

INSTITUTO MONETARIO EUROPEO

INFORME ANUAL

1994

ABRIL 1995

© Instituto Monetario Europeo 1995

Apartado de correos 10 20 31, D-60020 Francfort

Todos los derechos reservados. Excepto los derechos establecidos por regulación legal, ninguna parte de esta publicación puede ser reproducida, traducida, archivada o transmitida en forma alguna por medios electrónicos, mecánicos, de fotocopia, de registro o cualquier otro medio, salvo permiso escrito del Instituto Monetario Europeo. Están permitidas las fotocopias para fines docentes sin ánimo de lucro.

ISSN 1024-5545

Impreso por Kern & Birner GmbH + Co., D-60486 Francfort

INDICE

PROLOGO

CAPITULO I: SITUACION ECONOMICA, MONETARIA Y FINANCIERA EN LA UNION EUROPEA

RESUMEN

1. Tendencias económicas, monetarias y financieras en la UE en el período 1993-94 2
2. Perspectivas y retos 4

A. PRINCIPALES ACONTECIMIENTOS DESDE PRINCIPIOS DE 1993

1. Marco macroeconómico 6
 - 1.1 Situación general de las principales economías industrializadas 6
 - 1.2 Evolución económica de la UE 8
2. Evolución de los mercados financieros 16
 - 2.1 Mercados de divisas 16
 - 2.2 Mercados de bonos 21
 - 2.3 Mercados de otros activos 26
3. Políticas económicas seguidas en la UE 27
 - 3.1 La política presupuestaria 27
 - 3.2 La política monetaria 31
 - 3.3 La combinación de políticas macroeconómicas 42
4. Perspectivas y retos 42
 - 4.1 Perspectivas 43
 - 4.2 Desafíos para el futuro 46

B. PROGRESO HACIA LA CONVERGENCIA

1. Papel del IME en la evaluación de la convergencia 50
2. Estabilidad de precios 52
 - 2.1 Tasas de inflación en 1993-94 52
 - 2.2 Evaluación de la estabilidad de precios 53
3. Sostenibilidad de las posiciones presupuestarias 54
 - 3.1 Posiciones presupuestarias en 1993-94 54
 - 3.2 Evaluación de la sostenibilidad de las posiciones presupuestarias 55
4. Estabilidad cambiaria 57
 - 4.1 Evolución de los tipos de cambio en 1993-94 57
 - 4.2 Evaluación de la estabilidad cambiaria 58
5. Convergencia de los tipos de interés a largo plazo 59
 - 5.1 Tipos de interés a largo plazo en 1993-94 59
 - 5.2 Evaluación de la convergencia de los tipos de interés a largo plazo 59
6. Convergencia general y sostenibilidad 60

CAPITULO II: ACTIVIDADES DEL COMITE DE GOBERNADORES Y DEL IME

INTRODUCCION: DEL COMITE DE GOBERNADORES AL IME

A. PAPEL Y ESTRUCTURA DEL IME

1.	Objetivos, tareas y funciones del IME.....	65
1.1	Fortalecimiento de la cooperación de los bancos centrales y de la coordinación de la política monetaria.....	65
1.2	Preparación para el establecimiento del SEBC.....	66
1.3	Supervisión del desarrollo del ECU.....	67
1.4	Otras tareas.....	67
2.	Estructura organizativa del IME.....	67
2.1	El Consejo.....	67
2.2	El Presidente.....	68
2.3	Organización interna.....	68
2.4	Comités, Subcomités y Grupos de trabajo.....	71
3.	Los recursos financieros del IME.....	73

B. ACTIVIDADES DEL IME

1.	Coordinación de políticas monetarias y cambiarias.....	74
2.	Trabajos preparatorios de la tercera fase.....	75
2.1	Política monetaria.....	75
2.2	Política cambiaria.....	77
2.3	Estadísticas.....	77
2.4	Sistemas de pagos.....	79
2.5	Preparación de billetes europeos.....	80
2.6	Establecimiento del SEBC.....	81
3.	Utilización del ECU y supervisión del Sistema de Compensación y Liquidación en ECUs.....	82
3.1	Utilización del ECU privado en 1993 y 1994.....	82
3.2	Supervisión del Sistema de Compensación y Liquidación en ECUs.....	87
4.	Cooperación entre bancos centrales.....	88
4.1	Sistemas de pagos.....	88
4.2	Supervisión bancaria.....	92
5.	Otras tareas.....	95
5.1	Tareas operativas (SME/FECOM).....	95
5.2	Funciones consultivas.....	97
5.3	Cooperación con otras instituciones.....	98

CAPITULO III: CARACTERISTICAS INSTITUCIONALES DE LOS BANCOS CENTRALES NACIONALES

INTRODUCCION

A. Estatutos e independencia	100
1. Principales cambios institucionales en 1993 y 1994	101
2. Características actuales de los bancos centrales nacionales de la Unión Europea	102
3. Cambios legales en perspectiva.....	106
 B. Financiación monetaria y acceso privilegiado	 107
1. Observaciones generales y papel del IME	107
2. Cumplimiento de la prohibición de la concesión de crédito al sector público por el banco central	108
3. Cumplimiento de la prohibición del acceso privilegiado a las instituciones financieras	110

CUENTAS ANUALES DEL IME

**ANEJO 1: Estado actual de las estrategias e instrumentos de política monetaria en
los países de la UE**

ANEJO 2: Reglamento interno del IME

GLOSARIO

LISTA DE ABREVIATURAS

LISTA DE DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL IME

MIEMBROS DEL CONSEJO, DIRECCION Y COMITE FINANCIERO Y PRESIDENTES DE LOS SUBCOMITES Y GRUPOS DE TRABAJO

LISTA DE CUADROS, GRAFICOS Y RECUADROS ¹

Cuadros

1. Balanza comercial y corriente en la UE.....	11
2. Precios, salarios y productividad en los estados miembros de la UE.....	14
3. Tipos de interés a largo plazo.....	22
4. Indicadores presupuestarios y de endeudamiento de los Estados miembros de la UE.....	28
5. Agregados monetarios: objetivos y bandas de referencia.....	34
6. Objetivos de inflación publicados.....	38
7. Previsiones de los principales datos económicos de la UE.....	43
8. Finanzas públicas en los Estados miembros de la UE.....	48
9. Indicadores económicos y criterios de convergencia del Tratado de Maastricht.....	51
10. Participación de los bancos centrales en los recursos financieros del IME.....	73
11. Mercados financieros en ECUs.....	84
12. Préstamos comunitarios.....	97
13. Características institucionales de los bancos centrales de la UE.....	103
14. Activos de los bancos centrales frente al sector público.....	108
15. Estrategias, instrumentos y procedimientos de política monetaria en los Estados miembros de la UE.....	126
16. Características del coeficiente de caja en los Estados miembros de la UE.....	128

Gráficos

1. Principales indicadores de las economías más industrializadas.....	7
2. Crecimiento del PIB en los Estados miembros de la UE.....	9
3. Posición de las divisas en el Mecanismo de Cambios del SME.....	17
4. Tipos de interés a corto plazo.....	19
5. Rendimiento y diferencial de los bonos a diez años de EE.UU y Alemania.....	24
6. Rendimiento de los bonos a largo plazo.....	26
7. Ingresos y gastos del sector público en la UE.....	30
8. Tipos de interés oficiales o de intervención en los Estados miembros de la UE.....	32
9. Diferencia entre el ECU de mercado y el ECU cesta.....	86

¹ Signos utilizados en los cuadros:

"..." Nulo o insignificante

"-" Dato no disponible o no aplicable

Recuadros

1. Ajustes estructurales en los mercados de trabajo.....	12
Gráfico: Paro y crecimiento del PIB en la UE	
Cuadro: Estructura del paro	
2. Diferencias en los procesos de transmisión monetaria	36
3. Situación económica de los nuevos Estados miembros de la UE	41
Cuadro: Principales indicadores económicos de los nuevos Estados miembros de la UE	
4. Estabilidad de precios	53
5. Finanzas públicas	55
6. Estabilidad cambiaria	58
7. Tipos de interés a largo plazo.....	60

PROLOGO

Con este primer Informe Anual del IME, que se eleva al Parlamento Europeo, al Consejo, a la Comisión y al Consejo Europeo, el IME pretende hacer balance de todos los aspectos relevantes para las funciones del Instituto, tal como quedan establecidas en el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, y proporcionar al público en general una amplia relación de sus actividades y opiniones. De acuerdo con lo dispuesto en el artículo 11 de los Estatutos del IME, el Informe abarca tanto el análisis de la situación monetaria y financiera en la Comunidad como la exposición de las actividades del Instituto, además de presentar las cuentas anuales de la Institución. El Informe valora también los progresos hacia la convergencia, los trabajos preparatorios de la tercera fase y las características institucionales de los bancos centrales nacionales, cumpliendo además con las disposiciones del artículo 7 de los Estatutos del IME. Por último, cabe notar que el Informe abarca los años 1993 y 1994, lo que es una simple consecuencia del hecho de que el IME asumiera las funciones del Comité de Gobernadores de los bancos centrales de los Estados miembros de la CE con efectos a partir del 1 de enero de 1994, y de que no se publicara el Informe de éste último Comité correspondiente al año 1993. Siguiendo la práctica habitual en los Informes Anuales, el texto no examina los acontecimientos posteriores al 31 de diciembre de 1994; así, el realineamiento del Mecanismo de Cambios del SME de principios de marzo de 1995 no se considera en el Informe, al quedar fuera de su marco temporal de referencia.

El capítulo I describe y analiza los principales rasgos de la evolución económica, financiera y monetaria en la UE, centrándose en la incidencia de ésta sobre la consecución y mantenimiento de la estabilidad de precios. En términos generales, los avances en la estabilización de los precios logrados durante los últimos dos años son notables. Subsisten, sin embargo, importantes retos. En primer lugar, la estabilidad de precios no se ha alcanzado aun en la Unión Europea en su conjunto; y alcanzar logros mayores pudiera ser considerablemente más costoso en el nuevo contexto de recuperación económica actualmente en curso. Por ello, las autoridades monetarias deberán permanecer vigilantes. En segundo lugar, en muchos Estados miembros las finanzas públicas continúan siendo motivo de grave preocupación. Será necesaria una actuación decidida para reducir los déficit presupuestarios. Igual decisión será precisa para retornar a niveles aceptables de deuda pública y contribuir a la reducción de los tipos de interés de la misma. La consolidación presupuestaria a medio plazo debe proseguir a un ritmo satisfactorio y concentrarse principalmente en la reducción del gasto. Todo ello es, si cabe, aún más imperativo en aquellos países donde la política monetaria se encuentra sobrecargada. El período por delante es decisivo, ya que constituirá el período crucial para la primera evaluación de la convergencia, que será llevada a cabo de forma independiente por el IME y por la Comisión en el curso de 1996.

El capítulo II analiza el papel del IME en la cooperación y coordinación durante la segunda fase y en el trabajo preparatorio de la tercera fase. Durante la segunda fase, el IME tiene como tarea el reforzar la coordinación de la política monetaria de los Estados miembros con el objetivo de asegurar la estabilidad de precios. En el desempeño de esta obligación, el IME se constituye en foro para las consultas e intercambio de puntos de vista e información sobre las orientaciones políticas, quedando la política monetaria como responsabilidad exclusiva de las autoridades nacionales. En cuanto al trabajo preparatorio de la tercera fase, el Tratado de Unión Europea obliga al IME a especificar el marco reglamentario y logístico necesario para que, a más tardar a finales de 1996, el Sistema Europeo de Bancos Centrales esté en condiciones de desempeñar sus futuros cometidos. A la vista de la muy amplia gama de cuestiones a abordar en detalle y del limitado tiempo disponible para dicho trabajo

preparatorio, el Consejo del IME ha acordado un programa completo y detallado que le sirva de guía para la organización, vigilancia y valoración de las actividades del personal del IME, de los subcomités y de los grupos de trabajo.

El capítulo III trata de las características institucionales de los bancos centrales nacionales, contrastando especialmente el cumplimiento de las disposiciones del Tratado relativas a la independencia y al objetivo primordial de estabilidad de precios de la política monetaria. Se destacan los cambios institucionales acaecidos en 1993 y 1994, se describen las características de los bancos centrales de la UE y se apuntan los cambios legales previstos. El capítulo aborda también el papel del IME en la vigilancia del cumplimiento por parte de los bancos centrales de la prohibición de financiación monetaria del Estado y del acceso privilegiado de éste a las instituciones financieras.

El Informe abarca una amplia gama de cuestiones reflejo de la extensión de las tareas y de la cargada agenda a completar por el IME en los años venideros. A fin de cumplir las obligaciones recogidas en el Tratado será precisa la máxima entrega y dedicación tanto de los bancos centrales nacionales y de sus representantes en los subcomités y grupos de trabajo del IME como el propio personal del Instituto. A todos ellos, y en especial a los miembros del Consejo del IME, deseo expresarles mi gratitud por el trabajo realizado durante los últimos dos años y sobre todo durante el último período de establecimiento de la Institución. En noviembre de 1994 el IME se trasladó, desde sus instalaciones provisionales en Basilea, a su sede en la *Eurotower* de Francfort: el Instituto, tras la contratación de nuevo personal, se encuentra actualmente en posición de abordar eficazmente las tareas que le han sido encomendadas en el Tratado que establece la Comunidad Europea.

A. LAMFALUSSY

Francfort, 7 de Marzo de 1995

Presidente

CAPITULO I

SITUACION ECONOMICA, MONETARIA Y FINANCIERA EN LA UNION EUROPEA

RESUMEN

1. Tendencias económicas, monetarias y financieras en la UE en el período 1993-94

En el año 1993 se produjo una recesión en la mayoría -pero no en la totalidad- de los Estados miembros de la UE, disminuyendo el PIB de la Unión en un 0,3%, mientras que en el año 1994 hubo una recuperación, estimándose el crecimiento de la anterior magnitud en un 2,6%. Favorecidas por el rápido crecimiento que se estaba produciendo en el exterior de la UE, las exportaciones netas de muchos países miembros ejercieron un empuje significativo sobre la actividad económica, mitigando los efectos de la recesión en 1993 e impulsando el crecimiento en 1994. En consecuencia, la balanza exterior de la Unión mejoró notablemente en 1993 y, en menor escala, siguió mejorando durante 1994. La demanda interna, débil en 1993, se recuperó en 1994 en consonancia con la fase alcista del ciclo. Además del aumento general de actividad, las tasas de crecimiento en los países miembros mostraron una mayor sincronización en 1994 que en 1993; el crecimiento económico fue positivo en todos los miembros de la Unión en 1994, por primera vez desde 1989.

