Estados miembros prefieren remunerar el coeficiente a tipos de mercado o no utilizarlo con una finalidad monetaria, y usar, cuando sea necesario, otro tipo de instrumento para generar carencias de liquidez en el mercado.

Las **líneas de crédito permanente** son abiertas por los bancos centrales a tipos anunciados previamente y pueden ser utilizadas por las diferentes entidades a iniciativa propia. Estos créditos continúan desempeñando un importante papel en la regulación de las condiciones de mercado y en la señalización de las intenciones de las autoridades monetarias. Las líneas de préstamo a tipos inferiores a los de mercado sólo proporcionan una parte importante de la oferta de liquidez de los bancos centrales en Holanda (a través de anticipos materializados en cuenta corriente) y en Alemania (a través del redescuento de letras de cambio). En la mayoría de los países de la Comunidad, estas líneas no existen o no se usan con asiduidad. Las cuentas de depósito se utilizan en algunos países para drenar los excesos de liquidez, y, a veces, para fijar un límite inferior a la evolución de los tipos de interés a muy corto plazo. Finalmente, la mayoría de los bancos centrales proporciona una línea de descubierto, para cubrir los desajustes en los sistemas de compensación y liquidación al cierre de la sesión. Esta línea se proporciona a un tipo penalizador y a menudo supone un límite superior a la evolución los tipos de interés a muy corto plazo.

En la última década, una característica común de la instrumentación de la política monetaria de la Comunidad ha sido el aumento de las **operaciones de mercado abierto** y el descenso en la utilización de las líneas de crédito. En la actualidad, la mayoría de los bancos centrales prefiere utilizar operaciones de mercado abierto, porque pueden llevarse a cabo discrecionalmente y se basan en mecanismos de mercado para distribuir la liquidez y dar señales sobre la política monetaria.

En la mayoría de los países de la Comunidad, se realizan operaciones de mercado abierto consistentes en **compraventas a vencimiento**, pero sólo en el Reino Unido, Dinamarca y Portugal son el principal instrumento de la política monetaria. Más de la mitad de las operaciones del Banco de Inglaterra en los mercados monetarios son compras a vencimiento de títulos con diferentes fechas de amortización. Desde abril de 1992, el Banco Nacional de Dinamarca ha estado emitiendo de forma regular certificados de depósito en los que el tipo de interés se fija a niveles de mercado; dichos certificados pueden ser recomprados por el banco central cuando éste precisa inyectar liquidez. En Portugal, los excesos de liquidez existentes en el mercado normalmente son drenados por medio de la emisión de títulos del banco central. Desde la importante reducción registrada por el coeficiente de caja alemán en la primavera de 1993, el *Deutsche Bundesbank* ha emitido títulos a corto plazo con la denominación de papel descontable del Tesoro, que pueden ser vendidos tanto a bancos como a entidades no bancarias.

Las **compraventas dobles de valores** en los mercados internos se han convertido en el principal instrumento para regular las condiciones de los mercados monetarios en la mayoría de los Estados miembros. Las operaciones de compra y posterior reventa (*repos*), que reúnen en un mismo contrato la compra de títulos y su posterior reventa en determinada fecha futura a un precio dado, son utilizadas para inyectar liquidez. Por el contrario, las ventas con pacto de recompra (*reverse repos*) sirven para drenar liquidez. El atractivo de estas operaciones radica en el hecho de que pueden instrumentarse rápidamente sin que afecten significativamente al precio de los activos utilizados en la operación. Además, el banco central conserva la iniciativa para fijar la cantidad, el momento y la duración del contrato, y para decidir si las renueva o las mantiene hasta el vencimiento.

Las operaciones **swap de divisas** (combinaciones de compraventas al contado y a plazo) pueden usarse como instrumento de política monetaria interior sin que exista un impacto directo sobre los tipos de cambio. Además, pueden ser muy flexibles en cuanto a importe y fecha de amortización. En Irlanda, donde se pueden liquidar con fecha valor en el mismo día, operaciones de este tipo constituyen un instrumento monetario muy importante. Otros países de la Comunidad utilizan algunas veces dichas operaciones, especialmente cuando el banco central desea esterilizar el impacto sobre la liquidez interna de grandes movimientos en las reservas de divisas.

2. PRINCIPALES TECNICAS

Los procedimientos de política monetaria varían de unos países de la Comunidad a otros, sobre todo por la frecuencia de las operaciones del banco central, por la fijación de los volúmenes de las transacciones y de los tipos de interés, así como por la selección de las

entidades de contrapartida de dichas operaciones.

La **frecuencia** de las operaciones de mercado abierto está relacionada, a menudo, con el plazo de su vencimiento, aunque también puede reflejar el entorno financiero, y, en particular, la importancia del coeficiente de caja. En el Reino Unido, por ejemplo, al no existir coeficiente legal de caja, el banco central suele intervenir en el mercado varias veces al día. En Alemania, en cambio, donde el coeficiente de caja desempeña un papel importante en la estabilización de la demanda de activos de caja, el banco central interviene normalmente sólo una vez a la semana. En Francia, recientemente, ha tendido a aumentar la frecuencia de las intervenciones del banco central, en parte como resultado de disminuciones en el coeficiente de caja. La frecuencia de las operaciones, en algunos casos, puede reflejar también el grado de control que el banco central desea ejercer sobre los tipos a corto plazo del mercado.

En el caso de las líneas de crédito permanentes, los tipos de interés son anunciados previamente por los bancos centrales, y los importes son determinados por la demanda de las entidades, aunque generalmente están sujetos a ciertos límites. En el caso de operaciones de mercado abierto, diversas técnicas de subasta permiten a los bancos centrales fijar **tipos de interés y/o volúmenes**, más flexiblemente. Las "subastas de volumen", en las que las entidades pujan sólo por las cantidades ofertadas por el banco central a un tipo predeterminado, son útiles para hacer explícitas las intenciones de política monetaria y estabilizar las expectativas del mercado. Las "subastas de tipo de interés", en las que las entidades realizan peticiones que expresan tanto el volumen como el tipo de interés, ofrecen un mayor juego a las fuerzas de mercado en la determinación del tipo de interés. La mayoría de los bancos centrales de la Comunidad tiende a usar estas técnicas, aunque algunos tratan de aprovechar las ventajas de cada una en función de las circunstancias.

Entre los países de la Comunidad, existen diversos criterios sobre si las operaciones del banco central han de realizarse con todos los participantes en el mercado monetario o sólo con algunos intermediarios. En el Reino Unido y Bélgica, el deseo de mejorar la eficiencia ha llevado a los bancos centrales a realizar la mayoría de sus operaciones a través de un grupo reducido de **entidades de contrapartida** especializadas. La mayoría de los restantes bancos centrales de la Comunidad opera, en principio, con todos los participantes en el mercado. No obstante, en algunos países, el banco central escoge grandes bancos o creadores de mercado cuando desea introducir un cambio rápido en los tipos de interés de mercado a través de operaciones de *fine-tuning*.

3. INDICACION DE LA ORIENTACION DE LA POLITICA MONETARIA

Los bancos centrales informan al mercado de la orientación de su política, a través, principalmente, de los tipos de referencia (véase gráfico 6). Frecuentemente, dichos tipos son

los aplicados a las líneas de crédito permanente, pero también pueden ser aquellos a los que los bancos centrales absorben o inyectan liquidez a través de operaciones de mercado abierto. Algunos de los bancos centrales de la Comunidad, como en el caso de Irlanda, basan su política en un solo tipo de interés tanto para guiar el curso de los tipos de interés del mercado como para señalar la orientación de su política.

Otros bancos centrales emplean varios tipos de referencia, lo que puede otorgar más flexibilidad, tanto para gestionar sus operaciones como para manifestar la orientación de su política monetaria. En algunos casos, un tipo de referencia sirve para fijar un límite superior o inferior a los tipos de mercado, y otro tipo de referencia sirve para guiarlos. En otros casos, como en Bélgica, hay dos tipos de referencia que establecen una banda de fluctuación para los tipos de mercado a corto plazo, que son manejados por el banco central a través de operaciones de mercado abierto.

Los bancos centrales pueden también señalar sus intenciones modificando algunos de sus procedimientos, en particular el mecanismo de la subasta o el vencimiento de las operaciones de mercado. Por ejemplo, algunos bancos centrales, como hizo el *Bundesbank* en septiembre de 1992, pueden pasar de celebrar subastas de tipo de interés a realizar subastas de volumen, para estabilizar las expectativas del mercado, o para reforzar el impacto de los ajustes de los tipos de interés oficiales.

III. CARACTERISTICAS INSTITUCIONALES DE LOS BANCOS CENTRALES DE LA COMUNIDAD

1. ESTATUTOS E INDEPENDENCIA

El Tratado de la Unión Europea establece claramente el mandato para el Sistema Europeo de Bancos centrales (SEBC) de mantener la estabilidad de precios. Para que se cumpla este mandato, es importante que los órganos rectores del SEBC no se vean sometidos a directrices de otros órganos que pudieran estar en conflicto con este objetivo.

En consecuencia, el Estatuto del SEBC establece un número de disposiciones que aseguran que el Sistema será independiente en el cumplimiento de las funciones asignadas. En particular, el Estatuto especifica que el Banco Central Europeo (BCE), los bancos centrales nacionales y cualesquiera miembros de sus órganos rectores deberán actuar sin recibir instrucciones de las autoridades nacionales o de la Comunidad. Además, el Estatuto garantiza que los miembros de los órganos rectores disfruten de garantías de seguridad en el cargo para cumplir sus obligaciones. Aparte de las disposiciones que especifican la independencia política e institucional, otras disposiciones de tipo funcional, operativo y financiero, contenidas en el Estatuto, confirman la independencia económica y práctica del Sistema.

De acuerdo con el artículo 108 del Tratado, cada Estado miembro deberá velar por que su legislación nacional, incluyendo el estatuto de su banco central, sea compatible con el Tratado y el Estatuto del SEBC¹, a más tardar en la fecha de constitución de éste. El artículo 109e(5) estipula que el proceso conducente a la independencia de los bancos centrales deberá empezar durante la segunda fase. La prohibición de descubiertos y de concesión de cualquier tipo de créditos en favor del sector público que pesa sobre los bancos centrales, establecida

¹Esta disposición no se aplica al Reino Unido en cuanto que no participe en la tercera fase de la UEM (ver apartado 5 y 11 del Protocolo sobre determinadas disposiciones relativas al Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte). Además, la decisión adoptada por los Jefes de Estado y de Gobierno, durante las reuniones de la Cumbre de Edimburgo del 11 y 12 de Diciembre de 1992, supone que Dinamarca (que ha notificado que no participará en la tercera fase de la UEM) conserva sus actuales poderes en el terreno de la política monetaria de acuerdo con su normativa nacional, incluyendo los poderes del *Danmarks Nationalbank* en el terreno de la política monetaria.

CUADRO 7: CARACTERISTICAS INSTITUCIONALES DE LOS BANCOS CENTRALES DE LA COMUNIDAD

Concepto	NATIONAL BANK OF BELGIUM	DANMARKS NATIONAL BANK	DEUTSCHE BUNDESBANK	BANK OF GREECE	BANCO DE ESPAÑA	BANQUE DE FRANCE
OBJETIVO ESTATUTARIO PRINCIPAL	Ninguno, aunque se sobrentiende la salvaguarda de la moneda	El mantenimiento de un sistema de moneda seguro y sólido	La salvaguarda de la moneda	El control de la moneda en circulación y del crédito	La salvaguarda del valor de la moneda	La supervisión de la moneda y el crédito
AUTORIDAD LEGAL EN CUANTO A: 1. Régimen cambiario 2. Fijación de objetivos de crecimiento monetario 3. Modificación de los tipos de interés de intervención	1. Gobierno 2. Banco Central (actualmente no se fija ningún) 3. Banco Central	1. Gobierno 2. Banco Central (actualmente no se fija ningún) 3. Banco Central	1. Gobierno 2. Banco Central 3. Banco Central	1. Gobierno 2. Banco Central 3. Banco Central	1. Gobierno 2. Gobierno 3. Banco Central	1. Gobierno 2. Banco Central junto con Gobierno 3. Banco Central junto con Gobierno
COMPETENCIAS 1. Ejecución de las políticas monetaria y cambiaria 2. Emisión de billetes y monedas 3. Servicios del sistema de pagos 4. Banco de bancos y del gobierno 5. Supervisión de instituciones financieras 6. Salvaguarda de la estabilidad financiera 7. Gestión de las reservas oficiales	1. Sí 2. Sí 3. Sí 4. Sí 5. No 6. Sí 7. Sí	1. Sí 2. Sí 3. Sí 4. Sí 5. No 6. Sí 7. Sí	1. Sí 2. Sí 3. Sí 4. Sí 5. No 6. Sí 7. Sí	1. Sí 2. Sí 3. Sí 4. Sí 5. Sí 6. Sí 7. Sí	1. Sí 2. Sí 3. Sí 4. Sí 5. Sí 6. Sí 7. Sí	1. Sí 2. Sí 3. Sí 4. Sí 5. Sí 6. Sí 7. Sí
ORGANOS RECTORES	Gobernador Consejo de Directores Consejo de Regencia Consejo de Censores Consejo General	Consejo de Gobernadores Consejo de Directores Comité de Dirección Comisario Real	Consejo Directorio Consejo de Dirección de los Bancos Centrales de los Länder	Consejo General	Gobernador Subgobernador Consejo General Consejo Ejecutivo	Gobernador Subgobernadores (2) Consejo General
NOMBRAMIENTO DEL GOBERNADOR Por: Mandato:	La Corona a propuesta del Gobierno 5 años (renovable)	La Corona a propuesta del Gobierno Sin especificar	Presidente Federal a propuesta del Gobierno Federal tras consulta del Consejo Normalmente 8 años, mínimo 2 años (renovable)	Gobierno a propuesta del Consejo General 4 años (renovable)	La Corona a propuesta del presidente del Gobierno 4 años (renovable)	Consejo de Ministros Sin especificar
MODIFICACIONES PREVISTAS	En marzo de 1993, se aprobaron disposiciones legales a fin de prohibir la "financiación monetaria" y asegurar la independencia del banco central en el ámbito de la política monetaria	Ninguna	Ninguna	Bajo consideración propuestas para incrementar la independencia del banco en el futuro próximo, y hacer compatible su estatuto con el Tratado de Maastricht.	Proyecto de Ley remitido al Parlamento recientemente. Dicho proyecto introduce todas las disposiciones relativas a los bancos centrales del Tratado de Maastricht.	El Gobierno se ha comprometido a modificar los estatutos del banco, pero no se han presentado aun propuestas oficiales.