La tasa media de crecimiento de los precios de consumo en la Unión Europea se redujo desde un 4,3% en 1992 hasta un 3,1% en 1994, continuando el declive que se venía observando desde 1991 y produciéndose también una acentuada convergencia en inflación. Aunque la tendencia decreciente de las tasas de inflación de la Unión refleja la moderación salarial y el incremento de productividad consecuencia de la evolución de la actividad económica, también hay que tener en cuenta otros factores, no relacionados con el ciclo. En concreto, se ha producido un cambio importante en la visión de la política económica, y la estabilidad de precios ha pasado a ser uno de los objetivos prioritarios de la política económica en general y el principal objetivo de la política monetaria en concreto. Además, la progresiva construcción del Mercado Unico ha estimulado la competencia y se están poniendo en marcha reformas estructurales para mejorar la flexibilidad de los mercados laborales.

Sin embargo, aunque el progreso hacia la estabilidad de precios en los dos últimos años en los países de la Unión ha sido notable, el resultado no puede todavía considerarse totalmente satisfactorio. Mientras que algunos países (Bélgica, Dinamarca, Francia, Irlanda, Luxemburgo, Holanda y el Reino Unido) consiguieron o mantuvieron tasas de inflación entre el 2% y 2,5% o incluso inferiores durante 1994, Alemania registró una tasa de crecimiento de los precios de consumo del 3%, y España, Italia y Portugal permanecieron en el rango del 3,9% al 5,2%. En Grecia, la tasa de inflación se situó ligeramente por debajo del 11% en 1994.

El desempleo, variable que normalmente se mueve con retraso respecto a la evolución de la actividad, alcanzó un máximo del 12% para el conjunto de la UE en 1994. Continuaron apreciándose diferencias importantes entre los países miembros, pero un factor común parece ser la existencia de problemas estructurales básicos. Desde finales de los años ochenta, se ha puesto en vigor una amplia gama de medidas en los países miembros, pero sigue siendo necesario aplicar medidas adicionales por el lado de la oferta.

Un importante motivo de preocupación durante el período 1993-94 fue el continuo deterioro de las posiciones presupuestarias en los países de la Unión. El déficit de las Administraciones Públicas en el conjunto de la UE, después de situarse en el 5,0% del PIB en 1992, creció en 1993 -en parte por razones cíclicas- hasta alcanzar el 6% del PIB, el nivel más elevado registrado desde la creación de la CEE. Este porcentaje disminuyó sólo marginalmente en 1994, situándose en el 5,6% del PIB a pesar de la mejora cíclica. Esta modesta reducción parece reflejar más bien efectos cíclicos que estructurales. En conjunto, la

ratio de deuda pública bruta de la Unión creció hasta casi el 69% del PIB de la Unión en 1994, partiendo del 61%, aproximadamente, en que se había situado dos años antes, aunque los déficit y deudas siguieron registrando sustanciales diferencias entre los Estados miembros.

La expansión monetaria, aunque moderada para la Unión en su conjunto, mostró diferencias significativas entre los países miembros, planteando algunas veces problemas de interpretación a las autoridades monetarias. En Alemania, donde el *Bundesbank* siguió guiándose, en 1993-94, por un objetivo intermedio de oferta monetaria para M3, se estimó que el rápido crecimiento monetario podría haberse debido en gran parte a factores excepcionales o temporales, y la evolución monetaria, a finales de 1994, confirmó esta interpretación.

La ejecución de la política monetaria de los países miembros del Mecanismo de Cambios del SME se vio dificultada por la volatilidad de los mercados de cambios. El año 1993 se distinguió por la continuación de la turbulencia en el Mecanismo, iniciada al final del verano de 1992. En agosto de 1993, como consecuencia de la abrumadora presión de los mercados, los ministros de Hacienda y gobernadores de los bancos centrales de los países miembros decidieron ampliar las bandas de fluctuación, pero manteniendo las paridades centrales existentes. Inmediatamente después de ampliarse las bandas, las divisas que previamente fluctuaban en la banda estrecha cotizaron por debajo de sus límites inferiores previos respecto al DM (la excepción fue el florín holandés, que cotiza dentro de un margen estrecho respecto al DM), pero con relativa rapidez tendieron a acercarse a sus paridades centrales. La peseta y el escudo portugués (que se devaluaron en la primera mitad de 1993) se mantuvieron dentro de sus límites previos. En conjunto, los bancos centrales de los países miembros del Mecanismo de Cambios del SME utilizaron prudentemente la flexibilidad inherente del nuevo marco para acomodar sólo las presiones cambiarias pasajeras. Y los márgenes más amplios de fluctuación demostraron ser un medio eficiente para disuadir los movimientos especulativos y aliviar las restricciones existentes sobre la política monetaria. Como resultado, el Mecanismo de Cambios del SME funcionó con relativa normalidad y sin tensiones desde finales de 1993 y durante casi todo el año 1994.

Las monedas de aquellos países de la UE no integrantes del Mecanismo de Cambios experimentaron una mayor volatilidad, y, a lo largo de este período, la lira italiana y la dracma griega se debilitaron respecto a las divisas más fuertes del Mecanismo, reflejando entre otros factores la preocupación por la orientación de la política presupuestaria, las perspectivas de inflación y, en Italia, las incertidumbres políticas. Al finalizar 1994, el tipo de cambio de la libra esterlina frente al marco era similar al vigente a finales de 1992. Los bancos centrales de estos países concentraron sus estrategias de política monetaria directamente sobre la inflación, aunque teniendo en cuenta también otros indicadores relacionados y sin desdeñar la importancia de la estabilidad del tipo de cambio.

Mientras que los mercados de deuda en 1993 se caracterizaron por el optimismo, la caída de los rendimientos y la compresión de los diferenciales, los inicios de 1994 supusieron una revisión dramática de las expectativas. Los rendimientos de las obligaciones aumentaron fuertemente en todos los países industrializados y, a pesar de estar en fases cíclicas diferentes, los mercados de deuda americano y europeos registraron movimientos similares. En la Unión Europea, sin embargo, los factores específicos de cada país también tuvieron su importancia, como prueba el hecho de que los diferenciales de rendimientos se ampliaran considerablemente en algunos casos.

Las implicaciones para la política monetaria de la evolución de los mercados de deuda dependen de la medida en que las subidas de los rendimientos nominales sean consecuencia de aumentos de los tipos de interés reales (excluyendo el riesgo), de crecientes expectativas inflacionarias y/o de mayores primas de riesgo. Aunque los bancos centrales de la mayoría

de los países de la UE juzgaran que en conjunto no había riesgo de un repunte inmediato de la inflación, no por ello dejaba de ser menos cierto que el comportamiento de los rendimientos de las obligaciones a largo plazo indicaba la preocupación de los mercados, especialmente por las posiciones presupuestarias, así como la mayor atención de éstos a la estabilidad a largo plazo de precios y tipos de cambio de cada país.

En el contexto de estas tendencias reales y financieras, los bancos centrales fueron conscientes, durante todo el período de dos años que cubre este Informe, de la gran importancia que tenía resaltar el mantenimiento de la política monetaria antiinflacionista, basada en un claro enunciado de objetivos y supuestos, y una firme voluntad de actuar cuando el cumplimiento de los objetivos estuviese amenazado. En este marco, los bancos centrales de la Unión creyeron conveniente proseguir durante la mayor parte del período 1993-94 su política de reducción gradual de tipos de interés oficiales o básicos, permitiendo que los tipos de interés a corto disminuyeran hasta el verano de 1994. En la segunda mitad de 1994, algunos países volvieron a subir sus tipos de interés, bien porque se habían debilitado las previsiones de avance en el proceso de desinflación, bien porque veían amenazada la estabilidad de precios.

Con la perspectiva actual, la recuperación de la estabilidad cambiaria, especialmente dentro del Mecanismo de Cambios del SME, junto a la continua desaceleración de la inflación en toda la Unión y un estrechamiento de los diferenciales de inflación entre países, pueden considerarse como prueba de que la ejecución de las políticas monetarias en los países miembros fue apropiada en términos generales. Es evidente, sin embargo, que, al hacer esta valoración, las perspectivas de inflación han de ser tenidas en cuenta. En este sentido, es cierto que la política monetaria se vio nuevamente amenazada de sobrecarga, al no contribuir suficientemente las otras políticas a la consecución de la estabilidad de precios a medio plazo ni, en consecuencia, a la estabilidad de los mercados financieros. Y aquí, la mayor responsabilidad corresponde a la política presupuestaria.

2. Perspectivas y retos

Contempladas desde finales de 1994, las perspectivas de crecimiento para 1995 han mejorado tanto para los antiguos como para los tres nuevos Estados miembros. La actividad económica está creciendo con mayor rapidez que la esperada y el aumento de las tasas de paro se ha detenido. Al mismo tiempo, se espera que el saldo exterior de la Unión siga mejorando. Entre los aspectos menos favorables se encuentran los elevados niveles de desempleo estructural, el perfil de los déficit presupuestarios y los niveles de deuda pública, que siguen constituyendo retos considerables.

La previsión de un descenso de la inflación por debajo del 3% en 1995 se relaciona, en cierta medida, con los efectos de la recesión anterior, que ha abierto brechas importantes respecto al producto potencial en varios países. Además, la flexibilidad salarial puede haber aumentado en algunos países como consecuencia de recientes acuerdos entre los interlocutores sociales y/o de reformas del mercado laboral. No obstante, existen riesgos en esta previsión que aconsejan a los bancos centrales ser muy cautelosos en su política de tipos de interés, no sólo para salvaguardar el progreso logrado hasta el momento en la estabilidad de precios, sino también para conseguir avances adicionales en los países donde la inflación es todavía relativamente elevada. Así, en algunos Estados miembros ya se han adoptado, preventivamente, medidas de carácter restrictivo.

En términos generales, la continuidad de la moderación salarial así como la adopción de medidas concretas de ajuste estructural -incluyendo la consolidación presupuestaria- son esenciales para reforzar la duración de una recuperación no inflacionaria. No debe haber equivocaciones al calcular el margen disponible para aumentos salariales y deben abordarse

con determinación los esfuerzos de consolidación presupuestaria en un período en que la fase alcista del ciclo tiende a enmascarar los problemas estructurales subyacentes. La recuperación ofrece una oportunidad para que se tomen las medidas necesarias de ajuste presupuestario, minimizando los costes sociales del mismo. Sin un esfuerzo continuado de reducción de los déficit presupuestarios estructurales, el avance hacia una posición presupuestaria viable y una combinación de políticas económicas más equilibrada será efímero en la Unión. Es esencial, en particular, que los compromisos contenidos en los programas de convergencia sean respetados, poniendo el énfasis en los recortes de gastos antes que en los aumentos de ingresos. Esta consolidación presupuestaria es incluso más necesaria en aquellos países donde la política monetaria está sobrecargada. Las reformas del mercado laboral también son urgentes, ya que de ellas puede esperarse que brinden un apoyo a la consecución del objetivo de estabilidad de precios.

La consecución de un alto grado de convergencia duradera es de capital importancia. En concreto, en el contexto del Tratado de Unión Europea de Maastricht, se requiere que los países que se incorporen a la Unión Económica y Monetaria hayan satisfecho las condiciones necesarias para la adopción de una moneda única. Los criterios que se van a analizar se concentran en la estabilidad de precios, la sostenibilidad de las posiciones presupuestarias y de endeudamiento, la estabilidad cambiaria y la convergencia de los tipos de interés a largo plazo, aunque también se tendrán en cuenta otros factores. A este respecto, en conjunto, aunque el avance hacia la estabilidad de precios ha sido notable en el pasado, subsisten ciertas deficiencias y, actualmente, la mayoría de los países de la Unión Europea no cumpliría los requisitos exigibles para la Unión Monetaria; en la mayor parte de los casos, por su posición presupuestaria o de deuda. Si, por el contrario, se superasen los actuales retos estructurales y cíclicos, se podría seguir avanzando hacia la convergencia en la Unión.

A. PRINCIPALES ACONTECIMIENTOS DESDE PRINCIPIOS DE 1993

1. El marco macroeconómico

1.1 Situación general de las principales economías industrializadas

Posiciones cíclicas

Durante este período, se observaron contrastes marcados en la evolución del ciclo económico global entre 1993, año en que hubo una considerable falta de sincronía entre las mayores potencias industriales, y 1994, cuando las tasas de crecimiento tendieron a convergir (véase gráfico 1). Estados Unidos, el primer país que se sumió en la recesión alcanzando su suelo en 1991, experimentó un crecimiento sostenido a partir de entonces. Con un aumento del PIB del 4% en 1994, la economía americana está funcionando cerca de su plena capacidad. Los componentes más dinámicos de la expansión han sido el consumo privado y la inversión, que han crecido por encima de sus tasas tendenciales del pasado, estimulando el rápido aumento de sus importaciones y, por tanto, ampliando su déficit comercial.

En la Unión Europea en conjunto, el crecimiento de la producción empezó a moderarse en 1990, alcanzando su punto más bajo en los primeros meses de 1993. Pero detrás de esta visión de conjunto las experiencias fueron dispares. En el Reino Unido, después de dos años de caída de la producción, desde mediados de 1990 hasta la mitad de 1992, la economía entró en una fase de renovado crecimiento. En la mayoría de los restantes países de la UE, tanto la cadencia como la intensidad de la evolución cíclica se vieron fuertemente afectadas por las repercusiones de la expansión económica provocada por la unificación alemana. Como se verá en la sección 1.2, la contracción de la producción de 1993 fue seguida en 1994 por una recuperación más intensa de lo que cabía esperar.

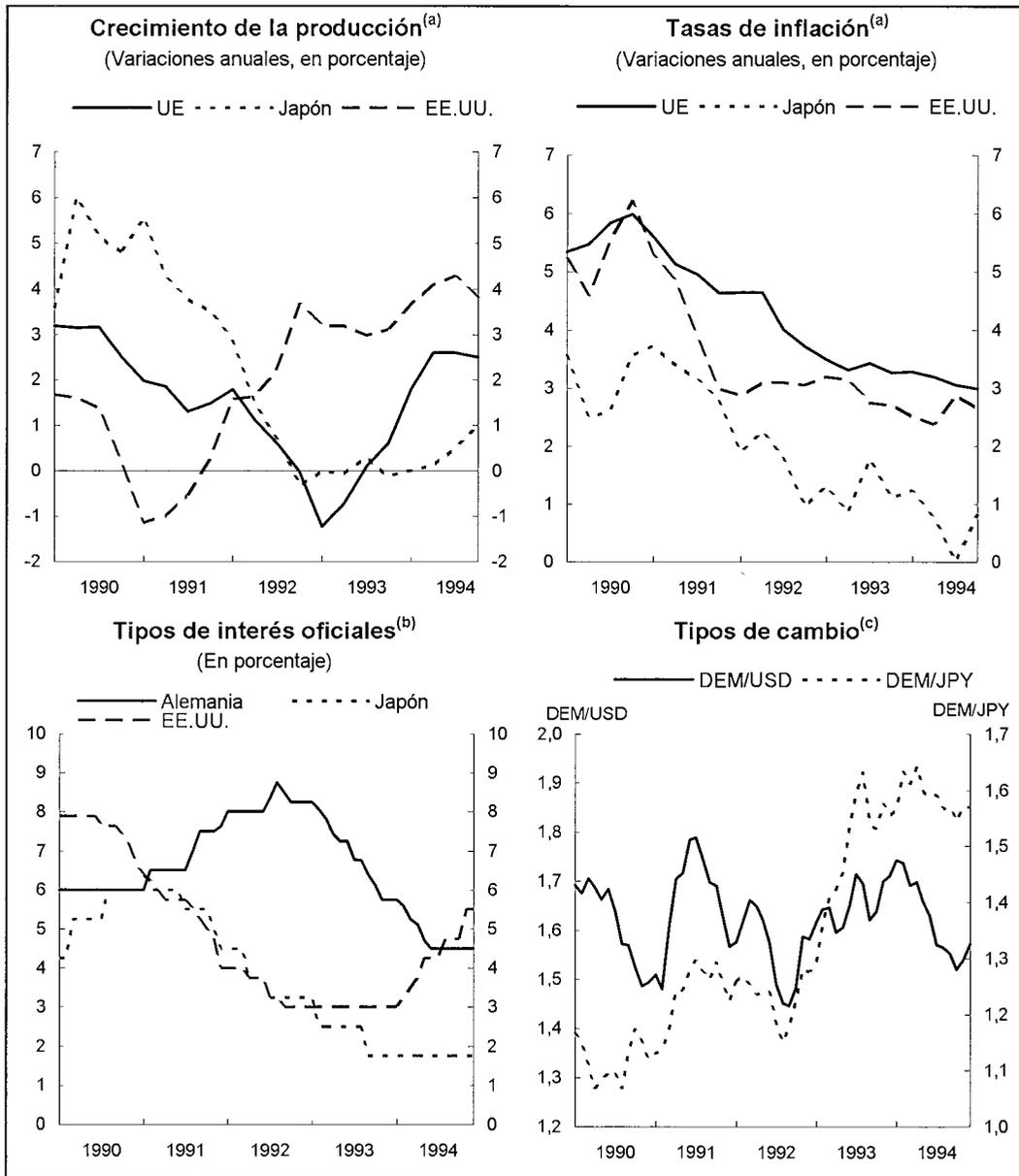
Entre las potencias económicas que más tardaron en entrar en recesión se encuentra Japón. Tanto por la falta de confianza de productores y consumidores como por la apreciación real del yen, el consumo privado y la inversión se mantuvieron en niveles muy bajos en 1993, y la producción creció un 1% en 1994, muy por debajo de la tasa tendencial.

En muchos países, la fragilidad financiera fue una característica peculiar de la reciente recesión. En Estados Unidos, el Reino Unido, Japón y otros países, la duración y profundidad de la recesión se vieron agravadas por los esfuerzos de las familias, empresas e instituciones financieras, para sanear sus desequilibrios financieros.

Tendencias de la inflación y políticas monetarias

Las tasas anuales de inflación de los principales países industrializados se redujeron en 1993 y 1994. En los Estados Unidos la inflación se situó por debajo del 3% tanto en 1993 como en 1994, una de las tasas más bajas alcanzadas en el período de posguerra, aunque las tasas trimestrales presentaron fluctuaciones. La Federal Reserve endureció las condiciones monetarias en febrero de 1994 por primera vez en cinco años, como respuesta a la preocupación de que estuviese aumentando la inflación subyacente. El tipo de interés de los fondos federales se elevó seis veces entre febrero y diciembre de 1994; inicialmente la Federal Reserve decidió aplicar aumentos muy pequeños de los tipos oficiales (25 puntos

Gráfico 1 Principales indicadores de las economías más industrializadas



Fuente: Datos nacionales.

(a) Datos trimestrales.

(b) Tipo de descuento en Alemania y Japón, y tipo de interés objetivo de los fondos federales en Estados Unidos.

(c) Marcos alemanes por dólar y por 100 yenes.

básicos cada vez), pero ello no tranquilizó a los mercados. El aumento de 75 puntos básicos a mediados de noviembre de 1994 elevó el tipo de los fondos federales hasta el 5,5% (desde un 3% a comienzos de febrero de 1994); ésta fue una de las subidas mayores del período de posguerra y parece que fortaleció la confianza de los mercados financieros en la determinación de luchar contra la inflación de las autoridades monetarias de los Estados Unidos.

En la Unión Europea la tasa de inflación disminuyó de manera continua; en 1994 se situó en el entorno del 3%.

En Japón, la relajación monetaria comenzó a principios de 1992 y el tipo de descuento se mantuvo en el 1,75% desde septiembre de 1993 en adelante. Como consecuencia de la

débil demanda nacional y la fuerte apreciación del yen, la tasa de inflación en Japón se mantuvo en el 1,3% en 1993 (en comparación con el 1,7% del año anterior) y volvió a descender en 1994. Con objeto de estimular la actividad económica, las autoridades monetarias adoptaron una política de franca acomodación, aunque la apreciación real del yen en 1994 contrarrestó en parte los efectos de los reducidos tipos de interés nominales.

Evolución de los tipos de cambio

Una característica significativa de los mercados de cambios a lo largo de todo este período fue la relativa debilidad del dólar USA en ambos años respecto al yen y, en 1994, respecto a todas las divisas, así como la fuerte apreciación del yen. Durante estos dos años, el dólar USA se depreció en términos efectivos nominales en torno a un 5% y el yen se apreció alrededor de un 30%, siendo los movimientos de sus tipos de cambio efectivos reales aproximadamente del mismo orden. Visto con una perspectiva a medio plazo, ésto podría ayudar a reducir los desequilibrios externos entre los dos países al aumentar la competitividad de los bienes y servicios de Estados Unidos. Sin embargo, a corto plazo tuvo el efecto de acentuar los ciclos de ambas economías.

La apreciación del dólar USA frente al marco alemán, de alrededor del 7% en el curso de 1993, fue seguida de una depreciación en torno a un 10% en 1994. La apreciación inicial del dólar USA estuvo, en parte, relacionada con los cambios de expectativas respecto a los diferenciales de tipos de interés a corto plazo después de que el Bundesbank iniciara una serie de reducciones de los tipos de interés, generando expectativas de un estrechamiento progresivo de los diferenciales a corto entre los dos países. Sin embargo, el endurecimiento de las condiciones monetarias por parte de la Federal Reserve en febrero de 1994 llamó la atención del mercado sobre la existencia de un crecimiento mayor de lo previsto y no tranquilizó las expectativas de inflación creciente. Otro factor importante fue el parón momentáneo en las conversaciones comerciales bilaterales con Japón, que avisó igualmente al mercado sobre el aumento del desequilibrio externo de los Estados Unidos. Finalmente, la recuperación europea, que resultó ser más fuerte de lo previsto, también contribuyó a debilitar al dólar USA. Algunos bancos centrales intervinieron en ciertas ocasiones en los mercados de cambios en 1994, para amortiguar o frenar la caída del dólar USA, y se efectuaron algunas rondas coordinadas de intervención conjunta.

El yen pasó por dos fases principales frente al marco alemán en 1993 y 1994. Entre enero y agosto de 1993, el yen se apreció acusadamente, antes de estabilizarse con ligeras fluctuaciones en torno a 1,6 marcos alemanes por 100 yenes. Frente al dólar USA, el yen se apreció fuertemente durante todo el período, pasando de 125 yenes en enero de 1993 hasta alrededor de 100 yenes a finales de 1994, a pesar de las intervenciones de las autoridades japonesas comprando dólares USA masivamente.

1.2 Evolución económica de la UE

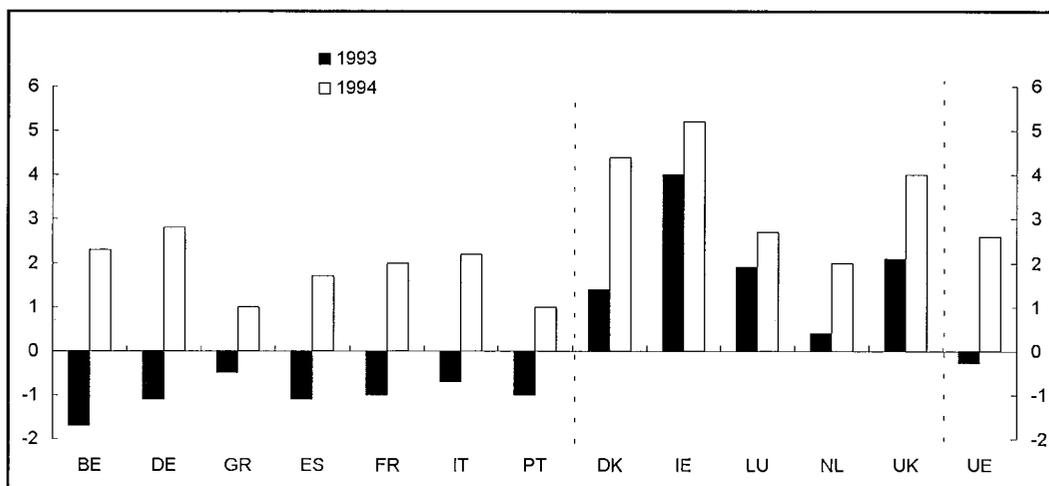
Para la UE en conjunto, el período 1993-94 se caracterizó por un retorno al crecimiento después de la recesión. Varios años consecutivos de tasas de crecimiento cada vez menores en los países miembros dieron paso a una reducción del nivel real de actividad económica del 0,3% en 1993, la primera vez que el PIB se reducía en doce años. Por el contrario, el crecimiento del PIB en 1994 para el conjunto de la UE se estima alrededor del 2,6%.

Con una perspectiva histórica, es evidente que la reciente recesión en la UE en conjunto no fue especialmente severa en comparación con recesiones previas, aunque para algunos países fue la más aguda en varias décadas. Entre el punto más alto del ciclo y el más bajo, la caída del PIB fue del 1,3%, alcanzándose el suelo en la primavera de 1993. En

comparación, el PIB real de la Unión descendió en un 1,4% en los primeros años ochenta, y el declive ocurrido en 1974-75 fue mayor, del orden del 2,1%. En cuanto al ritmo de la reciente recuperación, una tasa de crecimiento del 2,6% no parece excepcional para un primer año de recuperación: aunque en la recesión de los primeros años ochenta el crecimiento no despegó hasta después de varios años, hay que recordar que en la salida de la recesión de mediados de los años setenta se alcanzó una tasa de crecimiento del 4,5% en 1976, el primer año de recuperación después de esta recesión.

En la mayoría de los países, el comportamiento cíclico estuvo bastante sincronizado, con una evolución del PIB real similar al del PIB del conjunto de la UE. Sin embargo, algunas economías presentaron perfiles dispares, bien por la amplitud del ciclo, bien por su desarrollo temporal (véase gráfico 2).

Gráfico 2 Crecimiento del PIB en los Estados miembros de la UE*
(Variaciones anuales, en porcentaje)



Fuente: Datos nacionales.

* Los datos agregados de la UE, en este gráfico y en el resto del Informe Anual, se han obtenido usando los tipos de cambio de la paridad del poder adquisitivo (PPA). Sin embargo, para los datos sobre comercio se han utilizado los tipos de cambio de 1989. Las tasas de variación y los índices (excepto el IPC) se han elaborado a partir de las participaciones en el PIB de 1989.

En Bélgica, Alemania, Grecia, España, Francia, Italia y Portugal la actividad económica se redujo en 1993, pero se recuperó significativamente en 1994. En algunos países la contribución positiva de las exportaciones netas fue particularmente importante para explicar la evolución en 1993 y 1994. En 1993, las variaciones positivas de las balanzas comerciales contrarrestaron la debilidad de las demandas nacionales (mitigando en consecuencia la gravedad de la recesión) y en 1994 la fortaleza de las balanzas comerciales contribuyó significativamente al crecimiento. En este contexto, la expansión del comercio mundial benefició a todos estos países, mientras que en España e Italia el crecimiento de las exportaciones en el período 1993-94 tuvo, además, el estímulo proveniente de las ganancias de competitividad provocadas por las importantes depreciaciones de sus tipos de cambio, que tuvieron lugar en 1992-93.