CUADRO 7 (Continuación): CARACTERÍSTICAS INSTITUCIONALES DE LOS BANCOS CENTRALES DE LA COMUNIDAD

Concepto	CENTRAL BANK OF IRELAND	BANCA D'ITALIA	INSTITUT MONETAIRE LUXEMBOURGEOIS	NEDERLANDSCHE BANK	BANCO DE PORTUGAL	BANK OF ENGLAND
OBJETIVO ESTATUTARIO PRINCIPAL	La salvaguardia de la integridad de la moneda	Ninguno, aunque se sobrecientende la salvaguardia de la moneda	Promover la estabilidad de la moneda	La salvaguardia del valor de la moneda	El mantenimiento de la estabilidad monetaria nacional y de la solvencia externa de la moneda	Ninguno, aunque se sobrecientende la salvaguardia de la moneda
AUTORIDAD LEGAL EN CUANTO A:						
1. Régimen cambiario	1. Gobierno	1. Gobierno	1. Gobierno	1. Gobierno	1. Gobierno	1. Gobierno
2. Fijación de objetivos de crecimiento monetario	2. Banco Central (actualmente no se fija ningún objetivo)	2. Conjuntamente con el Gobierno	2. No aplicable	2. Banco Central (actualmente no se fija ningún objetivo)	2. Banco Central (actualmente no se fija ningún objetivo)	2. Gobierno
3. Modificación de los tipos de interés de intervención	3. Banco Central	3. Banco Central	3. No aplicable	3. Banco Central	3. Banco Central	3. Banco Central y Gobierno conjuntamente
COMPETENCIAS						
1. Ejecución de las políticas monetaria y cambiaria	1. Sí	1. Sí	1. Sí (en parte)	1. Sí	1. Sí	1. Sí
2. Emisión de billetes y monedas	2. Sí	2. Sí	2. Sí	2. Sí	2. Sí	2. Sí
3. Servicios del sistema de pagos	3. Sí	3. Sí	3. No	3. Sí	3. Sí	3. Sí
4. Banco de bancos y del gobierno	4. Sí	4. Sí	4. No	4. Sí	4. Sí	4. Sí
5. Supervisión de instituciones financieras	5. Sí	5. Sí	5. Sí	5. Sí	5. Sí	5. Sí
6. Salvaguarda de la estabilidad financiera	6. Sí	6. Sí	6. Sí	6. Sí	6. Sí	6. Sí
7. Gestión de las reservas oficiales	7. Sí	7. Sí, conjuntamente con la Oficina Italiana de Cambio	7. Sí	7. Sí	7. Sí	7. Sí (como agente del Gobierno)
ORGANOS RECTORES						
	- Consejo de Directores	- Gobernador, Director General, 2 Vice directores Generales (Directorato) - Consejo de Directores	- Dirección - Consejo	- Consejo de Gobierno - Consejo Supervisor	- Gobernador - Consejo de Directores - Consejo de Auditores - Consejo Asesor	- Corte de Directores
NOMBRAMIENTO DEL GOBERNADOR Por:	- Presidente a propuesta del Gobierno	- Consejo de Directores con aprobación del Gobierno	- Gran Duque a propuesta del Consejo de Ministros	- Propuesto por el Consejo de Gobierno y el Consejo Supervisor y nombrado por la Corona a propuesta del Consejo de Ministros	- Consejo de Ministros a propuesta del ministro de Hacienda	- La Corona a propuesta del Primer Ministro
Mandato:	- 7 años (renovable)	- Vitalicio	- 6 años (renovable)	- 7 años (renovable)	- 5 años (renovable)	- 5 años (renovable)
MODIFICACIONES PREVISTAS	A finales de 1993 se presentará ante el Parlamento un Proyecto de Ley incorporando las modificaciones en la legislación sobre el banco central	- En proyecto, prohibición de anticipos al Tesoro y facultad para fijar el coeficiente de caja - Se están estudiando otros cambios institucionales necesarios para el cumplimiento con el Tratado de Maastricht	En el IML se está elaborando un Proyecto de Ley para ejecutar los cambios legislativos requeridos por el Tratado de Maastricht.	Es probable que los cambios legislativos necesarios para la segunda fase se presenten antes del verano de 1993	Una enmienda para prohibir la suscripción de Letras del Tesoro. Se efectuarán los cambios necesarios dentro del plazo establecido para cumplir con el Tratado de Maastricht	Ninguna. Serán necesarios ciertos cambios si el Reino Unido participa en la tercera fase

en el artículo 104 del Tratado, empezará a aplicarse a partir del comienzo de la segunda fase (véase artículo 109e(3) del Tratado)².

Determinados países han decidido empezar el proceso conducente a la plena independencia de sus respectivos bancos centrales. Con este trasfondo, el siguiente apartado presenta un breve resumen de las actuales características de los bancos centrales nacionales en la Comunidad (véase cuadro 7). Dicha descripción se concentra en los aspectos principales, en tanto que el anexo II ofrece un resumen más extenso de las características nacionales.

2. OBJETIVOS Y FUNCIONES DE LOS BANCOS CENTRALES

No todos los bancos centrales de la Comunidad tienen un objetivo legal claro en el ámbito de la política monetaria. Sin embargo, todos coinciden en que la principal finalidad de dicha política es la de salvaguardar el valor de la moneda o, dicho en otras palabras, perseguir la estabilidad de precios. Incluso en los casos en los que no existe una obligación legal, esta finalidad se considera como una responsabilidad fundamental de la política monetaria.

Las principales funciones de los bancos centrales de la Comunidad son relativamente similares. Todos los bancos centrales son responsables de la ejecución de la política monetaria y de las operaciones de divisas. Además, los bancos centrales de la Comunidad tradicionalmente emiten billetes, actúan como Banco de bancos, proporcionan servicios al Gobierno como agente financiero, gestionan las reservas oficiales, y tienen responsabilidades en cuanto a los sistemas de pagos. En general, los bancos centrales tienen un mandato explícito de salvaguardar la estabilidad financiera, y, en su mayoría, tienen responsabilidades legales respecto a la supervisión bancaria, siendo los casos de Bélgica, Dinamarca y Alemania excepciones a esta regla.

3. DIRECCION DE LAS POLITICAS MONETARIA Y CAMBIARIA

A pesar de la gran semejanza de sus tareas principales, existen diferencias notables en cuanto al grado de responsabilidad del banco central en lo referente a la formulación y ejecución de la política monetaria.

²Modificado por el apartado 11 del Protocolo sobre determinadas disposiciones relativas al Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte, que concede al Gobierno el derecho a mantener la línea de crédito (*Ways and Means*) de que dispone en el Banco de Inglaterra, mientras el Reino Unido no pase a la tercera fase de la UEM.

Formulación y ejecución de la política monetaria

El grado de independencia real en cuanto a la formulación de la política monetaria -como, por ejemplo, el establecimiento de objetivos cuantitativos intermedios- varía considerablemente. Ello depende no sólo de normas legales, sino también de tradiciones históricas y prácticas desarrolladas durante largo tiempo. Las experiencias nacionales varían dentro de un amplio espectro: desde la absoluta discrecionalidad del banco central, como en Alemania, pasando por los casos intermedios en que hay una importante autonomía en la práctica -pero en los que el Gobierno puede tener ciertos derechos legales o consuetudinarios para influir en la propuesta o toma de las decisiones-, hasta casos en que el Gobierno es el máximo responsable de la formulación de la política y en que el banco central juega meramente un papel consultivo.

Un componente clave en la independencia del banco central es el grado de libertad para modificar los tipos de interés oficiales. Desde un punto de vista legal, la mayoría de los bancos centrales de la Comunidad tiene el poder de alterar los tipos de interés básicos. Sin embargo, en algunos países, cabe distinguir entre derechos legalmente determinados y práctica consuetudinaria a la hora de explicar la fuerte implicación del Gobierno en las decisiones clave. En el Reino Unido, por ejemplo, el Gobierno tradicionalmente ha sido el responsable de la formulación de la política monetaria, aunque tras consulta con el banco central. En Francia, las decisiones de política monetaria son tomadas conjuntamente con el Gobierno.

En general, los bancos centrales disponen de una considerable autonomía para seleccionar la combinación de instrumentos de política monetaria y las técnicas usadas en las operaciones del mercado monetario. En Alemania, por ejemplo, el inventario de instrumentos disponibles está contenido en el estatuto del banco central; dentro de ese marco, hay una libertad total para usar los instrumentos con flexibilidad. No obstante, hay que efectuar una advertencia general en cuanto al uso de los coeficientes de caja. Como dichos coeficientes tienen implicaciones fiscales, si no son remunerados a precios de mercado, frecuentemente se produce la intervención del Gobierno en temas como la determinación del coeficiente máximo que puede ser establecido por los bancos centrales o de los instrumentos financieros sujetos a la obligación del coeficiente.

El régimen del tipo de cambio

La mayoría de los países de la Comunidad participa en el Mecanismo de Cambios del SME, y en varios países -Bélgica, Holanda, Irlanda, Luxemburgo y Portugal- el tipo de cambio es el único objetivo intermedio de la política monetaria.

En todos los países de la Comunidad, la facultad para decidir la participación o no en un acuerdo sobre el tipo de cambio, como el SME, pertenece al Gobierno. Lo mismo sucede con las decisiones sobre modificaciones de las paridades centrales. Sin embargo, a

menudo, los bancos centrales disponen de una considerable libertad operativa en cuanto a la ejecución diaria de la política cambiaria. Así, por ejemplo, los bancos centrales en su mayoría, pueden decidir por sí mismos las intervenciones cambiarias, con las excepciones de Francia, donde el Banco de Francia hace el seguimiento de la evolución de su divisa, de acuerdo con las directrices generales del Ministerio de Hacienda, y del Reino Unido, donde el Banco de Inglaterra actúa como agente del Tesoro.

El papel de las autoridades políticas

En varios países, existen actualmente disposiciones legales que posibilitan la limitación de la independencia de los órganos rectores de los bancos centrales, pero, en la práctica, dichos poderes nunca han sido utilizados. En el caso de Holanda, por ejemplo, el ministro de Hacienda tiene autoridad para dar instrucciones al banco central, aunque existen estrictas cláusulas de salvaguardia que controlan este privilegio, incluyendo un procedimiento de apelación y una disposición que permite al banco central hacer pública su opinión. En Bélgica, por lo que se refiere a las decisiones en el ámbito de las funciones básicas del banco central, la facultad legal de suspenderlas o de vetarlas de la que gozaban el comisario del Gobierno y el ministro de Hacienda fue derogada en marzo de 1993. En Alemania, las decisiones respecto a un cambio de la política del banco central pueden declararse en suspenso durante dos semanas, a petición del Gobierno Federal, aunque, pasado dicho período, la decisión del *Bundesbank* debe prevalecer.

En otros bancos centrales, existen también censores oficiales o comisarios nombrados por el Gobierno, cuya función general es la de supervisar el cumplimiento de las obligaciones legales. Sin embargo, los poderes formales difieren de un país a otro. En Francia, por ejemplo, el censor asiste a las reuniones del Consejo General y puede elevar objeciones a las decisiones, en cuyo caso el asunto se reconsidera, mientras que en Grecia, el comisario del Gobierno, que no dispone de derecho al voto, puede vetar decisiones sólo si las considera contrarias al derecho nacional.

En España, representantes del Gobierno forman parte del Consejo General del banco central, con los mismos derechos de voto que el resto de los miembros.

4. PROCEDIMIENTOS DE NOMBRAMIENTO DE LOS GOBERNADORES DE LOS BANCOS CENTRALES

Las autoridades políticas desempeñan un papel importante en el nombramiento de los miembros de los principales órganos rectores de los bancos centrales de la Comunidad. Una descripción completa de los procedimientos nacionales se encuentra detallada en el anexo II. Por motivos de simplificación, este apartado se concentra exclusivamente en el

nombramiento de los gobernadores de los bancos centrales, quienes serán miembros del Consejo del IME y del Consejo de Gobierno o Consejo General del BCE.

Normalmente, los gobernadores de los bancos centrales son nombrados bien por el Jefe de Estado, a propuesta del Gobierno, bien por el mismo Gobierno. Las principales excepciones se encuentran en Italia, donde el nombramiento se lleva a cabo por el Consejo de Directores, aunque con la aprobación del Gobierno; y en Holanda, donde las nominaciones al puesto de gobernador son realizadas por el banco central, aunque el nombramiento formal depende de la Corona. En Alemania, el Consejo del banco central es consultado oficialmente acerca de los nombramientos.

La duración del cargo varía considerablemente entre los países. En un extremo, se encuentran Dinamarca y Francia, donde no existe una duración fija, y, en principio al menos, los nombramientos pueden ser revocados en cualquier momento. En el otro extremo, se sitúa Italia, donde la duración del cargo de gobernador es ilimitada. En los restantes bancos centrales, la duración del cargo va desde los cuatro años renovables (Grecia y España) hasta los ocho años, también renovables, en el caso de Alemania (la duración, en este caso, puede ser menor, aunque nunca inferior a dos años). Las prácticas nacionales actuales pueden ser comparadas con las disposiciones del Estatuto del SEBC, que especifica que la duración del cargo de gobernador de los bancos centrales nacionales deberá ser, en todo caso, igual o superior a cinco años (aunque los mandatos podrán ser renovables). Los miembros del Comité Ejecutivo del BCE serán nombrados por un período de ocho años, no renovable.

5. CAMBIOS PREVISTOS EN LA LEGISLACION DE LOS BANCOS CENTRALES

Como se señaló anteriormente, la legislación aplicable a los bancos centrales debe ser objeto de ciertos cambios. Antes del comienzo de la segunda fase, la legislación debe ajustarse a las disposiciones del Tratado que prohíben la "financiación monetaria" de los déficit presupuestarios. Por otra parte, con anterioridad al comienzo de la tercera fase, todos los bancos centrales deberán ser independientes³.

En este sentido, se han aprobado nuevas disposiciones legales en Bélgica en marzo de 1993. En determinados otros países, los estatutos de los bancos centrales están siendo revisados cuidadosamente y ciertas propuestas de reforma están siendo discutidas. En algunos casos, las deliberaciones se encuentran muy avanzadas: en España, se ha remitido al Parlamento un proyecto de ley que, tras su aprobación, debería entrar en vigor el 1 de enero de 1994. En Grecia, existen proyectos legislativos y se espera que sean remitidos por el Gobierno al Parlamento para su aprobación en la primera mitad de 1993.

³Ver notas 1 y 2 precedentes.

IV. ACTIVIDADES DEL COMITE DE GOBERNADORES Y PREPARACION DE LA UEM

1. ACTIVIDADES DEL COMITE DE GOBERNADORES

El Informe Anual de 1992 contuvo una descripción detallada de las funciones, tareas y estructura organizativa del Comité de Gobernadores. Este apartado describe las actividades regulares del Comité, que abarcan un área amplia y variada: coordinación de las políticas monetarias, supervisión de la evolución del SME, seguimiento del mercado del ecu privado, cuestiones relacionadas con la supervisión bancaria y relaciones con países no comunitarios.

Desde 1992, tras el mandato del Consejo de las Comunidades Europeas, el Comité de Gobernadores tiene encomendada la tarea adicional de preparar las segunda y tercera fases de la UEM, cometido que ha hecho necesaria una adaptación de su estructura organizativa. El trabajo preliminar realizado en este ámbito es descrito en el apartado 2 de este capítulo.

Asimismo, el Comité mantiene estrechas relaciones con otros órganos de la Comunidad y ha establecido vínculos con el sector bancario en ámbitos relacionados con el desempeño de sus funciones.

1.1 Coordinación de las políticas monetarias

El mandato del Comité de Gobernadores establece que dicho Comité debe promover la coordinación de las políticas monetarias "con el fin de alcanzar la estabilidad de precios, condición necesaria para el funcionamiento adecuado del Sistema Monetario Europeo y la consecución de su objetivo de estabilidad monetaria". Dicha función es llevada a cabo mediante un marco común de seguimiento de las políticas monetarias, introducido a mediados de 1990, con el inicio de la primera fase de la UEM.

Dentro de dicho marco, el Comité examina las tendencias monetarias y económicas en la Comunidad, de forma regular, en sus reuniones mensuales. En el otoño, se realiza un análisis prospectivo de tales tendencias, antes de que las decisiones finales sobre los objetivos intermedios de las políticas monetarias sean adoptadas por las autoridades nacionales (ejercicio *ex ante*). A partir de dicho análisis, el Comité de Gobernadores evalúa si las políticas monetarias nacionales diseñadas para el siguiente año, reflejadas en los objetivos intermedios programados, son compatibles con el objetivo de convergencia a la baja de las tasas de inflación en el área de la Comunidad. La evaluación *ex ante* de las políticas monetarias para el año 1992 fue realizada en diciembre de 1991. En la primavera de 1992, tuvo lugar el

ejercicio de seguimiento de la evolución de las variables económicas y monetarias con respecto a las proyecciones iniciales -ejercicio *ex post*-, donde fueron analizadas las causas de las desviaciones y la conveniencia o no de introducir ajustes en las políticas monetarias.

Para la realización de los ejercicios *ex ante* y *ex post*, donde los agregados económicos del conjunto de la Comunidad tienen asignado un papel importante, es utilizado un conjunto de indicadores mutuamente consistentes, seleccionado de común acuerdo. En los ejercicios *ex ante*, para asegurar la consistencia de las proyecciones nacionales, se realizan previsiones del escenario económico y financiero externo a la Comunidad, acordadas por todos los bancos centrales de los Estados miembros. En cuanto a los ejercicios *ex post*, hay que señalar que las bases analíticas, utilizadas para la vigilancia de la coordinación de las políticas económicas, son revisadas y mejoradas con frecuencia. Con ello, es posible evaluar si las directrices de política monetaria que fueron acordadas en el ejercicio *ex ante* resultan adecuadas a tenor de la evolución del entorno económico y financiero. En este contexto, cabe señalar la atención prestada por el Comité de Gobernadores al comportamiento de los depósitos del sector residente en el exterior, activos no incluidos en los agregados monetarios tradicionales (véase recuadro 3).

Por otra parte, el Comité de Gobernadores realizó su informe anual sobre la evolución de las posiciones presupuestarias de los países de la Comunidad y las implicaciones de las mismas para la puesta en práctica de las políticas monetarias, informe que fue transmitido a los ministros de Economía y Hacienda.

1.2 Supervisión de la evolución del SME

Una de las principales actividades del Comité de Gobernadores es el seguimiento del SME. Dicha actividad comprende la vigilancia mensual de la evolución de los mercados de cambios y los tipos de interés, y el análisis de todos los factores que afectan al funcionamiento del Mecanismo de Cambios del SME, incluidas las medidas de política económica.

Desde mediados de 1990, con la implantación de la primera fase de la UEM, el ejercicio de vigilancia mensual ha sido complementado con un examen anual del funcionamiento del SME. El examen de 1992 centró su atención en las turbulencias sufridas por los mercados de cambios en la segunda parte del año (véase capítulo I). En la actualidad, además, el Comité está evaluando las conclusiones que pueden desprenderse de los acontecimientos cambiarios recientes, de acuerdo con la invitación formulada por el Consejo Europeo en su reunión especial, celebrada en *Birmingham*, el 16 de octubre de 1992.