La demanda nacional, que había sido una de las principales causas de la debilidad de la actividad real en la mayoría de estos países en 1993, contribuyó, aunque modestamente, a estimular el crecimiento en 1994. Las opiniones de los consumidores, fuertemente afectadas por la recesión y en algunos países por las crisis cambiarias de 1992-93, se tornaron gradualmente más optimistas. Como consecuencia, el consumo privado mejoró poco a poco y la tasa de ahorro se redujo. La reposición de existencias también constituyó un

estímulo importante para el crecimiento en la mayoría de estos países, pero la inversión, a pesar de su acusada mejoría en 1994, supuso solamente una modesta aportación al crecimiento económico. Además, a pesar de haberse registrado déficit presupuestarios considerables, la contribución directa del consumo público al crecimiento del PIB fue escasa o incluso negativa en la mayoría de estos países (véase sección 3.1 sobre la política presupuestaria).

El crecimiento fue positivo en Dinamarca, Irlanda, Luxemburgo, Holanda y el Reino Unido a lo largo de los dos años objeto de este Informe, aunque durante 1993 se produjo cierta desaceleración en algunos países. Tanto en 1993 como en 1994, Irlanda tuvo el mayor crecimiento del PIB de toda la Unión; y Dinamarca se mantuvo por encima de la media de la UE. La demanda nacional en Dinamarca, Irlanda y Holanda, bien se mantuvo estable, bien disminuyó en 1993, pero el crecimiento del PIB se apoyó en las exportaciones netas. El rápido crecimiento de Dinamarca durante el período en cuestión también cabe atribuirlo a una política presupuestaria expansiva. En el Reino Unido, el crecimiento del PIB fue positivo en ambos años. Sin embargo, ésto ocurrió después de una prolongada y severa recesión entre mediados de 1990 y mediados de 1992, que estuvo vinculada a las dificultades del sector privado y los altos tipos de interés nominales en el período 1988-1990. La recuperación, que había empezado a mediados de 1992, se debió principalmente a la expansión del consumo privado y al estímulo de la reducción de tipos de interés que ya había comenzado en 1990. Las exportaciones netas, que habían sostenido la economía en la primera parte de la recesión, tuvieron, en cambio, una influencia menor en las etapas iniciales de la recuperación en 1993, ya que ésta coincidió con el deterioro cíclico en la Europa continental. Sin embargo, a medida que la recuperación fue cobrando fuerza en 1994, las exportaciones netas aportaron un impulso creciente a la expansión, mientras que el endurecimiento presupuestario atenuó el auge de la demanda nacional.

En el año 1994 se produjo una mayor convergencia de las tasas de crecimiento, registrando los países de la Unión tasas de crecimiento positivas simultáneamente por primera vez desde 1989. La desviación típica de las tasas de crecimiento, que había sido del 2,3% en 1991, se redujo hasta el 0,7% en 1994.

Como consecuencia de la falta de sincronía cíclica de la Unión con respecto a terceros países, la balanza exterior del conjunto de la UE mejoró notablemente en 1993. En 1994 prosiguió la mejoría, pero en menor escala (véase cuadro 1). Las balanzas comerciales mejoraron en casi todos los países de la UE en 1993 y el superávit comercial de la UE alcanzó el 1,3% del PIB en 1994. En este período, el déficit de invisibles creció ligeramente desde el 0,6% al 1,0% del PIB, pero ello no impidió que el saldo de la balanza por cuenta corriente pasara a ser positivo, situándose en el 0,2% y en el 0,4% del PIB en 1993 y 1994, respectivamente.

La mejoría de las balanzas comerciales en 1993 en España, Irlanda e Italia fue superior al 2% del PIB, tanto como resultado de una ganancia de competitividad como a causa de la atonía de sus demandas nacionales, particularmente en el caso de España e Italia. En general, las mejorías en las balanzas comerciales nacionales en 1994 fueron menores, situándose entre el 0,5% y 1% del PIB en Alemania, Italia y el Reino Unido. Sin embargo, algunos países experimentaron en 1994 un deterioro o bien una estabilización de sus saldos comerciales, debido al vigor de su actividad interna (aunque en Dinamarca tanto la balanza comercial como la balanza por cuenta corriente permanecieron cómodamente en superávit).

Las diferencias en la cadencia y en la severidad de la recesión en los Estados miembros sugieren que, aun habiéndose producido una convergencia de tasas de crecimiento en 1994, el margen de capacidad no utilizada en los países miembros seguían

Cuadro 1**Balanzas comercial y corriente en la UE ***
(Porcentajes del PIB)

	Balanzas comerciales				Balanzas por cuenta corriente			
	1991	1992	1993	1994 ^(a)	1991	1992	1993	1994 ^(a)
Unión Belgo-Luxemburguesa	0,9	1,5	2,7	2,8	2,4	2,7	5,1	5,1
Dinamarca	3,2	4,8	5,6	3,5	1,7	3,4	4,1	1,9
Alemania	0,8	1,1	2,0	2,6	-1,1	-1,1	-1,0	-1,4
Grecia	-14,2	-14,5	-14,0	-14,0	-1,8	-2,2	-0,8	-0,2
España	-6,5	-6,0	-3,9	-3,7	-3,0	-3,0	-0,6	-0,6
Francia	-0,4	0,5	1,3	1,2	-0,5	0,3	0,8	0,8
Irlanda	7,0	11,2	15,0	15,6	3,3	4,8	7,6	6,1
Italia	0,0	0,3	3,3	4,0	-2,1	-2,3	1,2	2,0
Holanda	3,7	3,6	2,8	2,9	2,7	2,3	3,0	3,0
Portugal	-10,0	-9,8	-9,2	...	-0,9	-0,1	-0,2	0,3
Reino Unido	-1,8	-2,2	-2,1	-1,7	-1,4	-1,6	-1,8	-0,4
UE-12 ^{(b)(c)}	-0,6	-0,3	0,9	1,3	-1,0	-0,9	0,2	0,4

Fuente: Datos nacionales.

* A partir de 1993, los datos experimentan una ruptura derivada de la modificación del procedimiento de recopilación estadística.

(a) Provisional.

(b) Véase nota a pie de página del gráfico 2.

(c) Incluye comercio intracomunitario.

siendo muy diferentes. Este margen puede aproximarse por "la brecha", que es la diferencia entre el producto efectivo y el potencial, siendo éste último el nivel de producción que podría mantenerse en un país sin presionar al alza la tasa de inflación. Las estimaciones del producto potencial están sometidas a gran incertidumbre, pero confirman que las "brechas" de la producción, aunque mostraron cierta convergencia durante 1993 y 1994, siguen siendo bastante diferentes entre los países de la Unión.

El desempleo, que generalmente se mueve con retraso respecto a la actividad económica, alcanzó su máximo cíclico para el conjunto de la UE en el entorno de 18 millones de personas (cerca del 12% de la población activa) en 1994, antes de empezar -aunque lentamente- a descender. La tasa de paro había crecido en algo más de tres puntos porcentuales durante la fase recesiva, partiendo de un mínimo cíclico del 8,3% alcanzado en la fase expansiva del ciclo en los primeros años noventa. En la segunda mitad de 1994, la tasa de paro se estabilizó o descendió en la mayoría de los Estados miembros. Sin embargo, seguían subsistiendo notables diferencias entre las tasas de paro nacionales. A finales de 1994, la tasa de paro había descendido por debajo del 10% sólo en Bélgica, Alemania, Grecia, Holanda, Luxemburgo, Portugal y el Reino Unido.

Una parte importante del crecimiento del paro desde el final de la década de los ochenta fue debida al menor crecimiento de la actividad económica. Sin embargo, el último máximo cíclico del desempleo fue superior a los alcanzados en ciclos anteriores (la tasa media de paro en la década de los setenta nunca superó el 6% y el máximo cíclico de mediados de los años ochenta fue del 11%). También fue bastante superior a los máximos cíclicos recientes alcanzados tanto en Estados Unidos (7,4% en 1992) como en Japón (donde el máximo alcanzado hasta la fecha es del 3% aproximadamente).

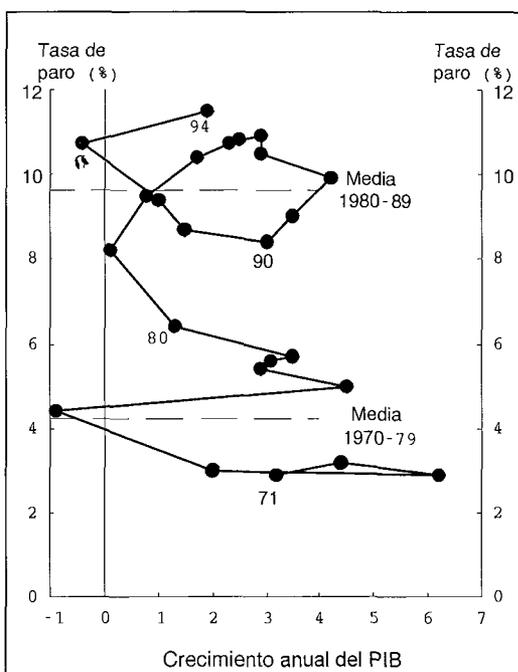
Como se observa en el recuadro 1, el desempleo en la UE ha alcanzado cotas más elevadas ciclo tras ciclo desde la década de los setenta, poniendo de manifiesto la existencia de problemas estructurales a los que hay que poner solución; el corolario de todo ello es que los niveles actuales de desempleo sólo se deben en parte a los movimientos cíclicos. El más

Recuadro 1 Ajustes estructurales en los mercados de trabajo

Las tasas de paro registradas en la mayoría de los países de la Unión Europea han sido muy elevadas durante 1993-94, tanto si se comparan con las observadas en el pasado como si la comparación se efectúa con otros países, representando para los Estados miembros una pérdida considerable de recursos y originando importantes costes sociales (y presupuestarios). Está generalmente admitido que los altos niveles de la tasa de paro se deben fundamentalmente a la escasa capacidad de creación de empleo de estas economías, más que a cambios en la fuerza de trabajo. Por ejemplo, entre 1980 y 1994, la Comunidad Europea generó tan sólo 3,5 millones de puestos de trabajo, muchos menos que Estados Unidos (19,3 millones) o Japón (10,5 millones). Para mejorar estos resultados se requiere la realización de reformas estructurales en los mercados de trabajo. Es de esperar que estas reformas contribuyan a conseguir la estabilidad de precios.

Las características específicas de los mercados de trabajo en los distintos países comunitarios varían considerablemente -así como también varían las características del desempleo (véase cuadro adjunto)- y, en consecuencia, las prioridades en la agenda de reformas que deben emprenderse son distintas. Además, con objeto de aumentar la capacidad de creación de empleo de la Unión Europea, es necesario potenciar la competitividad, lo que requiere la puesta en práctica de políticas dirigidas a los mercados de productos y a la desregulación en términos generales.

Tasa de paro y crecimiento anual del PIB en la UE



Fuente: Datos nacionales.

Estructura del desempleo

	Tasas de paro, 1993 (%) ^(a)		Participación del paro de larga duración 1992 ^(d)
	Total ^(b)	Jóvenes ^(c)	
Bélgica	9,1	19,6	59,0
Dinamarca	10,4	11,4	27,0
Alemania ^(e)	5,8	4,9	33,5
Grecia	9,8	24,6	49,7
España	22,4	43,2	47,4
Francia	11,6	24,6	36,1
Irlanda	15,8	27,9	60,2
Italia	10,2	30,6	58,2
Luxemburgo	2,6	6,5	17,6
Holanda	8,3	15,0	44,0
Portugal	5,5	12,0	30,9
Reino Unido	10,3	16,9	35,4
UE-12 ^(f)	10,6	20,6	42,2
EE.UU.	6,7	13,3	11,2
Japón	2,1	5,1	15,4

Fuente: OCDE. Jobs Study (1994).

(a) Tasas de paro armonizadas de la OCDE, excepto para Dinamarca y Luxemburgo. (b) Total de desempleados como % de la población activa total. (c) Jóvenes (aquellos menores de 25 años), como % de la población activa juvenil. (d) Total de personas en paro durante un año o más, como % del total de parados. (e) Alemania Occidental. (f) Ver nota del gráfico 2.

En 1994, tanto a nivel de la Unión Europea como de los países miembros individualmente, se ha centrado crecientemente la atención en temas del mercado de trabajo, publicándose un Libro Blanco donde se contienen propuestas para mejorar el funcionamiento de estos mercados. Las reformas del mercado de trabajo se pueden clasificar en dos grupos: las que afectan a la duración y condiciones del empleo, y las que se centran en el colectivo de los parados. Entre los factores identificados como influyentes en el funcionamiento del mercado de trabajo, y que pueden ser especialmente relevantes en el caso de la Unión Europea, se incluyen los siguientes: los costes laborales (tanto salariales como no salariales); el grado de flexibilidad de los salarios reales (el cual

Recuadro 1 (cont.)

está relacionado con el nivel de centralización de las negociaciones salariales, la indicación salarial, la regulación sobre el salario mínimo, el grado de representatividad de los sindicatos y la legislación sobre huelgas); costes de contratación y de despido; las características del seguro de desempleo; y los programas de formación profesional.