RECUADRO 3: TENENCIAS DE DEPOSITOS TRANSFRONTERIZOS Y ANALISIS MONETARIO

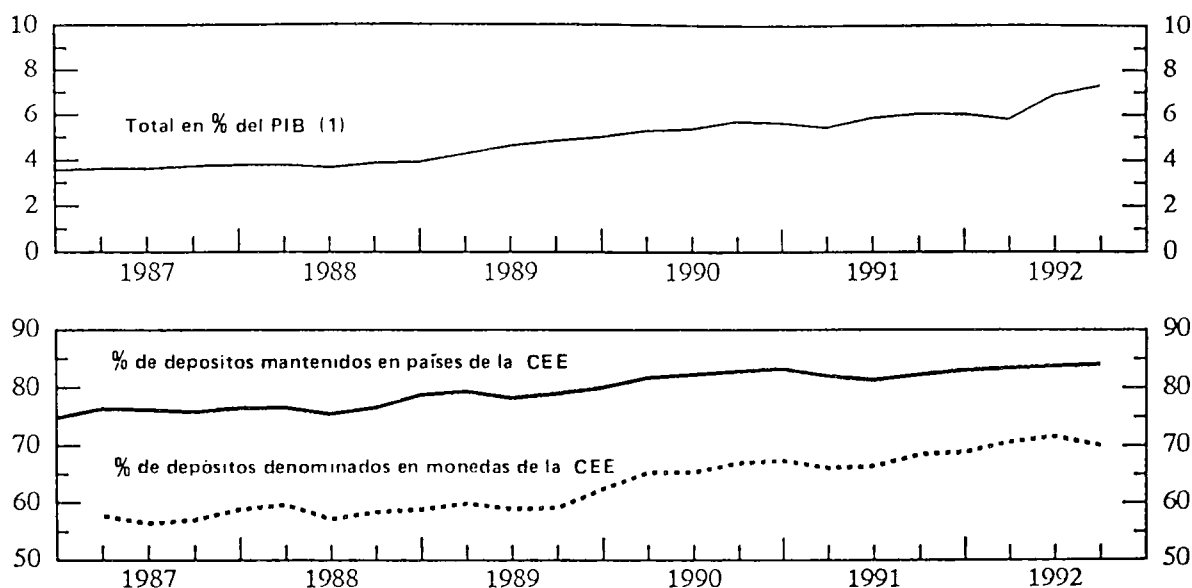
Las tenencias de depósitos transfronterizos se pueden definir como los depósitos mantenidos por los agentes no bancarios en instituciones situadas en países distintos del de residencia del tenedor del depósito. Entre las razones que subyacen a la decisión de mantener depósitos en el exterior, se encuentran: la evolución de ciertas regulaciones nacionales, presentes o esperadas, tales como el coeficiente de caja o la fiscalidad sobre los rendimientos del capital, la reducción de los costes de transacción y la diversificación del "riesgo-país" asociado a una determinada cartera de activos monetarios.

Como se ve en el gráfico adjunto, la integración económica y financiera ha llevado a un crecimiento sostenido en los depósitos transfronterizos que mantienen los residentes de la Comunidad. Sin embargo, existen diferencias significativas entre los distintos países, tanto en relación al volumen de depósitos deslocalizados como a su patrón de crecimiento. Estas diferencias están ligadas a las características específicas de los sistemas financieros nacionales y al impacto de las regulaciones nacionales. En este sentido, el volumen de depósitos transfronterizos en relación al PIB que mantienen los residentes de Bélgica, Alemania, Irlanda, Holanda y Reino Unido supera la media de la Comunidad.

En este mismo gráfico, se muestran los porcentajes de depósitos transfronterizos que mantienen los residentes de la Comunidad en bancos situados dentro de la CE, y la proporción del total denominado en monedas de la Comunidad (este último porcentaje se ha estimado excluyendo la corona danesa, la dracma griega, la peseta y el escudo portugués, divisas para las que no se dispone de datos). La importancia que alcanzan ambos porcentajes para toda la muestra refleja la estrecha integración entre los países de la Comunidad en el campo monetario y financiero.

Sin embargo, y a pesar de la rápida expansión que han registrado los depósitos transfronterizos en los últimos años, continúan representando una proporción relativamente baja del total de activos monetarios de los residentes de la Comunidad. Por consiguiente, los agregados monetarios tradicionales han conservado su utilidad para el análisis monetario. Con todo, cabe esperar que, a medida que prosiga el proceso de integración financiera, la importancia de los depósitos transfronterizos pueda ser cada vez mayor.

DEPOSITOS TRANSFRONTERIZOS DE RESIDENTES NO BANCARIOS EN LA CEE



(1) PIB estimado para 1992

1.3 Seguimiento del mercado del ecu privado

Desde 1984, el Comité realiza anualmente un informe sobre el comportamiento del mercado del ecu privado, que contiene una evaluación de las implicaciones monetarias que conlleva el uso del ecu privado por parte de las autoridades -nacionales y comunitarias- y del sector privado, así como del marco legal y administrativo que sustenta el uso del mismo. Por otra parte, el Comité examina el funcionamiento del sistema de compensación del ecu, y, desde 1992, supervisa la puesta en práctica de las reformas acordadas, en febrero de dicho año, por la Asociación Bancaria del Ecu. Tales reformas están dirigidas a fortalecer la seguridad del sistema, siguiendo las directrices del informe sobre sistemas de compensación interbancaria, elaborado en 1990 por el G-10 (el denominado *Informe Lamfalussy*).

1.4 Cuestiones en el ámbito de la supervisión bancaria

El año pasado, el Comité centró sus trabajos en tres cuestiones en el ámbito de la supervisión bancaria.

En primer lugar, se dedicó una considerable atención a las implicaciones de la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria, que establece el Mercado Unico en el sector bancario y que entró en vigor el 1 de enero de 1993. En virtud de esta Directiva, las entidades de crédito autorizadas en cualquiera de los Estados miembros son libres de establecer sucursales y de prestar servicios en toda la Comunidad, sin necesidad de que se les conceda otra autorización en el Estado miembro de acogida. De acuerdo con el principio básico de supervisión a cargo del país de origen, la responsabilidad de la supervisión corresponde a las autoridades del Estado miembro en el que la entidad ha sido autorizada. La aplicación efectiva de este principio exige el reforzamiento de la actual cooperación entre las autoridades supervisoras del "país de origen", por una parte, y de las del país que alberga las sucursales extranjeras, por otra. Con este objetivo, se están cerrando acuerdos bilaterales para determinar los procedimientos prácticos para la supervisión de las sucursales de entidades de crédito establecidas en otros Estados miembros.

En segundo lugar, el Comité de Gobernadores definió una serie de principios que podrían aplicarse para la vigilancia y la supervisión de conglomerados que incluyen un banco. El Comité consideró asimismo la posibilidad que, para el arbitraje de normativas, supone la distribución de actividades dentro de un conglomerado y en qué medida la falta de transparencia de la estructura del grupo puede incrementar las dificultades de la evaluación de riesgos en el grupo considerado como un todo. El Comité decidió alentar las reuniones entre supervisores bancarios y otras autoridades supervisoras, con objeto de analizar las posibilidades de colaboración y de convergencia de los enfoques respectivos. El resultado de

las deliberaciones del Comité se transmitió al Comité Consultivo Bancario de la CE y al Comité de Supervisión Bancaria de Basilea para ayudarles a avanzar en esos intercambios de opiniones.

En tercer lugar, al igual que otra serie de grupos, el Comité de Gobernadores ha considerado también las lecciones que pueden extraerse del caso del Banco de Crédito y Comercio Internacional (BCCI). Se prestó especial atención al *Informe Bingham* y a las implicaciones para la legislación comunitaria del documento del Comité de Basilea, "Normas mínimas para la supervisión de los grupos bancarios internacionales y de sus establecimientos en el extranjero".

Además, el Comité de Gobernadores está analizando los temas siguientes: las ventajas y limitaciones de las centrales de información de riesgos existentes en varios Estados miembros y de qué manera podría compartirse entre las respectivas autoridades supervisoras la información en ellas contenida, y los indicios de fragilidad financiera y los problemas que ésta causa a los supervisores.

1.5 Cooperación con otros organismos de la Comunidad

El Comité de Gobernadores ha colaborado con diversos organismos de la Comunidad. En primer lugar, el Comité de Gobernadores informó al Parlamento Europeo sobre sus actividades. En abril de 1992, el presidente del Comité de Gobernadores informó al comité de Asuntos Económicos y Monetarios y Política Industrial del Parlamento Europeo sobre el trabajo preparatorio para el establecimiento de la segunda y tercera fases de la UEM. Asimismo, el Comité de Gobernadores informó sobre sus actividades al Comité de Asuntos Monetarios. En diciembre de 1992, el presidente del comité presentó ante el Parlamento Europeo, reunido en sesión plenaria, el primer Informe Anual del Comité de Gobernadores.

En segundo lugar, el presidente del comité asistió a las reuniones del Consejo ECOFIN dedicadas a la supervisión multilateral de las políticas económicas de los países miembros y a otras cuestiones relacionadas con la actividad del Comité de Gobernadores. Asimismo, los gobernadores participaron en reuniones informales del Consejo ECOFIN, lo que les proporcionó la oportunidad de expresar sus puntos de vista sobre la consistencia entre la política monetaria, la política presupuestaria y otras políticas económicas, así como sobre otras cuestiones relacionadas con el SME y las relaciones del Sistema con monedas terceras. Por otra parte, el Consejo fue informado del progreso hecho por el Comité de Gobernadores en la preparación de las fases posteriores de la UEM. En diciembre de 1992, el Comité de

Gobernadores fue consultado por el Consejo sobre la revisión de algunas disposiciones de la Directiva sobre liberalización de los movimientos de capital¹.

En tercer lugar, continuó la colaboración entre el Comité y la Comisión de las Comunidades Europeas. Representantes de la Comisión asisten a las reuniones del Comité de Gobernadores, del Comité de Alternos y de los diferentes subcomités y grupos de trabajo. A su vez, el Comité de Gobernadores está representado por delegados de los bancos centrales nacionales en el Grupo Consultivo de la Comisión sobre sistemas de pagos.

En cuarto lugar, el Comité de Gobernadores ha cooperado con el Comité de Estadísticas Monetarias, Financieras y de Balanza de Pagos, creado por una Resolución del Consejo en febrero de 1991. Un miembro del Secretariado tiene rango de observador permanente en este Comité. En abril de 1992, el Comité de Gobernadores fue consultado por la Comisión sobre el proyecto de Programa Estadístico de la Comunidad para el próximo quinquenio.

Por último, el Comité de Gobernadores ha seguido estrechamente el trabajo del Comité Monetario. La relación con este Comité está asegurada por los representantes de los bancos centrales, quienes, en la mayoría de los casos, son los alternos de los Gobernadores.

1.6 Relaciones con bancos centrales de Estados no miembros de la Comunidad

El Comité de Gobernadores mantiene relaciones regulares con bancos centrales de Estados no miembros de la Comunidad a través del denominado "procedimiento de concertación", donde los bancos centrales de la Comunidad y los bancos centrales de los Estados Unidos, Japón, Canadá, Noruega, Suecia, Finlandia, Austria y Suiza intercambian información sobre los mercados de cambios, la intervención en los mercados de divisas y otras operaciones oficiales cambiarias.

Además, el Comité de Gobernadores mantiene una relación especial con el *Norges Bank*, por un acuerdo establecido en 1984, y con el *Suomen Pankki*, el banco central de Finlandia, desde julio de 1992. Los acuerdos sobre *swaps* bilaterales entre los bancos centrales de la Comunidad y el *Norges Bank*, existentes desde diciembre de 1990, fueron renovados a su vencimiento, el 31 de diciembre de 1992. En julio de 1992, se acordaron *swaps* bilaterales con el *Suomen Pankki*. Como en el caso de Noruega, dichos *swaps* permiten el acceso del *Suomen Pankki* a financiación a corto plazo para intervenciones cambiarias. Ambos acuerdos siguen en vigor, a pesar de que Finlandia, en septiembre de 1992, y Noruega, en diciembre de 1992, suspendieron la política cambiaria de vincular sus respectivas monedas al ecu.

¹La denominada "cláusula de salvaguardia monetaria", establecida en el artículo 3 de la Directiva del Consejo (88/361/EEC) de 24 de junio de 1988, a cuya revisión debía procederse con anterioridad al 31 de diciembre de 1992.

Por otra parte, el Comité de Gobernadores ha llegado a un acuerdo técnico de colaboración con los bancos centrales de los países de la EFTA en temas estadísticos, ante la instauración del Espacio Económico Europeo (EEE).

1.7 Modificación de la estructura organizativa del Comité

Como describió el primer Informe Anual, el Comité de Gobernadores es asistido por el Comité de Alternos, los subcomités, los grupos de trabajo, el Secretariado y la Unidad Económica, dentro de la estructura organizativa implantada al comienzo de la primera fase de la UEM. Dicha estructura fue reforzada en 1992, ante la nueva tarea de preparar el establecimiento de las segunda y tercera fases.

El Comité creó cuatro nuevos grupos de trabajo en las siguientes áreas: emisión e impresión del billete europeo, estadísticas, sistemas informáticos y contabilidad. Además, el Comité amplió el mandato del Grupo de Trabajo de Sistemas de Pagos de la CE, creado en 1991. La tarea de los grupos de trabajo es preparar, sobre la base de sus respectivos mandatos, las discusiones del Comité de Gobernadores. Por su parte, el Grupo de Trabajo de Estadísticas, en cuyas reuniones participan representantes de los bancos centrales de los países de la EFTA, es asistido por dos unidades de trabajo: la relacionada con el área monetaria y bancaria y la relacionada con el área de la balanza de capitales, cuya tarea es realizar el trasvase de las estadísticas de dichas áreas, que actualmente son competencia de la Comisión (oficina Estadística), hacia el Comité de Gobernadores.

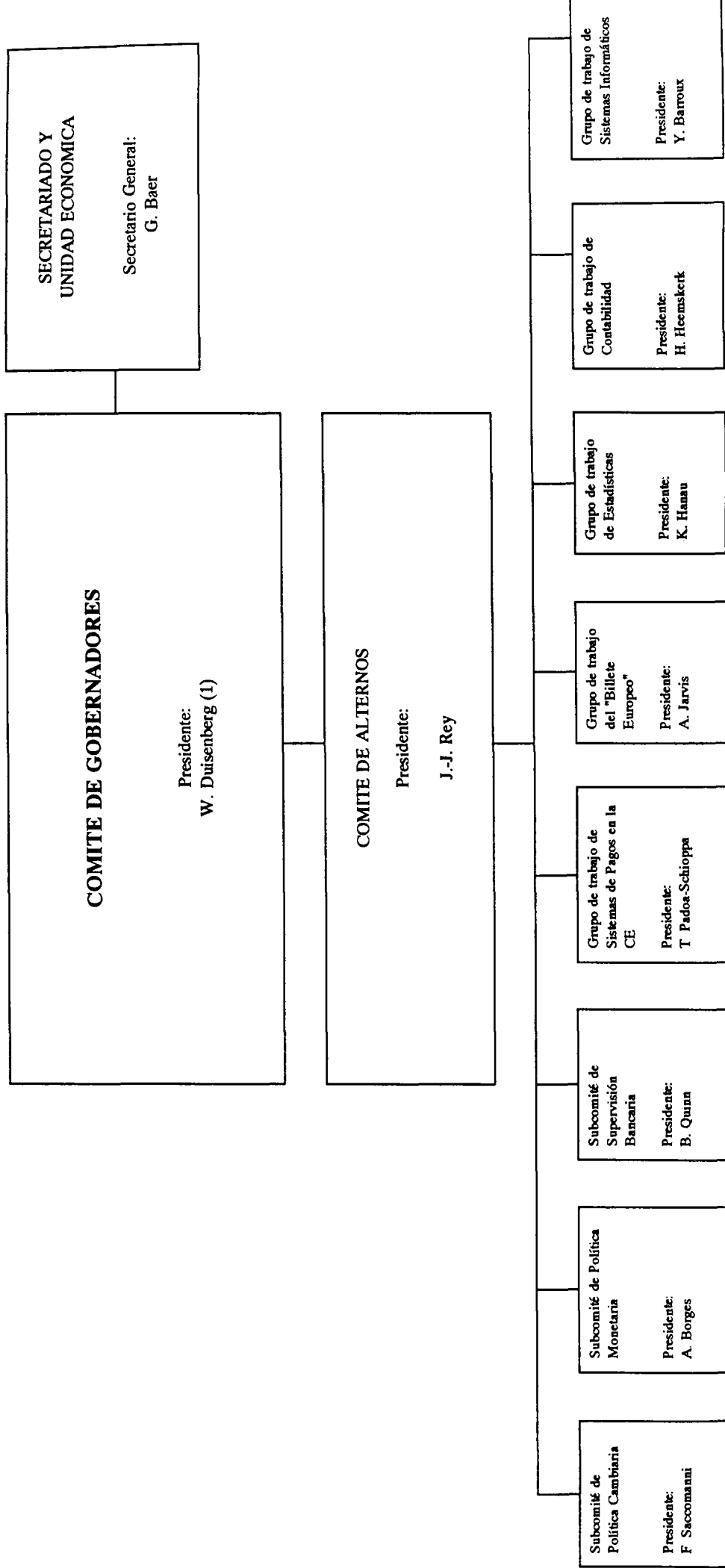
A su vez, el soporte administrativo y técnico del Secretariado y de la Unidad Económica fueron ampliados. El número de componentes de ambas unidades asciende, en abril de 1993, a veintiocho personas, frente a las diecinueve existentes en abril de 1992. Asimismo, para facilitar la administración interna, fueron creados dos puestos directivos en el Secretariado y la Unidad Económica, respectivamente, que informan directamente al Secretario General. La estructura organizativa actual del Comité de Gobernadores es recogida en el gráfico 8.

2. TRABAJO PREPARATORIO DE LAS SEGUNDA Y TERCERA FASES DE LA UEM

2.1 Calendario y principios generales

El Tratado de la Unión Europea establece que el Comité de Gobernadores y el Fondo Europeo de Cooperación Monetaria (FECOM) serán sustituidos por el Instituto Monetario Europeo (IME). Sujeto a la ratificación del Tratado, el Instituto será establecido y

GRAFICO 8: ORGANIGRAMA DEL COMITE DE GOBERNADORES DE LOS BANCOS CENTRALES DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA CE



(1) Reemplazó a E. Hoffmeyer a partir del 1 de enero de 1993.

asumirá sus funciones al comienzo de la segunda fase, el 1 de enero de 1994. El IME tiene como objetivo contribuir a la realización de las condiciones necesarias para la transición a la tercera fase de la UEM. En concreto, sus tareas serán el reforzamiento de la coordinación de las políticas monetarias nacionales y la realización de los trabajos preparatorios necesarios para la constitución del SEBC, la aplicación de una política monetaria única y la creación de una moneda única en la tercera fase, además de la supervisión del desarrollo del ecu.

De acuerdo con el Tratado, a más tardar el 31 de diciembre de 1996, el IME especificará el marco necesario en materia normativa, de organización y de logística, para que el SEBC lleve a cabo sus tareas. Dicha preparación llevará bastante tiempo y ha de garantizar que la política monetaria única pueda ser ejecutada desde el primer día de la fase final. La agenda tiene que ser muy amplia y minuciosa, de tal manera que contemple no solamente el establecimiento del SEBC y la definición de su *modus operandi*, sino también los temas relacionados con los requisitos necesarios para la implantación de un mercado monetario unificado dentro de un área monetaria común. De hecho, es previsible que la definición de conceptos y la formulación de conclusiones consumirán bastante tiempo. En este marco, hay que abordar la concreción conceptual de la política monetaria única y sus métodos de implantación, incluida la selección de los instrumentos de política monetaria más apropiados; la preparación de los sistemas de pagos dentro del área monetaria única; la creación de una base estadística consistente; y los aspectos organizativos del SEBC referentes a la armonización de los métodos contables y al establecimiento de la infraestructura de los sistemas informáticos. A pesar de que todavía no ha sido establecido el IME, el Comité de Gobernadores ha considerado prudente comenzar a abordar dichas materias, junto con el trabajo de preparación del comienzo de la segunda fase.

En una primera etapa, el Comité identificó todas las áreas que deberían ser estudiadas con prontitud y estableció un programa de trabajo hasta finales de 1993. Más tarde, el Comité definió los métodos de trabajo y adoptó su propia estructura organizativa. Los subcomités existentes recibieron mandatos especiales, se crearon grupos de trabajo en áreas especializadas y se reforzó el Secretariado y la Unidad Económica. El trabajo más significativo comenzó en la segunda mitad de 1992, y consistió, en la mayoría de los casos, en crear las bases para la consideración de distintas opciones en un período posterior. Como en el pasado, el Comité (y después el IME) informará regularmente a las autoridades de la Comunidad de los progresos efectuados en este ámbito. Por su parte, el público será informado a través de publicaciones regulares y especiales. Asimismo, hay que señalar que fueron iniciadas relaciones con el sector bancario en el área de los sistemas de pagos, que continuarán en el futuro.

2.2 Preparación de la segunda fase

Establecimiento del IME

El trabajo del Comité de Gobernadores estuvo centrado en la preparación de las principales tareas que tendrá que asumir el IME el 1 de enero de 1994.

En primer lugar, el IME tendrá que fortalecer la coordinación de las políticas monetarias, con el objetivo de asegurar la estabilidad de precios. La coordinación estrecha de las políticas monetarias nacionales será un elemento crucial para conseguir una transición ordenada hacia la política monetaria única, coordinación que será realizada por el IME partiendo de la base del procedimiento de seguimiento de las políticas monetarias vigente actualmente. A su vez, el Comité de Gobernadores está examinando las posibilidades de mejorar dicho procedimiento, teniendo en cuenta que las políticas monetarias, en la segunda fase, seguirán siendo responsabilidad de las autoridades nacionales.

En segundo lugar, el IME tendrá el mandato de "facilitar el uso del ecu y supervisar su desarrollo, incluido el buen funcionamiento de su sistema de compensación". Actualmente, el Comité de Gobernadores está analizando las implicaciones que supondrá para el IME el cumplimiento de dicho mandato.

En tercer lugar, el Comité está llevando a cabo la tarea de clarificar los aspectos técnicos de las funciones operativas del IME, correspondientes tanto a las que actualmente desempeña el FECOM como a las de nueva creación. El IME asumirá del FECOM la tarea de administrar los mecanismos del SME (financiación a muy corto plazo, soporte monetario a corto plazo y emisión de ecus) y las operaciones financieras acordadas por la Comunidad a través del mecanismo de ayuda financiera a medio plazo. Por su parte, entre las nuevas funciones operativas, se encuentra la administración de las reservas exteriores, como agente y por cuenta de los bancos centrales nacionales. En este ámbito, es preciso establecer una normativa que asegure que la operativa del IME no se interferirá en las políticas monetarias y cambiarias nacionales.

Por último, el Comité está considerando los aspectos institucionales, organizativos y técnicos de la nueva institución. Se han emprendido estudios sobre la política de personal del IME, incluidas las modalidades y condiciones de empleo; y los sistemas informáticos y de comunicación, incluida la transferencia de la infraestructura técnica desde el Secretariado al IME, de manera que se garantice tanto la continuidad de los servicios prestados a los bancos centrales, como el poder atender las nuevas necesidades de la segunda fase.

Prohibición de que los bancos centrales financien al sector público

El artículo 104(1) del Tratado de la Unión Europea prohíbe la autorización de descubiertos o la concesión de cualquier otro tipo de créditos por el BCE y por los bancos centrales de los Estados miembros en favor de "instituciones u organismos de la Comunidad, gobiernos centrales, autoridades regionales o locales, u otras autoridades públicas, organismos de derecho público o empresas públicas de los Estados miembros", así como la adquisición directa a los mismos de instrumentos de deuda por parte del BCE o los bancos centrales nacionales. Dicha reglamentación fue establecida para eliminar el riesgo de que los bancos centrales (y el futuro BCE) estuvieran sometidos a la presión de tener que conceder financiación al sector público, lo que dificultaría la puesta en práctica de la política monetaria y podría poner en peligro la consecución de la estabilidad de precios. Dicha prohibición estará vigente desde el principio de la segunda fase².

El cumplimiento del artículo 104 requiere cambios en las prácticas y legislaciones nacionales (véase cuadro 8). En este contexto, el Comité de Gobernadores está examinando, en particular, los siguientes temas: el tratamiento de los activos mantenidos por los bancos centrales frente al sector público; cómo garantizar totalmente el cumplimiento de la prohibición de que los bancos centrales financien al sector público; implicaciones de dicha prohibición en el funcionamiento de los sistemas de pagos; y la eventual necesidad de clarificación de esta normativa mediante legislación derivada de la Comunidad, de acuerdo con el artículo 104 b(2). Para la presentación de dichas propuestas legislativas, la Comisión tomará en cuenta las opiniones del Comité de Gobernadores. Por otra parte, el Comité pretende realizar un seguimiento de los cambios de las legislaciones nacionales, que los Estados miembros están preparando o aplicando, y establecer un procedimiento que permita, en el marco del futuro IME, vigilar con regularidad las operaciones de los bancos centrales con las autoridades públicas.

2.3 Areas de trabajo con largo horizonte temporal

Aunque las áreas de trabajo con largo horizonte temporal esencialmente están relacionadas con el establecimiento de la tercera fase de la UEM, algunas parcelas de dicho estudio, como los sistemas de pagos, también son importantes en el contexto de la segunda fase.

²De acuerdo con la Sección 11 del Protocolo sobre determinadas disposiciones relativas al Reino Unido, el Gobierno británico puede mantener la línea de crédito de que dispone con el Banco de Inglaterra, (*ways and means*), mientras el Reino Unido no pase a la tercera fase.

CUADRO 8: FINANCIACION DEL BANCO CENTRAL AL SECTOR PUBLICO (a)

Concepto	BELGICA	DINAMARCA	ALEMANIA	GRECIA	ESPAÑA	FRANCIA	IRLANDA	ITALIA	LUXEMBURGO	HOLANDA	PORTUGAL	REINO UNIDO
DESCUBIERTOS U OTRAS LINEAS DE CREDITO FACILITADOS POR EL BANCO CENTRAL A ENTIDADES PUBLICAS ■ Legalmente posible	S((b))	S((c))	Sf	Sf	Sf	S((d))	Sf	Sf	S((e))	Sf	S((f))	Sf
	Automático	Automático	Mediante solicitud	Automático	Automático	Automático	Automático	Automático	Automático	Mediante solicitud	Automático	Automático
■ Acceso automático o mediante solicitud												
■ ¿Límite máximo al saldo vivo? (en miles de millones de la moneda nacional o como % de gastos/ingresos públicos)	Sf (Bfr. 20)	Ninguno	Sf (DM 10)	Sf (5%)(g)	Ninguno durante el año (Pts. 1.200 fin de año)	Ninguno	Sf (Ir£0,25)	Sf (14%)	Sf (Bfr 0,5)(e1)	Sf (Fl. 0,15 + 3%)	Sf (10%)	Ninguno
■ Uso efectivo (en % del PIB)	1,6	0,0	0,0	1,0	0,4	-0,2	0,0	0,1	0,0(e2)	0,0	0,3(f)	-0,1
□ Flujo en 1991	0,0	0,0	0,0	8,4	2,1	0,4	0,0	4,8	1,0(e2)	0,0	2,3	1,3
□ Saldo vivo a finales de 1991												
COMPRAS DIRECTAS DE DEUDA DE ENTIDADES PUBLICAS POR LOS BANCOS CENTRALES EN EL MERCADO PRIMARIO ■ Legalmente posible	Sf	Sf	No	Sf	Sf	Sf	Sf	Sf	Sf	Sf	Sf	Sf
	0,0	0,0	-	2,0	2,8(h)	0,0	0,0	0,7	0,0	0,0	7,5(i)	1,3
■ Compras directas brutas en 1991 (en % del PIB)												

(a) De acuerdo con el Tratado de Maastricht, artículo 104

(b) La financiación será derogada legalmente antes de junio de 1993

(c) Las variaciones en la cuenta corriente del Gobierno se producen debido a variaciones en la financiación neta del Gobierno obtenida en el exterior

(d) Las variaciones en la cuenta corriente del Gobierno se producen debido únicamente a fluctuaciones cambiarias registradas en las reservas centrales de divisas

(e)(1) El Gobierno luxemburgués dispone de una línea de crédito en forma de descuento con el Banco Central belga, sujeto a un límite máximo

(2) Además, la emisión de billetes y monedas del Institut Monétaire Luxembourgeois (IML) proporciona directamente al Gobierno fondos líquidos (limitados), contra un activo no exigible del IML, frente al Gobierno

(f) La línea de crédito en forma de descuento desapareció a finales de 1992. El saldo vivo fue sustituido por un préstamo a 10 años. La cifra de flujo de 1991 refleja el aumento en el límite máximo de la línea de descuento

(g) Se redujo el límite desde el 10% hasta el 5% con efectos desde principios de 1993

(h) Las compras se redujeron drásticamente hasta un 0,1% del PIB en 1992

(i) El dato refleja operaciones excepcionales, de gran cuantía, relacionadas con la modificación de los instrumentos y técnicas de la política monetaria. El crédito neto al sector público disminuyó en 1991

Ejecución de una política monetaria única y armonización de los instrumentos de la política monetaria

El Estatuto del SEBC no define cómo ha de ejecutarse la política monetaria única. Se ha otorgado al BCE un amplio margen de discreción y una considerable flexibilidad para que ajuste sus métodos según las circunstancias y condiciones existentes en su momento, lo que hace imposible anticipar totalmente cuál será la operativa del mismo. El Mercado Unico previsiblemente impondrá modificaciones estructurales significativas, y la Unión Monetaria, por sí misma, puede generar también cambios importantes. La elaboración de la estrategia monetaria es tan compleja, que el Comité de Gobernadores decidió comenzar a trabajar en dicha tarea tan pronto como fuera posible.

En este contexto, el Comité seleccionó tres áreas que debían ser sometidas a consideración. En primer lugar, el estudio de los posibles conceptos de la política monetaria única y, en particular, la selección, definición y propiedades de los objetivos intermedios que deberán guiar la acción en materia de política monetaria, así como la valoración de las ventajas relativas de diferentes variables-objetivo.

En segundo lugar, los métodos y aspectos organizativos de la ejecución de las operaciones de política monetaria, cuestión relacionada esencialmente con la división de responsabilidades entre el BCE y los bancos centrales nacionales. El Estatuto establece que el BCE recurrirá a los bancos centrales nacionales para ejecutar las operaciones que correspondan a las funciones del SEBC, en la medida en que se estime posible y adecuado. Las implicaciones prácticas de dicha disposición han de ser estudiadas dentro del contexto del resto de los objetivos del SEBC.

En tercer lugar, los instrumentos monetarios a utilizar en la política monetaria única. Es importante que se produzcan decisiones que promuevan el grado necesario de armonización de los instrumentos con suficiente antelación al comienzo de la tercera fase, a fin de garantizar que los mercados estén familiarizados con los nuevos procedimientos y prácticas cuando el SEBC asuma sus plenas funciones.

El Comité de Gobernadores ha otorgado prioridad a la tercera de las áreas mencionadas, emprendiendo un examen de las semejanzas y diferencias de los instrumentos de la política monetaria usados en la actualidad por los países de la Comunidad. Dicho examen cubre tanto la gama de instrumentos disponibles (es decir, operaciones discrecionales de mercado abierto, créditos ofrecidos por los bancos centrales a tipos preanunciados y utilizados a iniciativa de los bancos privados, y coeficientes de caja obligatorios) como las técnicas utilizadas. Con respecto a estas últimas, el Comité está estudiando la frecuencia de las operaciones, los plazos y condiciones y la gama de las entidades con las que operan los bancos centrales. El capítulo II contiene un breve resumen del trabajo preliminar realizado.

Impresión y emisión del billete europeo

El Tratado confiere al BCE y a los bancos centrales nacionales el derecho exclusivo a emitir billetes con poder liberatorio dentro de la Comunidad. Como preparación para esta función, se ha confiado al IME la tarea de supervisar el plan técnico para el lanzamiento de billetes en ecus.

La experiencia de los distintos países sugiere que el desarrollo e introducción de una nueva serie de billetes exige normalmente varios años; a escala de la Comunidad, se espera que el asunto sea aún más complejo. Entre los elementos adicionales que han de ser considerados, figuran la enorme cantidad de billetes que se han de reemplazar por otros nuevos en ecus, y las diferencias entre los diversos países de la Comunidad en lo que atañe a las costumbres de pago y a los sistemas de producción, emisión y tratamiento posterior de los billetes. Por estas razones, se juzgó prudente acometer, en principio, un ejercicio de indagación, a fin de calibrar la naturaleza y la magnitud probable de los problemas potenciales. Por tanto, se está llevando a cabo un examen sobre las cuestiones de fabricación, circulación, emisión, manejo, clasificación y destrucción de billetes en la Comunidad. También se consideran los aspectos legales relativos a la emisión de billetes.