Desde finales de la década de los ochenta, se ha puesto en práctica una amplia gama de reformas en el mercado de trabajo en los países europeos. En muchos países se han producido variaciones en el marco regulador del seguro de paro, concretándose en cambios en el nivel de beneficios netos recibidos, en la duración del período durante el que éstos se perciben y/o en las condiciones exigidas para la percepción. En Francia, por ejemplo, se ha revisado el modelo de pagos, en el sentido de que éstos se reducen con la duración del desempleo. En 1994, la tasa de cobertura (ratio del seguro de paro sobre ingresos medios) se redujo en Alemania, mientras que, en Irlanda y España, las percepciones por desempleo pasaron a estar sujetas a imposición. En varios países, las formas de indicación salarial han cambiado. En Bélgica el vínculo entre salarios y precios ha variado, al excluirse las variaciones en los precios del alcohol, combustible y tabaco, mientras que en Italia se ha sustituido la *scala mobile* por un sistema que vincula los crecimientos salariales con el objetivo de inflación. En Grecia la indicación de salarios fue abolida en 1991. Los salarios mínimos se congelaron en Holanda desde 1992, y en 1993 se eliminaron en el Reino Unido las restricciones que todavía persistían en varias industrias. También se han realizado progresos en la reducción de los costes laborales no salariales: por ejemplo, en Bélgica y en Francia, se han reducido las contribuciones empresariales a la Seguridad Social (en el caso de Bélgica, para los trabajadores de menores ingresos y al contratar a trabajadores jóvenes). En Luxemburgo se han tomado una serie de medidas dirigidas, *inter alia*, a reducir los costes laborales distintos del salario. En España, y en el marco de una amplia reforma del mercado de trabajo realizada en 1994, se introdujeron nuevas modalidades de contratación y se suavizaron las restricciones para la finalización de los contratos. Por último, en muchos países se han extendido los programas de formación, con el principal propósito de aumentar las cualificaciones de los jóvenes y parados de larga duración.

reciente mínimo del paro (1990) fue considerablemente más alto que la tasa media de desempleo registrada en la década de los setenta. Además, un estudio de la OCDE publicado en 1994 muestra que el desempleo en Europa es especialmente elevado entre ciertos grupos de la población activa, por ejemplo, en el de los menores de 25 años (más del 20% de los cuales estaban parados en 1992), y que el grupo de parados de larga duración constituyó más de un 40% del total en 1992.

La inflación media de los precios de consumo en los países de la UE descendió del 4,3% en 1992 al 3,1% en 1994. También hubo una convergencia destacable en inflación, con un descenso de la desviación típica de las tasas de inflación desde el 2,1% en 1992 al 1,5% en 1994. Aunque la reducción conseguida en los dos últimos años no puede considerarse plenamente satisfactoria, representa un progreso notable para el conjunto de la UE. En concreto, Bélgica, Dinamarca, Francia, Irlanda, Luxemburgo, Holanda y el Reino Unido alcanzaron o mantuvieron unas tasas de inflación del 2% al 2,5%, e incluso menores en 1994, mientras que Alemania consiguió reducir su tasa de inflación hasta el 3%. En Italia y Portugal, donde la inflación en 1994 se situó entre el 3,9% y el 5,2%, respectivamente, se produjeron disminuciones adicionales de las tasas de aumento de los precios de consumo, en tanto que en España la tasa de inflación en 1994 ascendió marginalmente hasta el 4,7%. En Grecia, la inflación anual se redujo hasta algo menos del 11% en 1994, desde casi el 16% en 1992. En los párrafos siguientes se describen los principales factores que impulsaron la tendencia hacia un descenso de las tasas de inflación en la UE, resaltando la influencia de los costes a corto plazo (otros factores causales, como el desempleo, la brecha entre el producto efectivo y el potencial, y la orientación de la política monetaria se analizarán más adelante).

Los aumentos de los costes laborales unitarios en la Unión Europea se desaceleraron de forma acusada en el promedio de los dos últimos años, desde una media del 4,6% en 1992 hasta el 2,4% en 1993 y el 0,4% en 1994. La moderación salarial fue el principal factor

Cuadro 2 Precios, salarios y productividad en los Estados miembros de la UE
(Variaciones anuales en porcentaje)

		Precios de consumo (1)	Costes laborales unitarios nominales ^(a) (2)	Compensación por empleado ^(a) (3)	Productividad (3)-(2) ^(a) (4)	Precios de importación ^(a) (5)
Bélgica	1992	2,4	3,5	6,1	2,6	-2,6
	1993	2,8	4,5	4,4	-0,1	-3,4
	1994	2,4	0,6	4,1	3,5	1,4
Dinamarca	1992	2,1	1,1	2,8	1,7	-1,3
	1993	1,3	0,3	1,9	1,6	-0,9
	1994	2,0	-0,8	2,8	3,6	2,8
Alemania ^{(b)(c)}	1992	4,0	4,9	5,6	0,7	-1,2
	1993	4,1	3,5	2,9	-0,6	-0,3
	1994	3,0	-1,0	1,8	2,8	0,4
Grecia	1992	15,9	11,0	10,3	-0,7	8,4
	1993	14,5	11,1	9,4	-1,7	7,6
	1994	10,8	11,6	12,5	0,9	7,8
España	1992	5,9	6,2	9,0	2,8	1,3
	1993	4,6	3,3	6,1	2,8	6,6
	1994	4,7	2,0	4,3	2,3	6,9
Francia	1992	2,4	2,6	4,4	1,8	-2,3
	1993	2,1	2,2	2,5	0,3	-2,3
	1994	1,6	0,5	3,7	3,2	3,1
Irlanda	1992	3,0	-5,9	4,6	10,5	-2,1
	1993	1,5	-0,2	5,8	6,0	5,2
	1994	2,4	-3,4	4,0	7,4	1,4
Italia	1992	5,3	4,0	6,2	2,2	-0,6
	1993	4,3	0,8	3,6	2,8	11,7
	1994	3,9	-0,8	3,0	3,8	3,5
Luxemburgo	1992	3,2	5,9	5,9	0,0	-1,7
	1993	3,6	6,4	4,9	-1,5	-0,1
	1994	2,1	3,5	4,2	0,7	3,1
Holanda	1992	3,2	4,5	5,2	0,7	-2,1
	1993	2,6	2,4	3,2	0,8	-2,8
	1994	2,7	0,4	2,1	1,7	1,1
Portugal	1992	8,9	13,4	13,8	0,4	-4,5
	1993	6,5	5,9	6,9	1,0	3,3
	1994	5,2	2,7	4,0	1,3	5,9
Reino Unido	1992	3,7	4,2	6,3	2,1	0,9
	1993	1,6	0,3	3,5	3,3	8,2
	1994	2,4	0,0	3,9	3,9	3,2
UE-12 ^(d)	1992	4,3	4,6	6,3	1,7	-0,8 ^(e)
	1993	3,4	2,4	3,8	1,4	3,4 ^(e)
	1994	3,1	0,4	3,5	3,1	2,7 ^(e)

Fuente: Datos nacionales.

(a) Los datos de 1994 son provisionales.

(b) Alemania Occidental.

(c) Costes laborales unitarios nominales por unidad de PIB real.

(d) Véase nota a pie de página del gráfico 2.

(e) Incluye importaciones intracomunitarias.

explicativo en 1993: en un ambiente recesivo y de tasas crecientes de paro, el aumento de los salarios nominales descendió desde más del 6% en 1992 hasta el 3,8% en 1993. Al mismo tiempo, y también a consecuencia de la recesión, se desaceleró el crecimiento de la productividad, pero ésto sólo contrarrestó parcialmente el impacto de la moderación de los salarios nominales. En 1994, la recuperación de la actividad y el incremento adicional del nivel de paro en el conjunto de la Unión se combinaron para generar un fuerte crecimiento de la productividad del trabajo. Esta evolución, junto con la continuidad de la moderación salarial (el aumento del salario nominal se desaceleró hasta el 3,5%), explica la desaceleración adicional generalizada de los costes laborales unitarios.

En algunos países, los aumentos de los costes laborales unitarios permanecieron por debajo del 3% en 1993 y del 2% en 1994. De hecho, en Alemania, Dinamarca, Irlanda e Italia estos costes se redujeron. España, Luxemburgo y Portugal experimentaron crecimientos por encima de la media de la UE en este período, aunque con una acusada desaceleración, mientras que en Grecia los costes laborales unitarios continuaron aumentando muy rápidamente, por encima del 11% en ambos años. También otros factores, no relacionados con la situación cíclica, contribuyeron a la evolución favorable de la inflación en los países de la UE en el período 1993-94. En algunos, se realizaron reformas estructurales para mejorar la flexibilidad de los mercados laborales (véase el recuadro 1). Además, existen indicios de una mayor competitividad en los mercados de productos, en parte como consecuencia de la consolidación progresiva del Mercado Unico.

Los perfiles de los precios de importación fueron muy diferentes entre los diversos países durante 1993. En algunos Estados miembros, los precios de importación se redujeron, pero, en cambio, aumentaron fuertemente en Grecia, España, Italia y el Reino Unido, y, en menor cuantía, en Irlanda y Portugal, como consecuencia de las devaluaciones o depreciaciones de 1992-93 en la UE. No obstante, la traslación de estas modificaciones de los tipos de cambio no fue completa en la mayoría de los países implicados, porque los importadores aceptaron la compresión de sus márgenes de beneficio y los exportadores redujeron precios en la moneda de los países de origen como consecuencia de la debilidad de la demanda en los países de destino. En 1994, los precios de importación se vieron afectados por una recuperación de los márgenes y por los aumentos de los precios de las materias primas, complementados en algunos países como Grecia, España, Italia y Portugal por efectos adicionales de los tipos de cambio. Sin embargo, a lo largo de este período de dos años, la incidencia de los tipos de cambio más depreciados sobre la inflación de precios de consumo ha sido pequeña en comparación con la experiencia pasada.

La tendencia general hacia tasas de inflación decrecientes en 1993-94 se manifestó tanto en los sectores productores de bienes y servicios comercializados en mercados internacionales como en los productores de bienes y servicios vendidos en el interior. Mientras que la diferencia entre las tasas de inflación en los sectores protegidos y los no protegidos de la competencia aumentó, por término medio, en los dos primeros años de la presente década, más recientemente ha disminuido en la mayoría de los Estados miembros, reflejando los efectos que la moderación salarial y la mayor competitividad tenían sobre la inflación en los sectores protegidos. Un mayor desarrollo del Mercado Unico conducirá a ampliar la gama de bienes y servicios comercializados entre los Estados miembros, con la consiguiente reducción de la inflación en los sectores tradicionalmente protegidos.

Finalmente, a pesar de lo anterior, las subidas de precios de consumo en la UE fueron impulsadas por aumentos de impuestos indirectos. Tales aumentos ocurrieron en la mayoría de los Estados miembros en 1993-94, reflejando la situación de las finanzas públicas.

2. Evolución de los mercados financieros

Las tendencias de los mercados de divisas y de valores fueron marcadamente diferentes en 1993 y 1994. El año 1993 se caracterizó por la continuación de las tensiones cambiarias que surgieron a finales del verano de 1992, hasta que fueron desactivadas por la decisión de ampliar las bandas de fluctuación del Mecanismo de Cambios del SME en agosto. Los mercados de valores, entretanto, experimentaron un período alcista, con subidas de precios y rendimientos históricamente bajos. Por el contrario, el año 1994 estuvo marcado por una rápida inversión de la tendencia de los mercados de valores y una cierta calma en los mercados cambiarios.

2.1 Mercados de divisas

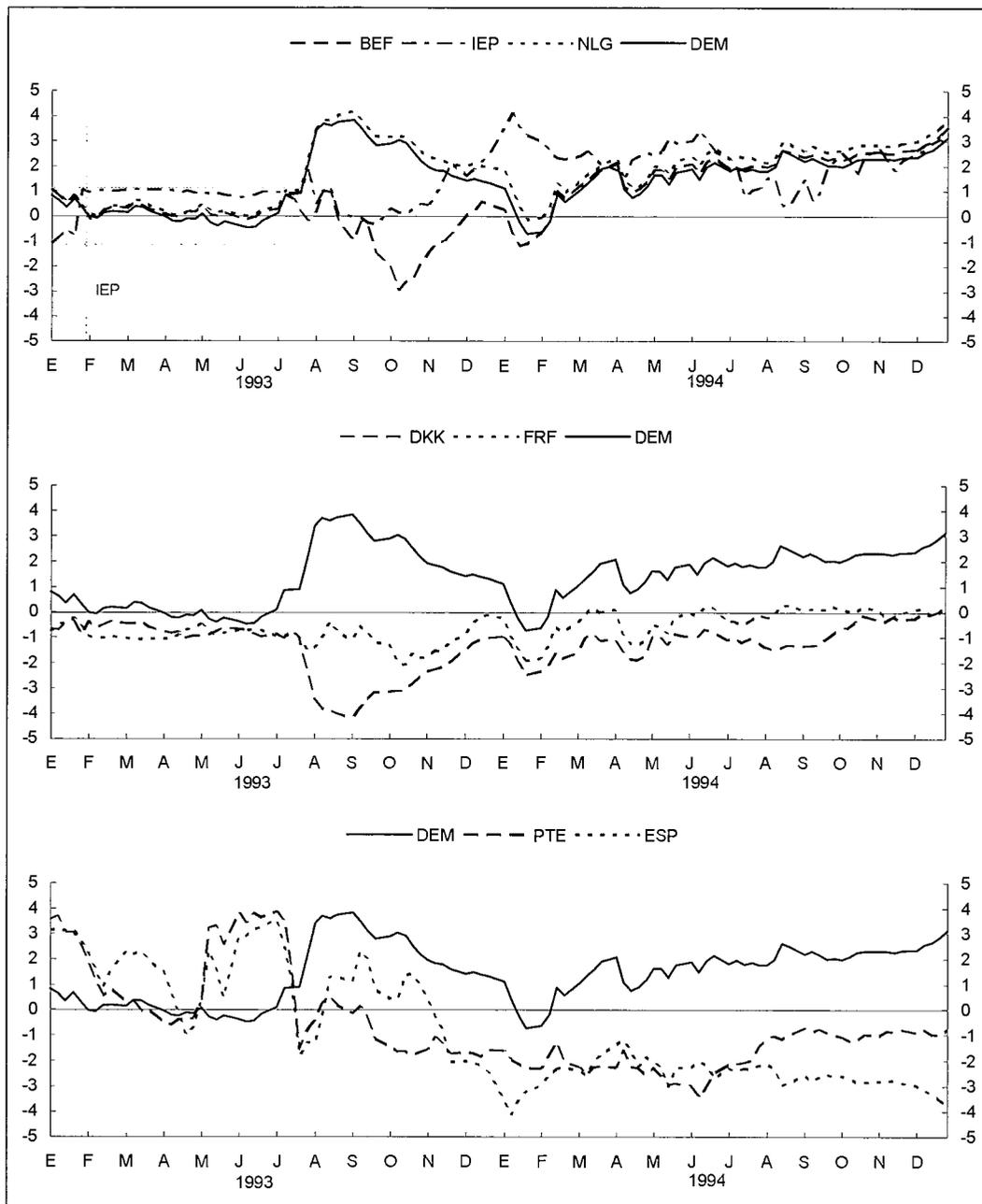
Evolución de los tipos de cambio

En 1993, los movimientos de los tipos de cambio del SME registraron tensiones significativas. En la primera mitad del año, la persistencia de las tensiones condujo a dos realineamientos, añadidos a los tres que se habían producido a lo largo de los cuatro últimos meses de 1992 y a la salida de la lira italiana y de la libra esterlina del Mecanismo de Cambios del SME. Ante unas presiones especulativas sin precedentes, en agosto de 1993 se ampliaron los márgenes de fluctuación. Posteriormente, se restablecieron unas condiciones más estables en los mercados cambiarios, de manera que el nuevo sistema evolucionó de forma más ordenada desde finales de 1993 y durante la mayor parte de 1994.