Además, en diversas áreas ha comenzado un trabajo de tipo conceptual. En primer lugar, se están estudiando varias opciones relativas al aspecto de los nuevos billetes. En términos generales, hay tres posibilidades: billetes idénticos para todos los países miembros; billetes comunes con características nacionales; billetes nacionales con características europeas. Estas opciones se están evaluando desde diversos puntos de vista, entre ellos: el grado de aceptación y la posibilidad de identificar los billetes por parte del público; las implicaciones en automatización de la emisión y manejo de esos billetes; y las economías de escala en diseño, producción y costes de distribución.

En segundo lugar, el Comité de Gobernadores estudia los problemas relativos a las características generales de los nuevos billetes: entre ellas, dimensiones, diseño y valores faciales. Tales aspectos se consideran a la luz de la tecnología de seguridad, imprescindible para evitar la falsificación, y de los elementos necesarios para automatizar el tratamiento posterior a la emisión.

Se considera también una tercera área importante, la que estudia los aspectos legales, institucionales y de organización relativos a la emisión de los billetes y tratamiento posterior, particularmente en lo que se refiere a la distribución de responsabilidades entre el BCE y los bancos centrales nacionales. Se pueden considerar diversas opciones cuyos méritos relativos se ponderarán de acuerdo con criterios de coste y eficiencia.

Finalmente, se han emprendido estudios preliminares sobre diversos aspectos relativos a la transición. Dos opciones son posibles para el lanzamiento de los nuevos billetes. En la primera, de tipo *big bang*, éstos serían introducidos en una fecha determinada, y

reemplazarían a los billetes nacionales en un plazo muy corto. La segunda opción consistiría en introducir gradualmente los nuevos billetes que, durante un período de transición, circularían en paralelo con los nacionales. Ambas opciones requieren examen detenido desde varios puntos de vista: su contribución a la introducción de una moneda única dentro de un plazo temporal que las autoridades políticas juzguen apropiado; el refuerzo de la credibilidad y buena acogida del futuro billete único; los costes que afectarán a los agentes económicos, y varios aspectos relativos a la viabilidad práctica. Más aún: la introducción de nuevos billetes también se habrá de examinar en el contexto de la transición al ecu como moneda única dentro del área monetaria común. Por ello, tanto el Comité de Gobernadores, inicialmente, como el IME, después, desarrollarán el trabajo en estrecha cooperación con los demás órganos competentes de la Comunidad. En particular, con el Consejo, al que le ha sido otorgado el poder para adoptar las medidas legales necesarias en orden a una rápida introducción del ecu como moneda única, tras la fijación irrevocable de las paridades de cambio en la fecha de arranque de la tercera fase.

Sistemas de pagos

El Comité de Gobernadores ha centrado su atención en las consecuencias para los sistemas de pagos que se derivarán tanto de la finalización del Mercado Unico como de la implantación de un área monetaria única al comienzo de la tercera fase. Se espera que la integración financiera derivada del Mercado Unico incremente los volúmenes de flujos transfronterizos. Además, de acuerdo con la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria, cualquier banco registrado en un Estado miembro puede ofrecer servicios de transmisión de dinero en cualquier otro país de la Comunidad, y, por lo tanto, debe permitírsele el acceso a los sistemas interbancarios de transferencia de fondos existentes en los restantes países comunitarios en igualdad de condiciones con los bancos residentes. La unificación monetaria exigirá la conexión de los actuales sistemas de pagos para asegurar que las condiciones monetarias sean idénticas dentro del conjunto del área. La importancia de los sistemas de pagos para la gestión de la política monetaria está reconocida en el Tratado, el cual asigna al SEBC la tarea de promover "un adecuado funcionamiento de los sistemas de pagos". En este sentido, el BCE está facultado para establecer la normativa que promueva unos sistemas sanos y eficientes de compensación y de pagos dentro de la Comunidad y con otros países extracomunitarios.

La tarea llevada a cabo por el Comité de Gobernadores se ha plasmado en un conjunto de análisis realizados por un grupo de expertos que se creó en 1991 con el objetivo de elaborar un estudio completo sobre los sistemas de pagos en la Comunidad. Los resultados de este análisis fueron presentados en un documento denominado "Los Sistemas de Pagos en los países de la CE" (también conocido como "El libro azul"). Este documento fue publicado

por el Comité de Gobernadores en septiembre de 1992 para atender la creciente demanda de aquellas instituciones que aspiran a encontrar una guía sobre los sistemas de pagos de la Comunidad.

El Comité de Gobernadores ha identificado un conjunto de problemas que suscitan una preocupación compartida por los bancos centrales de la Comunidad. Estos problemas versan principalmente sobre los sistemas de transferencias de grandes fondos y están actualmente siendo objeto de nueva consideración.

En primer lugar, se han elaborado unos criterios aceptados por la generalidad de los países miembros sobre la supervisión cooperativa de los sistemas de pagos comunitarios. Esta supervisión cooperativa se aplicará a los esquemas de compensación y pago transnacionales, y a la participación de los bancos de la Comunidad en los sistemas de pagos de otros países en los cuales no tienen ni casa matriz ni establecimiento permanente. De acuerdo con la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria, las autoridades supervisoras del país de origen tienen la responsabilidad exclusiva de vigilar la solvencia de los bancos registrados en su país. Esta responsabilidad se extiende también a las sucursales establecidas en otros países de la Comunidad. En consecuencia, las autoridades del país de acogida automáticamente dejarán de recibir la información que precisan para evaluar la calidad financiera de algunos de los participantes en sus sistemas de pagos nacionales; las autoridades supervisoras del país de origen, a su vez, podrían quedar privadas de una información adecuada sobre los riesgos asumidos por algunas entidades de crédito a través de su participación en los sistemas de pagos de otros países comunitarios. En consecuencia, los bancos centrales y otras autoridades supervisoras de la Comunidad deberán coordinar su tutela sobre los diversos participantes en los sistemas de pagos.

En segundo lugar, se han examinado las posibilidades de fijar y exigir un conjunto de normas mínimas a los esquemas de pagos de los diversos países de la Comunidad. Entre ellas, el establecimiento de unas condiciones mínimas coherentes entre sí para el acceso a los sistemas interbancarios de transferencia de fondos; la consideración de las medidas de reducción de riesgos que deben aplicarse a los sistemas interbancarios más relevantes; y el estudio de medidas dirigidas a rebajar los riesgos que surgen en los pagos transfronterizos como resultado de las diferencias en el ordenamiento legal existente en los diferentes países implicados. El objetivo sería el de mejorar la fluidez de los pagos transfronterizos dentro de la Comunidad y limitar, al tiempo, el riesgo de que existan presiones competitivas para reducir el grado de fortaleza y seguridad de los sistemas interbancarios de transferencia de grandes fondos.

En tercer lugar, está perfilándose el diseño de un sistema integrado de transferencia de grandes fondos entre los diversos países de la Comunidad. Tal sistema es indispensable para la instrumentación eficiente de una política monetaria única en la tercera fase. El tiempo

y los recursos requeridos para diseñar y poner en funcionamiento un esquema de este tipo son tan elevados, que este problema debe ser abordado en una fase muy temprana. Asimismo, un conocimiento precoz de las características básicas de su infraestructura ayudará a la banca europea a planificar el futuro.

Por lo demás, los sistemas de pagos no se gestionan exclusivamente por los bancos centrales, sino que, en parte, están también organizados por las propias entidades de crédito. Por consiguiente, se considera crucial establecer un diálogo efectivo con la comunidad bancaria de la CE. Tal diálogo se inició en noviembre de 1992, cuando el Grupo de Trabajo sobre Sistemas de Pagos se reunió con los representantes de las Federaciones bancarias europeas y de los principales bancos. El grupo también ha establecido contacto con el Comité Europeo para la Normalización Bancaria, creado recientemente bajo los auspicios de las Federaciones bancarias europeas.

Por último, el sistema de compensación del ecu ha continuado siendo vigilado muy estrechamente por el Comité de Gobernadores (véase capítulo IV).

Estadísticas

La gestión de la política monetaria requiere estadísticas fiables y actualizadas. El Estatuto del SEBC autoriza al BCE a que, con la ayuda de los bancos centrales nacionales, pueda recoger, con fines estadísticos, los datos que estime necesarios para desempeñar su función. Además, el BCE habrá de contribuir a la homogeneización, en la medida que sea necesaria, de las reglas y prácticas relativas a la recogida, almacenamiento y distribución de las estadísticas de su área de competencia. El IME promoverá esta armonización en el contexto de sus trabajos preparatorios.

El Comité de Gobernadores ha puesto en marcha el proceso de mejora de la información estadística útil para la coordinación de las políticas monetarias y ha empezado a definir la base estadística necesaria para implantar la política monetaria común. Como primer paso, hace falta clarificar las necesidades estadísticas del IME y del BCE; una vez identificadas, éstas habrán de ser comparadas con los datos nacionales disponibles. Esta comparación proveerá la base para el ineludible trabajo analítico en el que apoyar la construcción de unas estadísticas fiables para el área monetaria, y permitirá evaluar qué ajustes son necesarios en los actuales sistemas de recogida de datos.

Tres principios desempeñan un importante papel en la estimación de las futuras necesidades estadísticas: reducir al mínimo el coste que habrán de soportar las entidades financieras informantes, optimizar la utilización de la infraestructura existente en los bancos centrales nacionales y producir estadísticas que sean compatibles, mediante la adopción de las clasificaciones y normalizaciones vigentes en la Comunidad y en los restantes organismos internacionales. En esta primera etapa, es también muy importante el mantener un cierto grado

de flexibilidad, ya que hay que disponer de un cierto margen de maniobra para realizar adaptaciones tanto a los conceptos, todavía no definidos, de la política monetaria común, como a la homogeneización de los instrumentos de la política monetaria y a los probables cambios en la estructura y funcionamiento de los mercados financieros.

El Comité de Gobernadores colabora estrechamente con las instituciones de la Comunidad y organismos internacionales que tienen atribuidas competencias estadísticas. Esta cooperación se realiza en el ámbito del Comité de Estadísticas Monetarias, Financieras y de Balanza de Pagos.

Normas contables de los bancos centrales nacionales

La armonización de las normas y prácticas contables de los bancos centrales nacionales es un requisito previo indispensable, no sólo para la ejecución de una política monetaria única, sino también para la aplicación de las disposiciones del Estatuto del SEBC relativas a la renta monetaria y a la transferencia de reservas cambiarias. De acuerdo con el Estatuto, el Consejo de Gobierno del BCE tiene la facultad de "establecer las normas necesarias para normalizar los procedimientos contables y de información relativos a las operaciones realizadas por los bancos centrales nacionales". Dicha tarea será muy compleja, puesto que los métodos y prácticas contables son muy diferentes, al reflejar las distintas tradiciones y disposiciones legales de cada país.

Hasta el momento, el trabajo preliminar acometido por el Comité de Gobernadores ha consistido en la elaboración de un inventario de las metodologías contables aplicadas actualmente por los bancos centrales. En particular, el inventario ha prestado atención a tres aspectos: el contexto institucional y legal en que se desarrollan las cuentas de los bancos centrales, la comparación y clasificación de las partidas de los balances y cuentas de resultados, y la identificación de las similitudes y diferencias en el tratamiento contable de las partidas anteriores y, en especial, las que previsiblemente serán relevantes para el IME y el SEBC. Sobre la base de dicho inventario y de la legislación de la Comunidad en este campo, el Comité de Gobernadores realizará los trabajos preparatorios para la armonización de las normas y principios contables.

Sistemas informáticos

El IME y el BCE necesitarán sistemas informáticos adecuados. Estos sistemas deben comunicarse eficientemente con los de los bancos centrales nacionales. En la segunda fase, el intercambio de información afectará, principalmente, a los datos estadísticos, mientras que, en la tercera fase, se extenderá a las funciones operativas.

Por tal motivo, se consideró necesario iniciar los trabajos para definir una estrategia técnica para los sistemas de información y comunicaciones del IME y del SEBC. Dos pasos preliminares se han emprendido.

En primer lugar, está siendo realizada una encuesta dirigida a conocer la infraestructura técnica de los actuales sistemas de información en los bancos centrales de la Comunidad. En segundo lugar, considerando las diferentes tareas de las nuevas instituciones, están siendo evaluados los requerimientos de sistemas de información y comunicaciones del IME y del SEBC.

Los resultados de las encuestas, junto con el análisis de los requerimientos, suministrarán las bases tanto para la preparación de la infraestructura de los sistemas de información del IME y del BCE, como para la conexión de los sistemas de los bancos centrales.

ANEXOS

ANEXO I: Cambios en los instrumentos y técnicas de la política monetaria desde el comienzo de la primera fase.

ANEXO II: Situación institucional de los bancos centrales de los países de la Comunidad.

CAMBIOS EN LOS INSTRUMENTOS Y TECNICAS DE LA POLITICA MONETARIA DESDE EL COMIENZO DE LA PRIMERA FASE

Desde el comienzo de la primera fase de la UEM en julio de 1990, Bélgica, Dinamarca, Alemania, Grecia y Portugal han introducido cambios importantes en las técnicas de ejecución de las operaciones de política monetaria. En esta sección se describen brevemente dichos cambios.

Bélgica

Con anterioridad a enero de 1991, la política monetaria en Bélgica descansaba casi exclusivamente en la fijación de los tipos de interés de las letras del Tesoro. El banco central fijaba discrecionalmente dicho tipo en consulta con el Ministerio de Hacienda. El tamaño del mercado de letras del Tesoro, junto con la posibilidad de emitir letras bajo la técnica de "ventanilla abierta" (es decir, adjudicación de letras a los bancos a petición de estos), permitía al banco central ejercer un estrecho control sobre los tipos de interés a corto plazo. No obstante, el sistema presentaba algunas desventajas. En particular, la política monetaria descansaba en un solo instrumento, que tenía un evidente impacto presupuestario, lo que reducía la capacidad para ajustar los tipos de interés con flexibilidad. Además, los bancos podían trasladar sus carencias de liquidez al Tesoro reduciendo sus carteras de letras, y este último, a su vez, tenía que recurrir al banco central.

La reforma monetaria introducida en enero de 1991 consta de dos componentes principales. Por una parte, se han tomado medidas para potenciar la competencia en el mercado primario de instrumentos públicos a corto plazo. Así, la técnica de emisión de "ventanilla abierta" ha sido sustituida por un sistema de subastas periódicas, abiertas a un amplio espectro de inversores y se han establecido mecanismos encaminados a desarrollar un mercado secundario eficiente.

Por otra parte, el banco central ha dejado de fijar administrativamente el principal tipo de interés del mercado monetario, pasando a conducir la política de tipos de interés mediante intervenciones en los mercados monetarios. En primer lugar, el banco convoca subastas periódicas de préstamos para suministrar regularmente al mercado la liquidez

necesaria. El tipo de interés resultante sirve, además, de señal de la orientación de la política monetaria. En segundo lugar, entre subasta y subasta, el banco lleva a cabo diariamente operaciones de mercado abierto para regular la liquidez del sistema. En tercer lugar, y con objeto de cubrir las necesidades individuales de inyección o drenaje de liquidez de última hora, el banco facilita alternativamente líneas de descubierto o cuentas de depósito. Los tipos de interés aplicados a estas últimas operaciones suponen un límite superior y un límite inferior a los tipos de interés del mercado a muy corto plazo. Finalmente, el banco utiliza dos tipos de interés oficiales: el tipo de descuento, aplicado a letras comerciales de pequeño importe, y el tipo de interés aplicado a los préstamos superiores a un cierto límite preestablecido. Estos tipos sirven de referencia y se utilizan normalmente para anunciar un cambio en la política monetaria, como, por ejemplo, cuando otros bancos centrales cambian sus tipos de interés oficiales.

Dinamarca

Con anterioridad a abril de 1992, el Banco Nacional de Dinamarca tenía dos instrumentos: una línea ilimitada de depósitos en el banco, para absorber excesos de liquidez en los mercados monetarios, y una línea de descubierto limitada para inyectar liquidez. Los tipos de interés aplicados a estas operaciones estaban ligados al tipo oficial de descuento. En la práctica, esta técnica limitaba la flexibilidad de la política monetaria.

Por ello, en abril de 1992, el Banco Nacional de Dinamarca introdujo un nuevo sistema para mejorar la flexibilidad operativa. Bajo el nuevo sistema, semanalmente, el banco emite certificados de depósito a dos semanas. Para asegurar que los bancos disponen de la suficiente liquidez para comprar dichos certificados de depósito, el banco inyecta, si es necesario, liquidez mediante *repos* de deuda pública. El tipo de interés de los certificados del banco dirige la evolución de los tipos de interés a corto. Cuando hay necesidades de inyectar liquidez, el banco puede recomprar sus certificados.

Al mismo tiempo, se suprimió la línea de descubierto y se limitó la línea de depósitos. La cantidad de depósitos remunerados mantenidos por los bancos, en media mensual, en el banco central se limitó al 5% de los recursos propios. Los depósitos superiores a este límite no se remuneran. El establecimiento de un límite, en términos de medias mensuales, para el tramo remunerado del coeficiente ayuda, en parte, a limitar la variabilidad de los tipos de interés a muy corto plazo.

Alemania

El banco central alemán ha empezado a emitir instrumentos líquidos a tres, seis y nueve meses desde el 1 de marzo de 1993. La emisión se realiza de acuerdo con el artículo 42 introducido recientemente en la Ley del *Deutsche Bundesbank*, que establece que el banco central puede emitir, por cuenta propia, activos del Tesoro al descuento hasta un máximo de 50 mm de marcos. Este tipo de emisiones sirve como instrumento de la política monetaria y no implica financiación del presupuesto público. La decisión de emisión de dichos instrumentos líquidos está asociada a una sustancial rebaja reciente del coeficiente de caja vigente. Ambas medidas -emisión de nuevos instrumentos y rebaja del coeficiente de caja- suponen la ampliación del conjunto de instrumentos de política monetaria y el reforzamiento de la competitividad de los bancos alemanes. Desde la perspectiva de la política monetaria, el nuevo instrumento potencia la flexibilidad en la ejecución de la política monetaria, ya que, por ejemplo, permite una mejor respuesta a los efectos sobre la liquidez de las turbulencias de los mercados de cambios. Por otra parte, permite al banco central influir directamente en los saldos de efectivo en manos del público. En la actualidad, con la introducción de este nuevo instrumento, el banco central dispone de una mayor variedad de posibilidades para llevar a cabo operaciones de mercado abierto.

Grecia

En diciembre de 1992, el Banco de Grecia anunció la introducción de dos nuevos instrumentos para suministrar liquidez al sistema bancario: una línea crediticia del tipo *Lombard*, con la garantía de títulos públicos, y una línea de redescuento de letras de cambio. Ambas están sujetas a cuotas globales, que se reparten entre las instituciones de crédito, de acuerdo con criterios asociados al tamaño de determinadas partidas del balance. Los tipos de interés de estos dos instrumentos intentan establecer una banda de fluctuación para los tipos del mercado monetario. La línea de descubiertos que ya existía anteriormente se mantiene como recurso de última instancia, a tipos penalizadores.

Además, con el propósito de aumentar la flexibilidad en el manejo de la liquidez, se introdujeron, en noviembre de 1992, subastas de *swaps* de divisas. Estas medidas tienden a reforzar el uso de los mecanismos de mercado en la gestión de la política monetaria y aspiran a incrementar la efectividad de la misma.

Portugal

Con objeto de mejorar la eficiencia de la política monetaria, desde enero de 1991, las operaciones de mercado abierto constituyen en Portugal el principal instrumento regulador de las condiciones de los mercados monetarios. Bajo el nuevo sistema, la intervención del banco central se concentra en la provisión de liquidez necesaria para el cumplimiento del coeficiente legal de caja. Dicho coeficiente ha de cumplirse, en media, sobre períodos de aproximadamente una semana. Las operaciones periódicas de mercado abierto suponen un canal regular de inyección y drenaje de liquidez, y los tipos de interés aplicados en ellas por el banco central indican la orientación de la política monetaria. Estas operaciones tienen lugar el primer día hábil de cada período de cumplimiento del coeficiente. Durante el período de cobertura del coeficiente, el Banco de Portugal, ocasionalmente, puede realizar operaciones de mercado abierto con objeto de estabilizar los tipos de interés a muy corto plazo. Ambos tipos de operaciones se realizan a plazos cortos (hasta una semana). En un principio, se instrumentaban principalmente con *repos* sobre letras del Tesoro, pero, desde mediados de 1991, las operaciones de drenaje se han instrumentado principalmente con emisiones de certificados del banco central. Este ofrece, además, una línea de préstamo el último día de cumplimiento del coeficiente, para facilitar la liquidez necesaria a aquellos bancos que así lo precisen. Estos préstamos se conceden a un día, a tipos penalizadores.

El Banco de Portugal realiza también operaciones de drenaje a plazos más largos, dado el excedente estructural de liquidez existente en el mercado monetario.

A finales de marzo de 1991, se cambió el sistema de remuneración del coeficiente de caja. Las reservas de caja contrapartida de los nuevos pasivos bancarios sujetos al coeficiente (incrementos sobre el nivel mantenido a finales de 1990) se retribuyen ahora a tipos cercanos a los de mercado, con objeto de eliminar el impuesto implícito que supone el mantenimiento de activos de caja no remunerados.

**SITUACION INSTITUCIONAL DE LOS BANCOS CENTRALES DE LOS
PAISES DE LA COMUNIDAD**

1. BANCO NACIONAL DE BELGICA

1.1. Objetivos y funciones

Los objetivos no están previstos explícitamente en la ley.

Las principales funciones son las siguientes: política monetaria y cambiaria; gestión de las reservas oficiales; cooperación monetaria europea e internacional y salvaguarda del buen funcionamiento de los sistemas de pagos. Por otra parte, el banco tiene encomendadas otras funciones, al amparo de disposiciones legales específicas, entre las que no se encuentra la de supervisión bancaria.

1.2. Organos rectores

El banco es dirigido por el gobernador y es administrado por el Consejo de Directores que, a su vez, es asistido por el Consejo de Regencia. El Consejo de Censores supervisa el banco. Existe, adicionalmente, el Consejo General.

El gobernador es designado por la Corona (a propuesta del Gobierno) por un período renovable de cinco años. El gobernador puede ser suspendido o cesado por la Corona, circunstancia que jamás se ha producido.

El Consejo de Directores está compuesto por el gobernador, y por un mínimo de tres y hasta un máximo de seis miembros designados por la Corona a propuesta del Consejo de Regencia, para un período de seis años. El Consejo gestiona el banco y tiene a su cargo la orientación de la política, bajo control del Consejo de Regencia.

El Consejo de Regencia está compuesto por el gobernador, los directores y los regentes. Los regentes son designados para un período de tres años por la Junta General de Accionistas (el Estado belga es titular del 50% de las acciones); cinco son designados a propuesta del ministro de Hacienda y cinco a propuesta de las organizaciones más representativas de la industria, el comercio, la agricultura y el trabajo. El Consejo tiene competencia

general para establecer los tipos de interés y las condiciones de las operaciones de descuento, anticipos y préstamos, y confeccionar el balance.

La Junta de Censores comprende de ocho a diez censores elegidos para un período de tres años por la Junta General de Accionistas. Además de controlar las operaciones del banco, la Junta vota el presupuesto formulado por el Consejo de Regencia y aprueba las cuentas anuales.

El Consejo General, formado por el gobernador, los directores, los regentes y los censores, tiene importantes funciones administrativas.

Aun cuando las autoridades políticas no tienen derecho a impartir instrucciones, existe un comisario del Gobierno en el banco. Dicho comisario, así como el ministro de Hacienda, tienen una facultad de suspensión y veto en relación a cualquier decisión del banco contraria a la ley, los estatutos del banco central o los intereses del Estado. Por lo que se refiere, sin embargo, a las decisiones del banco en el ámbito de sus funciones básicas, dicha facultad ha sido derogada en marzo de 1993.

1.3. Independencia en la formulación y ejecución de las políticas monetaria y cambiaria

El banco es responsable de la formulación y ejecución de la política monetaria. La política monetaria es dirigida dentro del contexto del régimen de tipo de cambio, determinado por el Gobierno. En particular, los acuerdos de tipo de cambio son adoptados por la Corona (el Gobierno) después de haber consultado al banco.

La reforma de la política monetaria de enero de 1991 dio lugar a un cambio sustancial de los procedimientos operativos (véase descripción en el anexo I de este Informe). Desde entonces, el banco puede utilizar una amplia gama de instrumentos de política monetaria, aunque la introducción de coeficientes de caja precisa de la aprobación del Gobierno. La reforma de 1991 incluyó también una limitación sustancial de la financiación del banco central al Gobierno. A raíz de la nueva normativa legal aprobada en marzo de 1993, la "financiación monetaria" será completamente abolida antes de junio de 1993.

1.4. Control democrático y transparencia

Las relaciones entre el Parlamento y el banco no está institucionalizadas, y, de hecho, el gobernador rara vez ha comparecido ante el Parlamento. Respecto de las relaciones con el Gobierno, el gobernador ha tomado parte en las reuniones del Consejo de Ministros en muy contadas ocasiones. Adicionalmente al papel del Gobierno en el procedimiento de

designación descrito con anterioridad, el ministro de Hacienda ha de aprobar los estados financieros semanales del banco. Por su parte, el banco publica un informe anual.

1.5. Cambios institucionales previstos

Actualmente, tras la aprobación de una nueva normativa legal en marzo de 1993, que supone el reforzamiento de la independencia del banco y la prohibición de la "financiación monetaria", no se preveen cambios adicionales.

2. BANCO NACIONAL DE DINAMARCA

2.1. Objetivos y funciones

El objetivo legalmente establecido es el de mantener un sistema monetario seguro y firme, así como facilitar y regular los flujos de pagos y la concesión de crédito.

Las principales funciones son la dirección de la política monetaria y la gestión del tipo de cambio. El banco también gestiona las reservas oficiales y sirve como agente financiero del Gobierno central, pero no es la autoridad responsable de la supervisión bancaria.

2.2. Organos rectores

Los órganos rectores son el Consejo de Gobernadores, el Consejo de Directores y el Comité de Dirección.

El Consejo de Gobernadores está formado por tres miembros. El presidente es nombrado por la Corona y los otros dos miembros son elegidos por el Consejo de Directores. El mandato no tiene duración fijada. En la práctica, los nombramientos son vitalicios, hallándose establecida la edad de retiro en los 70 años. El Consejo es enteramente responsable de las decisiones del banco en materia de política monetaria.

El Consejo de Directores está compuesto por veinticinco miembros, de los cuales dos son designados por el comisario real, es decir, el ministro de Asuntos Económicos; ocho por el Parlamento de entre sus miembros; mientras que los restantes quince miembros son nombrados por el mismo Consejo, a fin de asegurar una amplia representación de los sectores económicos. El mandato es de cinco años, con posibilidad de reelección. El Consejo es competente en materias administrativas y organizativas.

El Comité de Dirección está formado por dos miembros del Consejo de Directores nombrados por el comisario real, y cinco miembros elegidos por y de entre los miembros del

Consejo de Directores. El mandato es de un año, con la posibilidad de reelección. El Comité tiene competencias administrativas y organizativas.

El comisario real vigila el cumplimiento de las obligaciones legales por el banco y constituye el vínculo formal entre el banco y el Gobierno.

Los miembros de los órganos de gobierno no están sujetos a las instrucciones de las autoridades políticas.

2.3. Independencia en la formulación y ejecución de las políticas monetaria y cambiaria

La autoridad en materia de política monetaria reside en el Consejo de Gobernadores, el cual determina el marco de la política monetaria, incluidos los tipos de interés. Tradicionalmente, la política monetaria ha sido formulada sobre la base de la concertación entre el banco y el Gobierno. El Consejo de Gobernadores goza de plena libertad en la ejecución de la política monetaria y en el establecimiento de instrumentos. Dinamarca se atiene completamente a la prohibición de «financiación monetaria» prevista en el Tratado de Maastricht. El Gobierno central financia los déficit presupuestarios mediante la emisión de deuda pública en el mercado. La política cambiaria es establecida por el Gobierno en concertación con el banco y la gestión del tipo de cambio recae en este último.

2.4. Control democrático y transparencia

El control resulta de la composición del Consejo de Directores y del Comité de Dirección, así como de una disposición especial que establece que el comisario real y el ministro de Hacienda tienen derecho a tomar parte, aunque sin derecho a voto, en las deliberaciones relativas a las modificaciones del tipo oficial de descuento. Además, estatutariamente, el banco está obligado a publicar sus cuentas anuales, una vez aprobadas por el Consejo de Directores y el comisario real, junto con un informe anual.

2.5. Cambios institucionales previstos

No existen planes relativos a cambios institucionales.

3. DEUSTCHE BUNDESBANK

3.1. Objetivos y funciones

El *Deutsche Bundesbank* es el banco emisor de monedas y billetes de la República Federal de Alemania. Su principal objetivo es salvaguardar la moneda. El banco está obligado a apoyar la política económica general del Gobierno, pero sin perjuicio del objetivo principal. El banco facilita a los bancos los servicios de sistema de pagos y gestiona las reservas oficiales. No es responsable de la supervisión bancaria.

3.2. Organos rectores

Los órganos rectores son el Consejo, el Directorio y los Consejos de Dirección de los bancos centrales de los *Länder* (Oficinas principales, que tienen competencia en los respectivos *Länder*).

El Consejo (con un máximo de diecisiete miembros) está formado por el presidente y el vicepresidente del *Bundesbank*, por los restantes miembros del Directorio y por los presidentes de los bancos centrales de los *Länder*. El Consejo determina la política monetaria y de crédito del banco y es el órgano interno supremo.

El Directorio está formado por el presidente, el vicepresidente y hasta seis miembros adicionales (normalmente cinco).

Todos los miembros del Directorio son designados por el presidente de la República Federal a propuesta del Gobierno Federal, después de haber consultado con el Consejo. El Directorio es responsable de la ejecución de las decisiones del Consejo en materia de política monetaria y de crédito.

Asimismo, el Directorio dirige y administra el banco, excepto en aquellas materias que son de la competencia de los Consejos de Dirección de los bancos centrales de los *Länder*. Dentro de este marco, el Directorio es responsable de las operaciones que realice como agente financiero del Gobierno Federal, del suministro de anticipos y fondos especiales al mismo, de las operaciones con determinadas entidades de crédito, de las operaciones en divisas y de mercado abierto, y de la coordinación de las funciones en el ámbito interno del *Bundesbank*.

Los Consejos de Dirección de los nueve bancos centrales de los *Länder* están formados por el presidente, el vicepresidente y, en algunos casos, por un miembro adicional. Los presidentes de los bancos centrales de los *Länder* son nombrados por el presidente de la República Federal a propuesta del *Bundesrat* (Cámara del Parlamento), tras otra propuesta

inicial del Gobierno del *Land* competente después de haber consultado con el Consejo. Los bancos centrales de los *Länder* realizan transacciones con las autoridades públicas y con entidades de crédito locales.

Los miembros de los órganos rectores del banco son nombrados por un período de ocho años. En casos excepcionales, los nombramientos pueden tener una duración inferior, pero con una duración mínima de dos años. Generalmente, los mandatos son renovables. El banco y los miembros de sus órganos rectores, en la ejecución de las funciones atribuidas a los mismos en la Ley del *Bundesbank*, son independientes respecto de las instrucciones del Gobierno Federal.

3.3. Independencia en la formulación y ejecución de las políticas monetaria y cambiaria

Las políticas monetaria y cambiaria son determinadas por el Consejo con plena autonomía. Una disposición establece que la adopción de decisiones en materia de política monetaria puede ser diferida hasta dos semanas a petición del Gobierno Federal. Hasta ahora, el Gobierno Federal no ha ejercitado esta facultad. En todo caso, la decisión final recae en el Consejo.

Los instrumentos de política monetaria son fijados en la Ley del *Bundesbank*. Dentro de este marco estatutario, el banco puede discrecionalmente utilizar, desarrollar y perfeccionar los instrumentos de política monetaria. No existe una obligación vinculante de conceder crédito al sector público. El banco «está autorizado» a conceder créditos a los Gobiernos, federal y de los *Länder*, y a otras autoridades públicas determinadas, pero sólo a corto plazo y sujeto a límites legales. El tipo de interés habitualmente aplicado es el *Lombard*, muy próximo al tipo de interés de mercado.

El banco opera en el mercado de divisas de forma autónoma. Sin embargo, es el Gobierno Federal quien establece los tipos de cambio centrales, en consulta con el banco.

3.4. Control democrático y transparencia

La independencia del *Bundesbank*, tal como se encuentra establecida en la Ley del *Bundesbank*, descansa en un consenso social en favor de una política orientada a la estabilidad de precios. El banco no tiene obligación de informar al Parlamento y al Gobierno Federal, aun cuando informa regularmente al público a través de publicaciones y discursos. Las cuentas anuales son verificadas por auditores y por la Oficina Federal de Auditoría.

3.5. Cambios institucionales previstos

Actualmente, no existen planes relativos a cambios institucionales.

4. BANCO DE GRECIA

4.1. Objetivos y funciones

El objetivo legal es el control de la circulación fiduciaria y del crédito. Se considera que ello implica que la estabilidad monetaria es el objetivo final del banco.

Las principales funciones son las de ejecución de las políticas monetaria y cambiaria, de acuerdo con las orientaciones generales establecidas por el Gobierno. El banco tiene el derecho exclusivo de emisión de billetes y gestiona las reservas oficiales. Además, el banco es la autoridad de supervisión bancaria y desempeña un papel clave en los sistemas de pagos del país.