En la primera mitad de 1993, los episodios recurrentes de tensiones especulativas afectaron a la mayoría de las divisas. El 1 de febrero, después de una presión intensa, la libra irlandesa fue devaluada en un 10%. En los días siguientes, las tensiones que afectaron a la corona danesa fueron combatidas con éxito, tras una elevación de los tipos de interés, una intervención coordinada y un descenso en los tipos de interés alemanes. En marzo, el franco francés estuvo sometido a presión ante la proximidad de las elecciones legislativas francesas, si bien se recuperó después de la reiteración, por el nuevo gobierno, del compromiso de mantener estable el tipo de cambio. En abril, la peseta se vio afectada por el anuncio de elecciones legislativas anticipadas en España. Al crecer las tensiones, extendiéndose al escudo portugués, las autoridades españolas solicitaron un realineamiento el 13 de mayo; la peseta y el escudo portugués fueron devaluados un 8% y un 6,5% respectivamente, el 14 de mayo.

En julio de 1993, después de un período relativo de estabilidad, volvieron a surgir intensas presiones en el mercado, que se centraron, en particular, sobre el franco francés. En los mercados se produjo un giro de opinión provocado por las expectativas de divergencia en los ritmos de actividad económica de los países miembros y por incertidumbres acerca del curso futuro de las políticas monetarias. Después de una sustancial intervención coordinada en los mercados de divisas, los tipos oficiales se subieron en Francia y en Dinamarca. Los movimientos de capital especulativos fueron contenidos tras la publicación de una declaración conjunta de la *Banque de France* y del *Bundesbank* y de la adopción de medidas adicionales de política en Francia. El *Bundesbank* decidió el 29 de julio bajar su tipo *lombard* y anunció una reducción adicional de su tipo para las operaciones dobles, mientras mantenía invariable su tipo de descuento. Esto fue seguido por una renovada presión del mercado que no pudo ser contrarrestada, a pesar de la intervención masiva de todos los bancos centrales implicados y del anuncio por parte del *Bundesbank* de que permitiría descensos de los tipos a corto plazo por debajo del tipo de descuento. El 2 de agosto de 1993, los ministros y gobernadores confirmaron los tipos centrales vigentes y tomaron la decisión de ampliar las

Gráfico 3 Posición de las divisas en el Mecanismo de Cambios del SME*
(En porcentajes)



Fuente: IME.

*Las líneas verticales señalan reajustes de la libra irlandesa, la peseta y el escudo portugués. Las líneas horizontales señalan los márgenes de fluctuación de las divisas dentro de la antigua banda estrecha. La posición de una divisa en la banda de fluctuación viene determinada por su desviación con respecto a las monedas más fuerte y más débil del Mecanismo de Cambios del SME. La desviación entre dos monedas representa la diferencia, en porcentaje, entre su tipo de cambio de mercado y su paridad central bilateral.

bandas de fluctuación del Mecanismo de Cambios del SME a 15%. Como resultado de un acuerdo bilateral, los anteriores límites de fluctuación de 2,25% entre el florín holandés y el marco alemán se continúan aplicando.

A consecuencia de la ampliación de las bandas de fluctuación en el Mecanismo de Cambios del SME, todas las divisas de la anterior banda estrecha, con la excepción del florín holandés, comenzaron a cotizarse por debajo de su límite inferior previo frente al marco alemán, reflejando las expectativas de que las mayores posibilidades de diferenciación monetaria permitidas por la ampliación de las bandas del SME serían utilizadas por los países miembros implicados para relajar el grado de restricción monetaria. Entre agosto y mediados de octubre de 1993, las desviaciones bilaterales de la libra irlandesa, el franco francés, el franco belga y la corona danesa respecto a sus tipos de cambio centrales frente al marco alemán oscilaron entre un 4% y un 8,5%. El efecto de la decisión fue menos marcado para las divisas previamente integradas en la banda ancha, ya que la peseta y el escudo portugués fluctuaron dentro de sus antiguos límites frente al marco alemán. Desde mediados de octubre, las desviaciones bilaterales de los tipos de cambio se estrecharon, en respuesta a la progresiva constatación por los mercados de que el margen de maniobra permitido por las nuevas bandas del Mecanismo de Cambios del SME sólo sería utilizado para absorber los movimientos transitorios en el mercado. Las políticas de tipos de interés se instrumentaron en consecuencia.

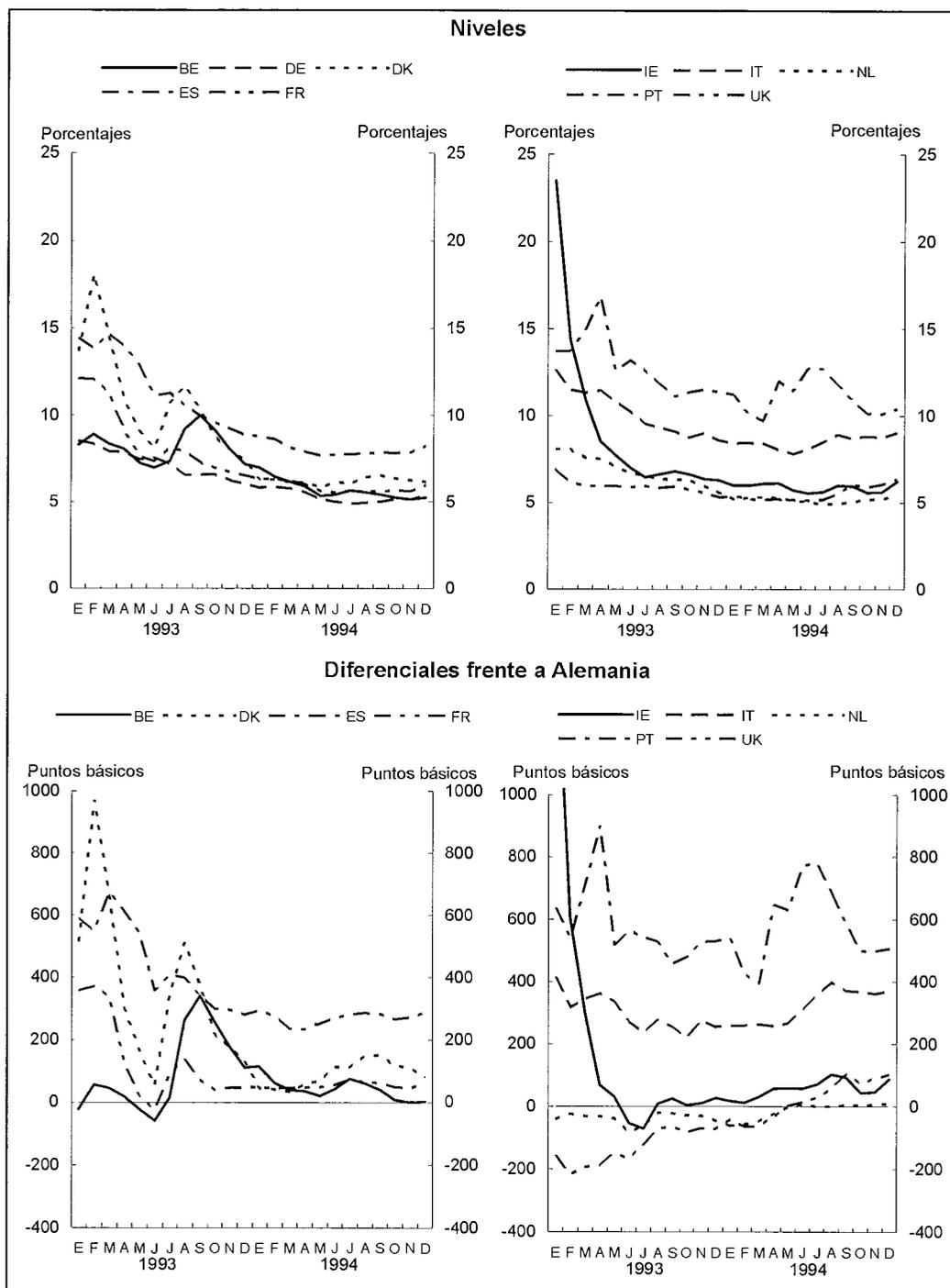
Durante casi todo el año 1994, la desviación bilateral entre la divisa más fuerte y la más débil se mantuvo cercana al 6%, salvo en los tres episodios breves (en enero, junio y diciembre de 1994) en que alcanzó un 8%. El florín holandés, la libra irlandesa y el franco belga fueron las divisas más fuertes de la antigua banda estrecha. El franco francés y la corona danesa se mantuvieron, en media, estables alrededor del antiguo límite inferior bilateral frente al marco alemán, y la peseta y el escudo portugués se situaron por encima de los límites anteriores. Este último experimentó tensiones transitorias en mayo y junio de 1994, que condujeron al *Banco de Portugal* a intervenciones cambiarias y a elevar los tipos de interés oficiales y de mercado. En diciembre, la peseta se debilitó por debajo del anterior límite bilateral inferior.

Otros indicadores tendieron a confirmar que el Mecanismo de Cambios del SME recuperó una estabilidad sustancial a lo largo de 1994. Los diferenciales de tipos de interés a corto plazo frente al marco alemán fueron menos volátiles y, en media, comparables a los niveles registrados antes de las crisis. Las intervenciones en apoyo de las divisas sometidas a presiones bajistas se redujeron sustancialmente y se acercaron a la media registrada entre 1988 y 1992. Los bancos centrales tendieron a recuperar sus reservas. La volatilidad de los tipos de cambio, que se había elevado significativamente (excepto en el caso del florín holandés) tras la decisión del 2 de agosto de 1993, disminuyó notablemente en el curso de 1994, si bien no volvió a los niveles anteriores a las crisis.

Tras la salida del Mecanismo de Cambios del SME en septiembre de 1992, la libra esterlina y la lira italiana se depreciaron bruscamente. Desde marzo de 1993 hasta final de año, la libra esterlina se recuperó parcialmente, aunque se volvió a depreciar en 1994. Sus movimientos frente a las divisas del Mecanismo de Cambios del SME fueron mayores que los de su tipo de cambio efectivo, porque la divisa británica se movió en parte en consonancia con el dólar USA. La libra esterlina acabó 1994 en un nivel inferior en un 13% al de agosto de 1992 con respecto al marco, aunque su depreciación entre finales de 1992 y finales de 1994 fue sólo de un 1%. La lira italiana, aunque se estabilizaba por momentos o incluso se recuperaba en algunas ocasiones, siguió una tendencia bajista durante la mayor parte de 1993 y 1994, depreciándose durante este período más de un 27% con respecto a su cambio frente al marco alemán de finales de agosto de 1992, lo que llevó a una corrección excesiva

de su posición competitiva. Los factores políticos podrían haber desempeñado un papel importante en el tipo de cambio de la lira.

Gráfico 4 **Tipos de interés a corto plazo***
(Tipos de interés interbancarios a tres meses, media mensual)



Fuente: Datos nacionales.

* Por razones de escala, no aparecen tipos de interés de Grecia, cuyo tipo a tres meses se situó en 17,8% a finales de diciembre de 1994. El diferencial con Alemania era, en la misma fecha, de 12,6 puntos porcentuales.

La dracma griega experimentó dos episodios de tensión. El primero, en agosto-septiembre de 1993, estuvo ligado a la ampliación de las bandas del SME y a la supresión, en mayo de 1993, de la mayor parte de las restricciones de cambios en las transacciones financieras a medio y largo plazo. La segunda, en mayo de 1994, fue resultado de las expectativas de mercado de que el levantamiento de todas las restricciones que quedaban a los movimientos de capital a corto plazo iría acompañada de una devaluación de la divisa. En ambos casos, el Banco de Grecia resistió la depreciación de la dracma más allá del tipo de cambio objetivo, adoptando las medidas adecuadas, y demostrando con ello el compromiso de las autoridades griegas de mantener una política de tipo de cambio con el propósito explícito de no acomodar completamente los diferenciales de inflación.

Principales factores explicativos

Las persistentes tensiones experimentadas en el SME a lo largo de la primera mitad de 1993 fueron el resultado de los efectos combinados de una serie de factores, cuya relevancia para los países miembros era diversa y cambiaba a medida que se desarrollaba la crisis. Los factores externos ejercieron una influencia menos importante que en 1992, dada la apreciación del dólar USA frente a las divisas europeas tras la debilidad registrada en 1992. Asimismo, las posiciones competitivas dentro del SME tampoco constituyeron una fuente notable de tensiones cambiarias, puesto que muchos de los desajustes que se acumularon antes del verano de 1992 ya habían sido corregidos en el resto de aquel año.