4.2. Organos rectores

El Consejo General está formado por el gobernador, los subgobernadores y nueve consejeros no ejecutivos. El gobernador y los subgobernadores son nombrados por el Gobierno a propuesta del Consejo General, para un período renovable de cuatro años, mientras que los nueve consejeros son elegidos por la Junta General de Accionistas para un período renovable de tres años. Al Consejo se le confía la dirección general de los asuntos del banco.

El gobernador es el máximo ejecutivo del banco. El mismo, o en su ausencia un subgobernador, preside el Consejo General, representa legalmente al banco y decide, en representación del Consejo, sobre todas aquellas materias no reservadas específicamente al Consejo General.

El ministro de Hacienda puede nombrar un comisario del Gobierno, sin derecho a voto, que asiste a las Juntas Generales de Accionistas y a las reuniones del Consejo General, y que puede vetar aquellas decisiones que estime contrarias a los Estatutos del banco o a las leyes del Estado.

4.3. Independencia en la formulación y ejecución de las políticas monetaria y cambiaria

El banco formula la política monetaria sobre la base de los objetivos macroeconómicos fijados por el Gobierno. El banco disfruta de una autonomía considerable en la adopción de objetivos monetarios y en la ejecución de la política monetaria. No obstante, la elección de instrumentos está limitada por el hecho de que el tipo de interés aplicado a los valores del Gobierno es fijado administrativamente por éste, aunque en consulta con el banco. Finalmente, aunque el banco está normalmente obligado a conceder descubiertos al Gobierno, en la práctica su importe es limitado.

El Gobierno establece la política de tipo de cambio en consulta con el banco, que es responsable de su ejecución.

4.4. Control democrático y transparencia

Existe una comisión parlamentaria competente en la materia, que expresa su opinión acerca de los candidatos propuestos para el cargo de gobernador. La transparencia está asegurada a través de la publicación del informe anual y de determinados estados financieros.

4.5. Cambios institucionales previstos

El Banco de Grecia ha propuesto al Gobierno cambios legislativos relativos a sus objetivos y principales funciones, independencia, estructura organizativa y funciones y operaciones monetarias. La legislación propuesta tiene por finalidad el incremento del grado de independencia del banco en el futuro próximo, así como hacer sus estatutos compatibles con el Tratado de Maastricht.

5. BANCO DE ESPAÑA

5.1. Objetivos y funciones

El banco tiene confiada la ejecución de la política monetaria, con la finalidad particular de salvaguardar el valor del dinero.

La principales funciones del banco son: desarrollo interno y externo de la política monetaria, emisión de billetes y regulación de su circulación, posesión y gestión de las reservas oficiales; así como la supervisión de las entidades de crédito y de determinados

mercados financieros. El banco actúa también como agente financiero del Gobierno y asesora a éste en asuntos financieros y económicos.

5.2. Organos rectores

Los órganos rectores son el gobernador, el subgobernador, el Consejo General y el Consejo Ejecutivo.

El gobernador es nombrado por el Jefe del Estado, a propuesta del presidente del Gobierno, para un período renovable de cuatro años. El gobernador representa al banco, preside los Consejos General y Ejecutivo con voto de calidad, y actúa como máximo ejecutivo en la gestión del banco.

El subgobernador es nombrado por el Gobierno, a propuesta del ministro de Economía y Hacienda, para un período renovable de cuatro años.

El subgobernador sustituye al gobernador en caso de vacante, ausencia o enfermedad, y tiene, además, las atribuciones que le delegue el gobernador.

Los miembros del Consejo General son el gobernador; el subgobernador; seis consejeros designados por el Gobierno; dos consejeros por razón de su cargo, que son el Director General de Presupuestos y el Director General del Tesoro y Política Financiera; los directores generales del banco (hasta cuatro); y un Consejero representante del personal. Los seis miembros del Consejo General son nombrados por el Gobierno para un período renovable de tres años; los directores generales del banco son nombrados por el ministro de Economía y Hacienda a propuesta del Consejo Ejecutivo del banco, para un período indefinido. El Consejo General toma las decisiones y adopta las directrices necesarias para asegurar la ejecución de las funciones encomendadas al banco, asesora al Gobierno y aprueba tanto los informes que el banco eleva al Gobierno como la normativa de su competencia (Circulares).

El Consejo Ejecutivo está compuesto por el gobernador, el subgobernador, tres consejeros elegidos de entre los seis consejeros designados por el Gobierno y un director general del banco. El Consejo Ejecutivo ejecuta las directrices emanadas del Consejo General, elabora y propone los informes del banco, los cuales son elevados al Consejo General para su aprobación, y decide acerca de las autorizaciones en materia bancaria y financiera e impone las sanciones previstas en la legislación.

No existe en la legislación española una norma que prevea que el Gobierno pueda dar instrucciones a los órganos rectores del banco. Es más: de acuerdo con la ley reguladora del banco, «... el Banco de España actuará con autonomía respecto de la Administración del Estado dentro de los límites establecidos en esta Ley». Estos límites no se refieren, sin

embargo, a instrucciones concretas, sino a la división general de competencias en política monetaria tal como se indica en el apartado siguiente.

5.3 Independencia en la formulación y ejecución de las políticas monetaria y cambiaria

La actual legislación aplicable al Banco de España establece que «.. el Banco de España ... desarrollará en sus vertientes interior y exterior la política monetaria de acuerdo con los objetivos generales fijados por el Gobierno, instrumentándola del modo que considere más adecuado para el cumplimiento de los fines a alcanzar...». De acuerdo con lo anterior, los objetivos generales de la política monetaria son fijados por el Gobierno, mientras que su desarrollo, tanto en sus vertientes interna y externa, corresponde al Banco de España. En este ámbito, el banco puede decidir autónomamente qué instrumentos desea emplear.

En la práctica, los objetivos generales de la política monetaria en su vertiente interna se fijan en términos de objetivos anuales para los agregados monetarios, establecidos por el banco y aprobados por el Gobierno.

La política de tipo de cambio es dirigida en el marco del SME. De este modo, los tipos de cambio centrales son establecidos por el Gobierno en estrecha consulta con el banco; con posterioridad a ello, la política de tipo de cambio es determinada por el banco. A este respecto, debe reseñarse que el banco tiene plena autonomía en relación a las intervenciones en el mercado de divisas.

5.4. Control democrático y transparencia

Las Cortes pueden convocar al gobernador para que informe de la política monetaria, así como de las demás funciones desarrolladas por el banco. Adicionalmente, el banco publica un informe anual, así como boletines económicos mensuales, los cuales examinan los cambios económicos y financieros y explican la política monetaria.

El banco publica sus cuentas anuales. La gestión y las operaciones del banco son fiscalizadas por el Tribunal de Cuentas.

5.5. Cambios institucionales previstos

El Gobierno ha aprobado recientemente un proyecto de Ley de Autonomía del Banco de España, el cual ha sido remitido a las Cortes para su aprobación. Este proyecto introduce todas las disposiciones del Tratado de la Unión Europea relativas a los bancos

centrales, y entrará en vigor el 1 de enero de 1994. Las funciones y cometidos del banco son modificados a fin de abarcar la definición y ejecución de la política monetaria. El principal objetivo asignado a la política monetaria es el de la estabilidad de precios. Se prohíbe la "financiación monetaria" del sector público. Los mandatos del gobernador y subgobernador se fijan en seis años, no renovables.

6. BANCO DE FRANCIA

6.1. Objetivos y funciones

El banco tiene como objetivo vigilar la moneda y el crédito; a este respecto, cuida del buen funcionamiento del sistema bancario.

Las principales funciones son: la emisión de billetes, participación en la formulación y ejecución de la política monetaria, desarrollo de la política cambiaria y gestión de las reservas oficiales, mantenimiento de la cuenta del Tesoro, participación en la gestión del sistema de pagos, y supervisión, por cuenta de la Comisión Bancaria, de las entidades de crédito.

6.2. Organos rectores

Los órganos rectores del banco son el gobernador, los dos subgobernadores y el Consejo General.

El gobernador y los subgobernadores son designados por el Gobierno, no teniendo su mandato establecida la duración. El gobernador gestiona y administra el banco, ejecutando todas las funciones no atribuidas al Consejo General, que él preside.

El Consejo General está compuesto por el gobernador, los subgobernadores y los consejeros. Nueve de los consejeros son nombrados por el Gobierno a propuesta del ministro de Hacienda y Asuntos Económicos. Un Consejero es elegido por el personal del banco. Todos los consejeros son designados por seis años. El Consejo se ocupa de asuntos operativos, administrativos y financieros.

Un censor designado por el ministro de Hacienda y Asuntos Económicos asiste a las reuniones del Consejo General y puede presentar objeciones a las decisiones del Consejo. Si objeta, el gobernador pide la reconsideración del asunto por parte del Consejo General.

6.3. Independencia en la formulación y ejecución de las políticas monetaria y cambiaria

El banco contribuye a la definición de la política monetaria adoptada por el Gobierno. La ejecución de la política monetaria es resultado de las decisiones conjuntas del ministro de Hacienda y Asuntos Económicos y del gobernador, incluyendo la elección de los instrumentos y de las modificaciones que les afecten.

Los déficit públicos no son financiados por el banco central. Desde el acuerdo relativo al uso del Fondo de Estabilización de Divisas de 1973, la asistencia financiera del banco central al Gobierno solamente supone neutralizar el impacto en la posición de liquidez del Tesoro de los resultados operativos del Fondo. No existe, por tanto, financiación por parte del banco central a las autoridades públicas a través de esta vía. Es más: el banco no adquiere valores ni públicos ni privados en el mercado primario.

6.4. Control democrático y transparencia

El gobernador presta juramento ante el presidente de la República de administrar el banco debida y fielmente, de conformidad con las leyes y regulaciones. Asimismo, en nombre del Consejo General, presenta al presidente de la República informes sobre las operaciones del banco cuando lo estime necesario, y al menos una vez al año. El banco hace públicos regulamente informes que describen el curso de los acontecimientos monetarios y económicos, y las políticas del banco.

6.5. Cambios institucionales previstos

Los estatutos del banco deberán ser modificados en línea con lo dispuesto en el Tratado de Maastricht. El Gobierno ha confirmado, en declaraciones recientes, su compromiso de llevar a la práctica dicha reforma, pero hasta la fecha no ha presentado ningún proyecto de ley. Recientemente, un grupo parlamentario ha anunciado la presentación de un proyecto de ley de independencia del banco.

7. BANCO CENTRAL DE IRLANDA

7.1. Objetivos y funciones

El objetivo legalmente establecido es el de salvaguardar la integridad de la moneda.

Las principales funciones incluyen las de emitir moneda, formular y ejecutar la política monetaria, gestionar las reservas oficiales, vigilar los mercados financieros, y actuar como agente financiero del Gobierno y como registrador de los valores y títulos de la deuda pública. El banco es también competente en materia de regulación bancaria y financiera.

7.2. Organos rectores

El banco es dirigido por el Consejo de Directores, formado por el gobernador y hasta nueve directores. El gobernador es nombrado por el presidente de la República asesorado por el Gobierno, siendo su mandato renovable y de siete años de duración. Los restantes miembros del Consejo son nombrados por el ministro de Hacienda para un período de cinco años.

7.3. Independencia en la formulación y ejecución de las políticas monetaria y cambiaria

El banco es responsable de la formulación y ejecución de la política monetaria. Las decisiones en materia de política monetaria son adoptadas en el contexto de la política de tipo de cambio establecida por el Gobierno, pero sin una consulta regular al Ministerio de Hacienda. La participación del Gobierno en la política monetaria se produce a través del secretario de Hacienda, en su condición de miembro del Consejo del banco. El ministro puede solicitar al gobernador (y/o al Consejo) que se le consulte en relación a la ejecución y cumplimiento por el banco de sus funciones generales y sus obligaciones. Esta facultad no ha sido utilizada nunca.

El banco goza de total autonomía en la elección y uso de instrumentos. El banco no tiene obligación de financiar al Gobierno o al sector público, y, en la práctica, dicha financiación ha sido extremadamente limitada.

Si bien la determinación de la política de tipo de cambio es, en última instancia, competencia del Gobierno, el ministro de Hacienda está obligado legalmente a consultar con el banco en asuntos relativos a la política de tipo de cambio.

7.4. Control democrático y transparencia

El banco está obligado a preparar un informe anual y remitirlo al ministro de Hacienda, quien tiene la obligación de presentarlo a ambas cámaras del Parlamento. Igualmente se facilita al Interventor y Auditor General un estado de las cuentas financieras

anuales del banco, que, después de auditarlas y certificarlas, las remite al ministro para su posterior envío a los miembros del Parlamento.

7.5. Cambios institucionales previstos

Antes de final de este año, se piensa remitir al Parlamento un proyecto de ley incorporando modificaciones en la normativa reguladora del banco, a fin de hacerla coherente con el Tratado de la Unión Europea. Los cambios propuestos incluirán disposiciones que modifiquen la facultad actual del ministro de Hacienda de imponer al gobernador del banco la obligación de consulta, clarifiquen el papel del banco en relación a los sistemas de pagos; autoricen el suministro de información al BCE, y permitan al banco cumplir con las obligaciones del Tratado relativas a la obtención de datos estadísticos, así como la de aplicación de coeficientes especiales sobre depósitos y reservas por cuenta del BCE.

8. BANCO DE ITALIA

8.1. Objetivos y funciones

Aunque no hay un objetivo establecido por ley, la Constitución italiana dispone que la República tiene el deber de proteger el ahorro, lo que implica que el banco deberá perseguir la finalidad de estabilidad monetaria.

Las principales funciones son la emisión de billetes, la ejecución de la política monetaria, la supervisión de bancos y otras instituciones financieras, la prestación de servicios de agente financiero del Gobierno, y la gestión de las reservas oficiales conjuntamente con la Oficina Italiana de Moneda Extranjera.

8.2. Organos rectores

Los órganos rectores son: el gobernador, el director general y dos vicedirectores generales, que constituyen el Directorio; y el Consejo de Directores.

El Directorio no es un órgano colegiado, ya que el gobernador ostenta una posición preminente. Sus miembros son designados con carácter vitalicio por el Consejo de Directores previa aprobación del Gobierno; el mismo procedimiento habría de seguirse para su destitución. El Directorio tiene la responsabilidad de llevar a cabo las funciones del banco y no está sujeto a las instrucciones de las autoridades políticas en el ámbito monetario.

El Consejo de Directores está compuesto por el gobernador, que actúa como presidente, y trece miembros designados por la Junta General de Accionistas para un período de tres años. Ninguno de los miembros puede desempeñar un cargo político. El Consejo tiene a su cargo la administración del banco, pero no tiene facultades relativas a la política monetaria o de tipo de cambio, ni en materia de supervisión bancaria.

8.3. Independencia en la formulación y ejecución de las políticas monetaria y cambiaria

Los objetivos anuales de política monetaria son fijados por el gobernador y son aprobados formalmente por el Gobierno. Los objetivos presentados por el gobernador no han sido rechazados en ningún caso.

El banco goza de plena autonomía en el establecimiento de instrumentos para la realización de la política monetaria. Un paso importante en esta dirección fue la adquisición del derecho de fijación del tipo de descuento de forma autónoma, que fue concedido en febrero de 1992.

La principal financiación otorgada al Tesoro es un descubierto incondicional sobre una línea de crédito directa, hasta el límite del 14% de los gastos totales previstos en la Ley de Presupuestos. Por encima de este límite, en caso de necesidades de financiación que entren en conflicto con los objetivos de política monetaria, el Tesoro únicamente puede obtener un «anticipo extraordinario», previa autorización del Parlamento mediante una ley específica (esto ha ocurrido únicamente una vez, en enero de 1983).

El banco opera dentro del régimen de tipo de cambio establecido por el Gobierno, pero tiene plena libertad para llevar a cabo operaciones en el mercado de divisas.

8.4. Control democrático y transparencia

El Tesoro tiene facultades de supervisión en relación con la emisión de billetes, la administración y la contabilidad del Banco de Italia. Un representante del Tesoro asiste a las reuniones del Consejo y los acuerdos del Consejo, son firmes si el Tesoro no se opone a los mismos en el plazo de cinco días. El gobernador puede ser invitado a comparecer ante las comisiones parlamentarias y a informar acerca de la dirección de la política monetaria. El banco publica un informe anual y otros documentos.

8.5. Cambios institucionales previstos

En 1993, el Gobierno ha sometido al Parlamento una ley de reforma de la financiación a través de descubiertos, que establece: la abolición de cualquier forma de anticipos al Tesoro, la conversión de la deuda, derivada de descubiertos anteriores, existente en valores públicos con un período de vencimiento específico, y la creación de una cuenta con intereses en el banco que debe presentar siempre saldo acreedor. La misma ley transfiere al Banco de Italia la facultad de modificar el coeficiente de caja obligatorio. Además, se ha decidido una primera reforma del régimen de coeficiente de caja. Finalmente, otros cambios institucionales requeridos por el Tratado de Maastricht están siendo objeto de examen conjunto por el banco de Italia y el Tesoro.

9. INSTITUTO MONETARIO DE LUXEMBURGO

9.1. Objetivos y funciones

Desde 1922, Luxemburgo está vinculado a Bélgica en una unión económica que comprende una asociación monetaria. El Instituto Monetario de Luxemburgo (IML), creado en 1983, no ejerce en este momento todas las funciones de un banco central, puesto que el Banco Nacional de Bélgica cumple una serie de funciones para los dos Estados miembros de la asociación.

Las funciones del IML son: emitir billetes y monedas; promover la estabilidad de la moneda y, a tal efecto, supervisar el funcionamiento adecuado de los mercados financieros; ejecutar las obligaciones y ejercitar los derechos que deriven de acuerdos internacionales en el ámbito monetario y financiero, y ejercitar la supervisión prudencial del sector financiero.

9.2. Organos rectores

Los órganos rectores del IML son la Dirección y el Consejo.

La Dirección es un órgano colegiado que está formado por el director general y dos directores. Los mismos son designados por el Gran Duque a propuesta del Consejo de Ministros para un período de seis años renovable. La Dirección es el órgano ejecutivo y responsable del cumplimiento de los objetivos del IML. Si hay un desacuerdo entre el Gobierno y la Dirección sobre la política del IML y la ejecución de sus funciones, el Gobierno, con el consentimiento del Consejo del IML, puede proponer al Gran Duque la destitución colectiva, y únicamente colectiva, de la Dirección. Sin perjuicio de esta

disposición, los miembros de la Dirección no están sujetos a instrucciones de las autoridades políticas.

El Consejo consta de siete miembros designados por el Consejo de Ministros para un período de cuatro años renovable. El Consejo fija directrices y da opiniones acerca de actividades específicas del IML, aprueba el presupuesto y cuentas anuales, pero no tiene competencia en el terreno de la supervisión. Los miembros del Consejo no están sujetos a las instrucciones de las autoridades políticas.

9.3 Independencia en la formulación y ejecución de las políticas monetaria y cambiaria

La «última palabra» en las decisiones de política monetaria y de tipo de cambio corresponde al Gobierno, y el IML dispone por sí mismo únicamente de un número limitado de instrumentos de política monetaria. Aunque el IML tiene poder para regular la utilización de los pasivos bancarios denominados en francos, nunca ha hecho uso de esta facultad.

9.4. Control democrático y transparencia

La Dirección del IML tiene como obligación legal la de someter un informe anual, cuentas financieras y un presupuesto para su aprobación por el Gobierno. Estos documentos se remiten al Parlamento. El auditor del IML, designado por el Gobierno, también elabora un informe anual que es transmitido al Consejo del IML, al Gobierno y al Parlamento. Asimismo, el director general del IML se reúne tradicionalmente cada dos meses para intercambiar puntos de vista con el Comité Parlamentario para Asuntos Presupuestarios y Financieros.

9.5. Cambios institucionales previstos

La llegada de la fase final de la UEM exigirá correcciones sustanciales en la asociación monetaria con Bélgica, asumiendo el IML todas las funciones de banco central de Luxemburgo. Con este fin está siendo preparado en el IML un borrador de proyecto de ley.

10. DE NEDERLANDSCHE BANK

10.1. Objetivos y funciones

El objetivo del banco, de acuerdo con su estatuto, es salvaguardar el valor de la moneda. De esta manera, la estabilidad de precios es claramente un objetivo de su política.

Las principales funciones del banco incluyen : emitir billetes, facilitar las transferencias dinerarias domésticas y exteriores, gestionar las reservas oficiales, y supervisar los bancos y otras instituciones financieras.

10.2. Organos rectores

El Consejo de Gobierno y el Consejo Supervisor son los órganos rectores del banco, y el Consejo es el órgano consultivo.

El Consejo de Gobierno se compone del presidente, el secretario, así como de no menos de tres (el número actual) y no más de cinco consejeros ejecutivos. Todos ellos son designados en reunión conjunta del Consejo de Gobierno y del Consejo Supervisor, y son nombrados por la Corona a propuesta del Consejo de Ministros para un período renovable de siete años. Todas las decisiones de política del banco son adoptadas por el Consejo de Gobierno, que asimismo es plenamente responsable de la gestión del banco. Excepto en supuestos de conflicto de política significativo entre el banco y el Gobierno, el Consejo de Gobierno no está sujeto a instrucciones del Gobierno en relación con la dirección de la política monetaria.

El Consejo Supervisor consta de doce miembros, designados por el ministro de Hacienda para un período renovable de cuatro años. Supervisa los asuntos relacionados con los negocios del banco y aprueba el balance anual y la cuenta de pérdidas y ganancias. Un comisario real supervisa los asuntos del banco en nombre del Gobierno.

El Consejo consta de dieciséis miembros y el comisario real. Su misión es asesorar al banco y al ministro de Hacienda sobre aspectos de la política del banco. Cuatro miembros son designados por y de entre los miembros del Consejo Supervisor; los otros doce son designados por la Corona, e incluyen expertos financieros y representantes de la industria y el mundo laboral.

10.3. Independencia en la formulación y ejecución de las políticas monetaria y cambiaria

El banco goza de plena libertad en lo relativo a la política monetaria interna. Como el ministro de Hacienda es responsable ante el Parlamento de la dirección de la política monetaria, se requiere la práctica de consultas regulares entre el banco y el ministro.

En el supuesto de grave conflicto, el ministro de Hacienda tiene poder para dirigir al Consejo de Gobierno las instrucciones que estime precisas para la adecuada coordinación de la política del banco con las políticas monetarias y financieras del Gobierno. El Consejo de Gobierno, sin embargo, puede poner objeciones a estas instrucciones y apelar a la Corona. La decisión de la Corona únicamente puede ser adoptada por el Consejo de Ministros en sesión plenaria. Si se decide que el Consejo de Gobierno tiene que cumplir con las instrucciones, la decisión motivada de la Corona, así como las objeciones del banco, deberán ser publicadas en el boletín oficial; en dicho supuesto, una disputa causaría muy probablemente una crisis política de envergadura. Sin embargo, hasta ahora, el ministro de Hacienda nunca ha ejercitado su derecho legal a impartir instrucciones; este derecho fue ideado por el legislador, y ha continuado siendo considerado exclusivamente como un último recurso. En la práctica, por lo tanto, el banco tiene un alto grado de independencia, así como, tras consulta con la banca, completa libertad para dictar normas de control monetario, por ejemplo, en materia de coeficientes de caja.

El banco tiene la obligación de conceder crédito sin intereses y garantizar al Tesoro, a solicitud del ministro de Hacienda, hasta un máximo de 150 millones de florines. Adicionalmente, el banco concede, con una periodicidad anual, una línea de crédito limitada y garantizada, de la que el ministro de Hacienda puede disponer para subvenir necesidades temporales de tesorería.

La participación en acuerdos de tipos de cambio, así como la modificación de los tipos de cambio centrales, es facultad del Gobierno, tras consulta con el banco. Dentro de las restricciones impuestas por el acuerdo del SME, el banco goza de plena libertad en la formulación de la estrategia respecto a la política de tipo de cambio y en el uso de instrumentos (tipos de interés, intervenciones cambiarias, márgenes de fluctuación).

10.4. Control democrático y transparencia

El ministro de Hacienda ha de dar cuenta al Parlamento de la ejecución de la política monetaria. Tal y como establece la legislación aplicable al banco, el Consejo de

Gobierno publica semanalmente un balance-resumen del banco. Además, el banco publica un informe anual (incluyendo las cuentas anuales) sobre sus actividades.

10.5. Cambios institucionales previstos

Se prevé que se añada una cláusula explícita a la actual normativa en virtud de la cual todas las operaciones del banco, al comienzo de la segunda fase, serán conformes con el artículo 104 del Tratado que se refiere a la prohibición de «financiación monetaria». Los cambios precisos en la legislación serán probablemente propuestos al Parlamento antes del verano de 1993. De acuerdo con el Tratado, la facultad legal del ministro de Hacienda de impartir instrucciones al banco será abolida antes del establecimiento del SEBC.

Además, los procedimientos de designación, la composición y la estructura de los órganos rectores del banco serán revisados. Asimismo, el Gobierno considera aconsejable dar al Parlamento la oportunidad de oír al presidente del *De Nederlandsche Bank* acerca de las actividades del SEBC, de conformidad con las disposiciones del Tratado.

11. BANCO DE PORTUGAL

11.1. Objetivos y funciones

Los objetivos del banco son el mantenimiento de la estabilidad monetaria interna y de la solvencia externa de la moneda.

Las principales funciones son: definir, conjuntamente con el Gobierno, y llevar a cabo las políticas monetarias y de tipo de cambio; poseer y gestionar las reservas oficiales; actuar como intermediario en las relaciones monetarias internacionales del Estado; y supervisar la estabilidad del sistema financiero nacional, siendo responsable de la supervisión bancaria.

11.2. Organos rectores

Los órganos rectores del Banco de Portugal son el gobernador y el Consejo de Directores. El gobernador y los miembros del Consejo son nombrados por períodos de cinco años renovables por el Consejo de Ministros a propuesta del ministro de Hacienda. Los miembros del Consejo no están sujetos a instrucciones, aunque existen frecuentes consultas con el ministro de Hacienda. Asimismo, la ley establece expresamente que el banco tenga en cuenta las directrices del Gobierno. Además, existe un Consejo de Auditores y un Consejo Asesor.

11.3. Independencia en la formulación y ejecución de las políticas monetaria y cambiaria

La formulación de las políticas monetaria y cambiaria es decidida conjuntamente con el Gobierno. El banco es responsable de la ejecución de la política monetaria y tiene plena libertad para establecer los instrumentos monetarios. No obstante, debe hacerse una salvedad importante: las medidas de política monetaria deben ser publicadas en forma de *Avisos* del Banco de Portugal antes de entrar en vigor; los *Avisos* deben ser firmados por el ministro de Hacienda.

Dentro del Mecanismo de Cambios del SME, la fijación del tipo de cambio central es responsabilidad del Gobierno, previa consulta con el banco. El banco es responsable de la ejecución de la política cambiaria, dentro de las bandas de fluctuación.

No existen previsiones relativas a la resolución de conflictos. Las funciones más importantes que teóricamente pueden dar lugar a conflictos con la función monetaria son las funciones de supervisión y de prestamista de última instancia. Por otra parte, los estatutos del banco central no prohíben la suscripción de bonos del Tesoro, en las condiciones acordadas entre el ministerio de Hacienda y el banco.

11.4. Control democrático y transparencia

El Consejo de Auditores y el Consejo Consultivo realizan importantes funciones para asegurar la transparencia. Asimismo, el informe anual y los estados financieros tienen que ser aprobados por el ministro de Hacienda teniendo en cuenta el asesoramiento del Consejo de Auditores. Además, el gobernador es invitado a comparecer ante los correspondientes comités del Parlamento.

11.5. Cambios institucionales previstos

El único cambio inmediato previsto en el estatuto del banco central es una enmienda que prohíba la suscripción de bonos del Tesoro. La independencia será adicionalmente reforzada en los plazos previstos en el Tratado, y en línea con la reciente revisión de la Constitución portuguesa.

12. BANCO DE INGLATERRA

12.1. Objetivos y funciones

Aunque no existen objetivos explícitos por ley en el campo de la política monetaria, la *Banking Act* de 1987 atribuye al banco, en su papel de supervisor bancario, el objetivo de proteger los intereses de los depositantes. En la práctica, los principales objetivos son: mantener la integridad y el valor de la moneda, salvaguardar la integridad del sistema financiero, incluyendo los sistemas de pagos y liquidación, y promover la eficiencia y efectividad del sector financiero.

Cuando, el 22 de enero de 1993 se anunció el nombramiento del próximo gobernador, el señor E.A.J. George, el canciller manifestó que la responsabilidad central del nuevo gobernador debe ser la de «apoyar al Gobierno en su determinación de promover una reducción duradera en el índice de inflación, la única base sólida sobre la que pueden construirse el crecimiento sostenido y los empleos seguros».

Las principales funciones del banco son: la ejecución de la política monetaria, la emisión de moneda, la gestión de reservas oficiales y la supervisión de los bancos.

12.2. Organos rectores

El órgano rector es la Corte de Directores. Esta consta del gobernador, el subgobernador y dieciséis directores, de los que hasta cuatro pueden tener responsabilidades ejecutivas en el banco. Los gobernadores y los directores son designados por la Corona tras recomendación del primer ministro. El gobernador y el subgobernador son designados por períodos de cinco años renovables, y los consejeros por períodos de cuatro años también renovables. La Corte de Directores es responsable de los asuntos del banco.

Los miembros de la Corte de Directores no están sujetos individualmente a instrucciones de las autoridades políticas. Sin embargo, el Tesoro tiene facultades legales para impartir «instrucciones» al banco «en aras del interés público» después de consultar con el gobernador, aunque esta facultad nunca ha sido formalmente invocada.

12.3. Independencia en la formulación y ejecución de las políticas monetaria y cambiaria

La responsabilidad del banco es la de prestar asesoramiento en política monetaria y ejecutar la política que ha sido acordada con el Gobierno. Cuando existe un conflicto entre

la opinión del banco y la del Gobierno, la opinión del Gobierno prevalece. El banco tiene la posibilidad de hacer pública su opinión.

El principal instrumento de política monetaria es el tipo de interés a corto plazo, que el banco influencia mediante sus operaciones en los mercados monetarios. El banco goza de un grado de discrecionalidad considerable en la dirección de esas operaciones, aunque el objetivo de tipo de interés es fijado por el Gobierno.

El banco actúa como agente financiero del Gobierno y en ocasiones proporciona financiación a corto plazo en la forma de anticipos (*Ways and Means*), aunque en otras ocasiones el Gobierno mantiene un depósito en el banco. Ni estas actividades, ni el papel del banco como supervisor de bancos, interfieren de ninguna forma en sus funciones de política monetaria.

Las operaciones en el mercado de cambios son ejecutadas por el banco como agente del Gobierno, que es propietario de las reservas exteriores. Como agente, el banco opera dentro de las directrices establecidas por el Tesoro.

12.4. Control democrático y transparencia

El banco elabora un informe anual dirigido al Parlamento y otro informe anual sobre la actuación del banco en materia de supervisión. Asimismo, el banco publica de forma regular informes sobre acontecimientos económicos y financieros, y el gobernador comparece frecuentemente ante comisiones del Parlamento. Formalmente, sin embargo, el canciller del *Exchequer* o los secretarios de estado del Tesoro responden por el banco en el Parlamento.

El canciller recientemente anunció nuevas medidas para incrementar la transparencia del proceso de política monetaria. Estas incluyen el anuncio de un objetivo del Gobierno sobre la inflación, la publicación por el Tesoro de informes monetarios sobre datos relevantes para la política monetaria, y la publicación de un informe trimestral del banco sobre el progreso alcanzado en el logro del objetivo de inflación fijado por el Gobierno.

12.5. Cambios institucionales previstos

No existen planes relativos a cambios institucionales que no sean los relativos a las tendencias antes referidas hacia una mayor apertura de la política monetaria. Si el Reino Unido fuese a participar en la tercera fase de la UEM, se requeriría un cambio institucional.

ABREVIATURAS Y SIMBOLOS

PAISES¹

BE	Bélgica
DK	Dinamarca
DE	Alemania
GR	Grecia
ES	España
FR	Francia
IR	Irlanda
IT	Italia
LU	Luxemburgo
NL	Holanda
PT	Portugal
UK	Reino Unido
US	USA
JP	Japón

MONEDAS

ECU	Unidad de Cuenta Europea
BEF	Franco belga
DKK	Corona danesa
DEM	Marco alemán
GRD	Dracma griega
ESP	Peseta española
FRF	Franco francés
IEP	Libra irlandesa
ITL	Lira italiana
NLG	Florín holandés
PTE	Escudo portugués
GBP	Libra esterlina
USD	Dólar USA
JPY	Yen japonés

¹De acuerdo con la práctica habitual en la Comunidad, los países se enumeran en el Informe usando el orden alfabético de las lenguas nacionales respectivas.

OTRAS ABREVIATURAS

BIS	Banco Internacional de Pagos
BCE	Banco Central Europeo
CE	Comunidad Europea
ECOFIN	Consejo de las Comunidades Europeas (Asuntos Económicos y Financieros)
EEE	Espacio Económico Europeo
EFTA	Asociación Europea de Libre Comercio
FECOM	Fondo Europeo de Cooperación Monetaria
IME	Instituto Monetario Europeo
IML	Instituto Monetario de Luxemburgo
OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo
PIB	Producto Interior Bruto
PNB	Producto Nacional Bruto
PPP	Paridad del Poder Adquisitivo
SEBC	Sistema Europeo de Bancos Centrales
SME	Sistema Monetario Europeo
UEM	Unión Económica y Monetaria