El factor fundamental que explica los episodios recurrentes de tensiones en la primera mitad de 1993 fue la percepción de los mercados de que las autoridades se enfrentaban a un dilema respecto a las políticas a seguir y que el compromiso de defender las paridades centrales vigentes se había debilitado. Los mercados percibieron un conflicto potencial entre, por un lado, el nivel de tipo de interés consistente con una inflación baja y una actividad económica débil en algunos países, y, por otro lado, el nivel de tipos de interés necesario para mantener la estabilidad de las divisas en el Mecanismo de Cambios del SME; todo ello en el marco de las exigencias internas que pesaban sobre la política monetaria en Alemania, derivadas de la desequilibrada combinación de políticas económicas aplicadas y de la persistencia de presiones inflacionistas tras la reunificación. El comportamiento de los operadores del mercado, que siguió un patrón de "ataques autoconfirmados" -reflejado en la naturaleza en serie de los ataques ocurridos en algunos episodios de tensión, en los que los beneficios obtenidos de realineamientos previos inducían expectativas de beneficios en nuevos ataques- también contribuyó a alimentar las tensiones. Por último, la propia credibilidad del Mecanismo de Cambios del SME se había deteriorado como consecuencia de los repetidos realineamientos de 1992-93.

La respuesta de la política monetaria

El instrumento de los tipos de interés fue utilizado repetidamente en 1993 para contrarrestar las presiones del mercado a través de la elevación del coste de las posiciones especulativas. Sin embargo, fue ineficaz en algunos casos, dado que los operadores del mercado consideraron que los incrementos de tipos de interés creaban o exacerbaban los dilemas de la política monetaria y fueron considerados, por tanto, como insostenibles. Este fue particularmente el caso en aquellos países miembros cuyas economías son altamente sensibles a elevaciones de tipos de interés a corto plazo, debido a un mecanismo de transmisiones más rápido desde los tipos de interés oficiales hacia los tipos de interés de mercado.

Las intervenciones, tanto intramarginales como marginales, realizadas antes de la ampliación de las bandas del SME, fueron incluso de mayor intensidad que las realizadas en

1992. En cualquier caso, a pesar de los volúmenes comprometidos, las intervenciones en varios episodios de tensiones no pudieron absorber completamente las presiones de mercado e incluso, en ciertas ocasiones, las exacerbaron.

La decisión tomada el 2 de agosto de 1993 de ampliar las bandas de fluctuación del mecanismo de cambios SME pretendió restablecer un riesgo cambiario bidireccional. Esta solución fue considerada más apropiada que un realineamiento, ya que no se consideró que un cambio en los tipos centrales del SME estuviera justificado dada la evolución económica subyacente en los países miembros, y podría haber menoscabado aún más la credibilidad del sistema.

La ampliación de los márgenes de fluctuación, combinada con políticas cautelosas de tipos de interés, fue eficaz para desalentar movimientos especulativos. El comportamiento satisfactorio del nuevo Mecanismo de Cambios fue, asimismo, favorecido por una relajación posterior de la política monetaria en todos los países miembros a partir del otoño de 1993 y por el hecho de que a finales de 1993 habían desaparecido los tres factores básicos presentes en las tensiones de mercado registradas entre 1992 y 1993: en concreto, el desajuste de los tipos de cambio reales, el desequilibrio de la combinación de políticas en Alemania y las divergencias cíclicas en un contexto de desaceleración de la actividad económica.

2.2 Mercados de bonos

Durante 1993, las rentabilidades de los valores a largo plazo registraron un descenso generalizado (véase cuadro 3). En el transcurso del año, la rentabilidad del bono americano a 10 años descendió 85 puntos básicos, mientras que la de su equivalente alemán cayó 140 puntos básicos y la rentabilidad media ponderada de los valores de la UE descendió unos 250 puntos básicos. Dentro de la UE, los diferenciales de rendimiento de los valores tendieron a estrecharse. De cualquier modo, las expectativas de inflación en los Estados Unidos se volvieron alcistas a finales de 1993 a la luz de un ascenso en los precios de las materias primas, mientras que la tasa de paro caía de forma acusada y mejoraban las expectativas relativas al crecimiento económico futuro.

Estos factores contribuyeron a establecer en octubre un punto de inflexión en las rentabilidades de los bonos norteamericanos a largo plazo, pero no afectaron inicialmente a las rentabilidades de los bonos europeos. A pesar de este cambio en los Estados Unidos, las expectativas de los inversores en los mercados de bonos para 1994 fueron relativamente optimistas, ya que la economía norteamericana continuó su expansión con escasa evidencia de inflación, mientras que se esperaba un descenso de los tipos de interés en Europa continental sobre la base de una recuperación débil acompañada de una inflación reducida y se estimaba que los tipos de interés en Japón continuarían bajos, dado que la economía permanecía débil.

Un conjunto de factores se encuentra en la base de la brusca revisión de las expectativas que tuvo lugar a principios de 1994. En primer lugar, el aumento de los tipos de los fondos federales desde el 3% al 3,25% el 4 de febrero de 1994, que fue percibido como un punto de inflexión en el ciclo de tipos de interés. En segundo lugar, la de las conversaciones sobre comercio exterior entre los Estados Unidos y Japón a principios de febrero de 1994, y la consiguiente debilidad del dólar USA, aumentaron la prima de riesgo de tipo de cambio de las tenencias en bonos norteamericanos. En tercer lugar, la publicación en marzo de las cifras revisadas, que indicaban un aumento anualizado del PIB de los Estados

Cuadro 3 Tipos de interés a largo plazo
(Rendimientos de bonos a diez años*; fin de mes; en porcentajes)

	Diciembre 1992	Diciembre 1993	Junio 1994	Diciembre 1994	Variación ^(a) 1993	Variación ^(a) 1994
Bélgica	7,71	6,42	7,72	8,31	-1,29	1,89
Dinamarca	8,91	6,09	8,18	9,14	-2,82	3,05
Alemania	7,10	5,70	7,19	7,83	-1,40	2,13
Grecia	24,50	22,25	20,00	19,00	-2,25	-3,25
España	12,46	8,12	10,40	11,79	-4,34	3,67
Francia	8,07	5,64	7,50	8,28	-2,43	2,64
Irlanda	10,12	6,26	8,64	8,76	-3,86	2,50
Italia	13,54	8,84	10,59	12,34	-4,70	3,50
Luxemburgo ^(b)	8,08	6,54	6,35	6,23	-1,54	-0,31
Holanda	7,22	5,50	7,06	7,76	-1,72	2,26
Portugal	13,13 ^(e)	8,92	11,02	11,68	-4,21	2,76
Reino Unido	8,17	6,07	8,91	8,85	-2,10	2,78
UE-12 ^(c)	9,41	6,91	8,80	9,58	-2,50	2,67
Austria	7,45	5,99	7,13	7,62	-1,46	1,63
Finlandia	10,65	6,71	9,67	10,09	-3,94	3,38
Suecia ^(d)	9,91	7,35	9,78	10,68	-2,56	3,33
Estados Unidos	6,68	5,83	7,34	7,84	-0,85	2,01
Japón	4,52	3,04	4,31	4,59	-1,48	1,55

Fuente: Datos nacionales.

* O el vencimiento más próximo a los diez años disponible.

(a) Puntos porcentuales, diferencias entre los datos de final de año.

(b) Datos medios semanales durante todo el período.

(c) Véase nota a pie de página del gráfico 2.

(d) Datos medios mensuales durante todo el período.

(e) Para Portugal, rendimiento de bonos a 3½ años.

Unidos del 7,5% al final de 1993, podría haber impulsado los temores de que la economía norteamericana experimentase presiones inflacionistas durante 1994. Todos estos factores contribuyeron a una caída aún más acusada de los precios de los bonos americanos, que tuvieron un efecto arrastre sobre otros mercados de bonos - los europeos en particular-, a pesar de que la mayoría de los países europeos se encontraran atrasados con respecto a los Estados Unidos en el ciclo económico. En 1994, la rentabilidad de los bonos norteamericanos a 10 años aumentó unos 201 puntos básicos. El diferencial de la curva de rendimientos se incrementó en menor medida debido a la elevación de los tipos de interés a corto plazo, inducida por una política monetaria progresivamente más restrictiva.

Las rentabilidades de los bonos equivalentes en la UE se elevaron en media alrededor de 267 puntos básicos - aunque con variaciones de país a país - y la pendiente de la curva de rendimientos se elevó considerablemente, tornándose positiva en aquellos países que previamente tenían una pendiente negativa. Varios son los factores que han contribuido a esta alta correlación de rentabilidades entre los mercados de bonos norteamericanos y europeos. Este acoplamiento (véase gráfico 5) podría estar influenciado parcialmente por la tendencia general hacia la creciente integración de los mercados de capitales, por los fuertes incrementos en los flujos financieros transfronterizos y por el creciente deseo de diversificación internacional. En particular, algunas de las compras de bonos europeos en 1993 fueron financiadas con los bajos tipos de interés norteamericanos, al tiempo que el riesgo de tipo de cambio estaba cubierto. Posteriormente, la subida de los tipos de interés norteamericanos provocó un encarecimiento del mantenimiento de esas posiciones y, con

frecuencia, dichas posiciones fueran deshechas. De cualquier modo, aunque estos factores técnicos y especulativos podrían explicar el impacto a corto plazo de los aumentos de los tipos norteamericanos en los europeos, no podrían explicar la persistencia de esta tendencia a lo largo del año.

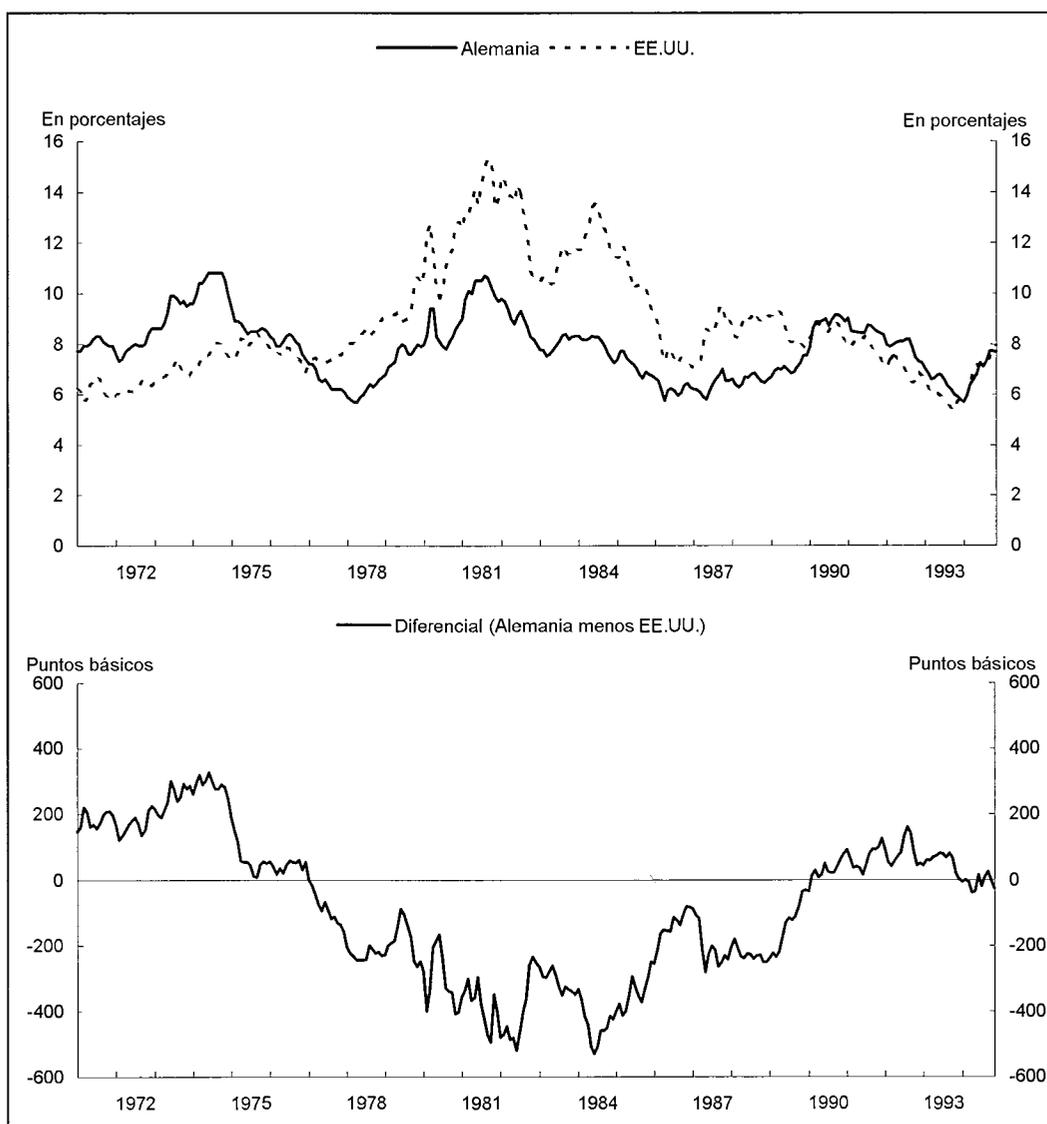
Un conjunto de factores explica la elevación mundial de los tipos de los bonos a largo plazo en 1994, la cual, en la mayoría de los casos, fue muy similar en intensidad al descenso registrado en 1993. Hubo un movimiento alcista generalizado de tipos de interés reales que, en un contexto de alta integración de los mercados de capitales, tendió a transmitirse a nivel mundial. Esta tendencia fue motivada a la vez por el mantenimiento de factores a largo plazo y por la evolución cíclica. El final de la década de los ochenta fue un período caracterizado por una baja propensión internacional a ahorrar, en parte como reflejo del impacto de la liberalización y desregulación financiera que redujo las restricciones al endeudamiento y supuso un cambio desde el racionamiento del crédito hacia la valoración de riesgos de mercado. Además, se incrementaron a nivel mundial las expectativas de rentabilidad de las inversiones como reflejo de las reformas estructurales y de un entorno de inflación relativamente bajo en los países de la OCDE, del desarrollo de las economías en el este de Europa, de Latinoamérica y del Lejano Oriente y de la liberalización del comercio internacional. En resumen, todo ello contribuyó a una expectativa de desequilibrio entre el ahorro y la inversión.

Los factores cíclicos también desempeñaron un papel decisivo en la subida de los tipos de interés reales. La inesperada fortaleza de la recuperación en Europa, el crecimiento vigoroso en los Estados Unidos y la mejora general de las perspectivas de los países industrializados pudieron impulsar al alza los tipos de interés reales, reflejando expectativas de futura escasez de capital. Al mismo tiempo, los altos déficit públicos actuales y previstos en el futuro estimularon estas expectativas. Alguna evidencia del aumento global de los tipos de interés reales que tuvo lugar en 1994 tiene su reflejo en los rendimientos obtenidos por los bonos indicados del Reino Unido y Dinamarca, que excluyen primas de inflación. Estos índices mostraron un aumento en torno a 90 puntos básicos.

Aparte del aumento en los tipos de interés reales, dos factores adicionales explican el alza generalizada de las rentabilidades de los bonos y la elevación de la pendiente de la curva de rendimientos. Por un lado, la modificación de las expectativas del mercado acerca de la inflación futura. Esta modificación habría sido causada parcialmente por la fortaleza de la recuperación económica y por el efecto de las previsiones de déficit presupuestarios. Además de la influencia expansiva sobre la demanda agregada, los elevados déficit pueden aumentar los incentivos para que los gobiernos permitan aumentos de la inflación y/o debilidad de sus divisas. Por otro lado, la incertidumbre en torno a la inflación futura y al tipo de interés real esperado habitualmente genera una prima de riesgo.

La volatilidad relativamente alta de los mercados de bonos europeos en 1994, medida a través de los precios de las opciones, sugiere que la incertidumbre ha debido desempeñar un papel importante en el ascenso de las rentabilidades de los bonos. Se ha podido identificar, a este respecto, un cierto número de factores explicativos. En primer lugar, cuando las economías entran en un cambio del ciclo económico, tiende a aumentar la incertidumbre respecto a la evolución actual y futura de la inflación. En segundo lugar, si se espera una elevación de la inflación en el futuro, la incertidumbre sobre el comportamiento de la inflación tiende también a aumentar. En tercer lugar, la incertidumbre política parece haber sido un elemento decisivo en algunos países. Finalmente, como parece haber sido el caso en los Estados Unidos, la incertidumbre en torno a la respuesta de las autoridades monetarias frente a las expectativas de inflación podría haber constituido otro factor causal.

Gráfico 5 Rendimiento y diferencial de los bonos a diez años de EE.UU. y Alemania



Fuente: Datos nacionales.

Sin embargo, las expectativas de un aumento de la inflación en Europa no se habían visto materializadas al final de 1994. Aunque la recuperación económica de 1994 ha sido más vigorosa que la originalmente prevista, no ha habido ninguna evidencia de una elevación general de la inflación, ni en las encuestas sobre las expectativas de los agentes ni en las previsiones de los institutos económicos.

Las explicaciones expuestas más arriba tienen en cuenta, principalmente, los aspectos macroeconómicos fundamentales y están basadas, en gran medida, en la asunción de que los mercados de bonos en todo momento tienen un comportamiento racional y toman en consideración toda la información relevante. Sin embargo, los precios de los bonos pueden comportarse durante períodos cortos al margen de las variables fundamentales. Por ejemplo, parece que la drástica reducción de las rentabilidades de los bonos en 1993 reflejó, siquiera parcialmente, una desvinculación de los fundamentos, ya que las previsiones *chartistas* o tendenciales ofrecían expectativas autoconfirmadas sobre descensos futuros en los tipos negociados de los bonos. Como ya se ha comentado anteriormente, la acumulación de informaciones pesimistas acerca del mercado de bonos en Estados Unidos al comienzo de

1994 derivó en una corrección en el precio de los bonos que, a su vez, afectó violentamente a los mercados de bonos europeos. Se podría argumentar que un aspecto de esta corrección fue la retirada de un elevado número de operadores de estos mercados, lo que podría haber generado un ascenso acusado de la volatilidad.

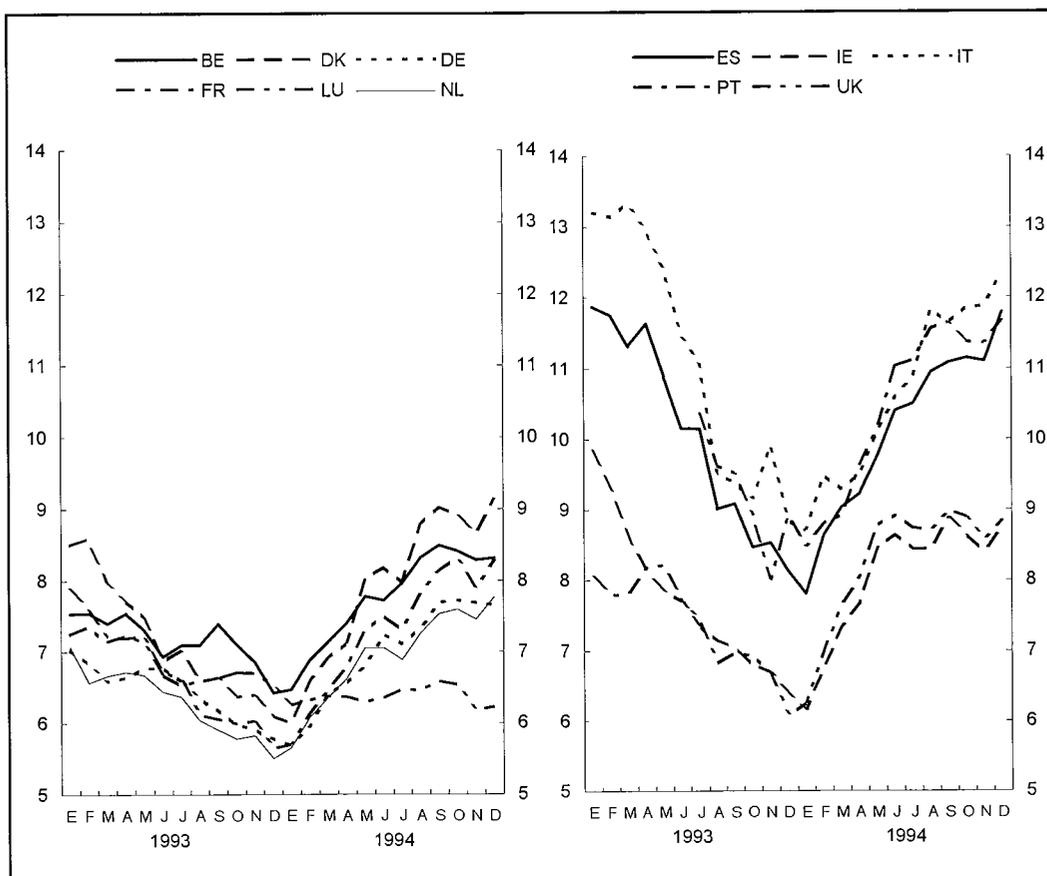
Aunque el comportamiento de las rentabilidades de los bonos europeos entre 1993 y 1994 podría explicarse por factores internacionales, los aspectos específicos de cada país también desempeñaron un papel decisivo, como se aprecia por el hecho de que los cambios en las rentabilidades varían entre países. Por ejemplo, las caídas en los tipos negociados en 1993 alcanzaron cuantías superiores a cuatro puntos porcentuales o en torno a esta cifra en España, Irlanda e Italia y más de dos puntos porcentuales en Dinamarca, Grecia, Francia y en el Reino Unido. En otros países de la UE los descensos fueron más moderados.

En 1994, las rentabilidades de los bonos a largo plazo de Bélgica, Alemania y Holanda registraron un ascenso de 189, 213 y 226 puntos básicos, respectivamente, mientras que en España e Italia aumentaron 367 y 350 puntos básicos, también respectivamente. En cuanto a los nuevos miembros, los tipos negociados en Suecia se incrementaron en 333 puntos básicos y en Finlandia alrededor de 338 puntos básicos. Las razones de estas diferencias varían entre países. De cualquier modo, en general parece que los aumentos relativos de las rentabilidades de los valores de renta fija en la mayoría de los países a lo largo de 1994 se pueden explicar en su mayor parte como resultado del comportamiento de la inflación pasada, de los episodios previos del tipo de cambio y de la evolución de la posición presupuestaria y de deuda, factores que pudieron afectar a la percepción de riesgo del valor de los bonos de los distintos países. Por tanto, países como Italia y España, al igual que Suecia y Finlandia, que tienen históricamente tasas de inflación relativamente altas y/o fuertes devaluaciones o depreciaciones pasadas y, simultáneamente, déficit públicos relativamente elevados, experimentaron considerables aumentos en los rendimientos de los bonos a largo plazo en 1994. En coherencia con lo anterior, países como Bélgica, Holanda, Alemania y Francia -así como Austria-, con mejores registros históricos de inflación, tipos de cambio más estables y menores déficit públicos, registraron fluctuaciones más moderadas en las rentabilidades de los bonos a largo plazo (véase gráfico 6).

Mientras que el avance general de los tipos negociados de los bonos en el transcurso de 1994 estuvo estrechamente asociado a la valoración de los fundamentos económicos, los tipos de interés reales implícitos y el aumento de la incertidumbre, las expectativas de un crecimiento significativo en la inflación futura no estaban fundadas, en Europa en su conjunto, en la tendencia de la inflación, las estimaciones sobre la misma de los bancos centrales o las encuestas relativas a la economía real. Además, los cambios estructurales recientes en los mercados de trabajo tendentes a flexibilizar el salario real, los cambios institucionales en algunos países dirigidos a aumentar la independencia del banco central y la mayor atención prestada al mantenimiento de una inflación reducida deberían haber contribuido a reducir las expectativas de inflación en la Unión Europea. Sin embargo, parece que las estimaciones de inflación de los mercados financieros han diferido de las estimaciones oficiales de algunos países, como consecuencia de la necesidad de un cierto período para ganar la credibilidad de los mercados financieros y de la preocupación acerca de los déficit públicos. Por último, factores no fundamentales podrían haber desempeñado algún papel, y la creciente integración de los mercados de capitales junto a las estrategias de apalancamiento en la negociación parece haber contribuido a una acusada confluencia de los mercados de bonos norteamericanos y europeos.

Gráfico 6

Rendimientos de los bonos a largo plazo*
(Medias mensuales, en porcentaje)



Fuente: Datos nacionales.

* Rendimientos de bonos a 10 años, o al vencimiento más próximo a diez años disponible. Por razones de escala, no aparecen tipos de interés para Grecia. Los datos correspondientes a 1993 y 1994 aparecen en el cuadro 3.

2.3 Mercados de otros activos

En 1993 se observó una tendencia general alcista de los precios en los mercados de acciones. A principios de 1994, los índices nacionales de las bolsas se situaban en niveles cercanos a los máximos históricos. Esta tendencia alcista, que fue bastante sincronizada en la mayoría de las bolsas europeas, señalaba la continuación de una tendencia aparecida a finales de 1992, a medida que se vislumbró el punto mínimo del ciclo y la consiguiente recuperación. La fortaleza de los indicadores de la recuperación y el aumento de los beneficios empresariales fueron los factores básicos del alza, sostenida también por los descensos en los tipos de interés, tanto a largo como a corto plazo. En algunos países, los incrementos de precios de las acciones estuvieron impulsados, asimismo, por la depreciación de los tipos de cambio registrada durante el año anterior. No obstante, en el transcurso de 1994, finalizó la tendencia alcista en Europa e incluso los precios descendieron en varios mercados. En alguna medida, las bajas pudieron haber reflejado reajustes de cartera, ante las mayores rentabilidades de los bonos los inversores exigen rendimientos de las acciones más elevados. No obstante, la intensidad del descenso de los precios de las acciones fue bastante limitada, en relación con el del precio de los bonos, y en muchos casos sólo compensó las alzas en 1994 previas a la tendencia bajista. En conjunto, las bolsas europeas finalizaron el año cerca de los niveles alcanzados a finales de 1993.

La evolución de los mercados inmobiliarios de oficinas y de vivienda ha desempeñado un papel fundamental en el ciclo económico reciente, tanto en algunos países europeos como

en otros de distintas áreas. En concreto, la intensidad de los descensos registrados en los precios nominales de los inmuebles ha tenido efectos importantes en la posición financiera de las familias, de las sociedades inmobiliarias y de los bancos. Los precios de las viviendas se mantuvieron estables durante 1993 y 1994 en la mayor parte de los Estados miembros de los que se tiene información. Sin embargo, se registraron algunos incrementos en Dinamarca y Holanda como resultado de factores específicos en dichos países. En el Reino Unido el precio de la vivienda se estabilizó durante el período 1993-1994 después de un descenso pronunciado y persistente. En cuanto a los inmuebles de oficinas y comerciales, sus precios volvieron a estabilizarse gradualmente en la mayoría de los países, después de los descensos de años anteriores (según datos de los índices de precios de inmuebles procedentes de las ventas realizadas en las ciudades más representativas). Los precios en España y el Reino Unido, por ejemplo, experimentaron algún ascenso después de varios años de caídas.

3. Políticas económicas seguidas en la UE

Tal como se ha señalado en las secciones 1 y 2 anteriores, los responsables de la política monetaria en los países de la UE han contado con unas condiciones económicas cada vez más favorables en el período 1993-94, mientras que, por otra parte, han tenido que enfrentarse a los difíciles retos impuestos por los acontecimientos que se desarrollaron en los mercados de cambios y de deuda a largo plazo. Asimismo, la evolución de los desequilibrios presupuestarios ha constituido un motivo de preocupación. En la sección 3.1 se presenta una descripción de la política presupuestaria, que viene seguida por un análisis de la política monetaria (sección 3.2) y de la combinación de políticas macroeconómicas (sección 3.3). Los datos utilizados para construir los indicadores presupuestarios y de deuda son los proporcionados por la Comisión en sus previsiones del otoño de 1994; los valores para 1994 son estimaciones.

3.1 La política presupuestaria

A principios de los noventa, se observó un cambio significativo en las tendencias de los déficit de las Administraciones Públicas en la Unión Europea. Después de una etapa prolongada de reducción de los déficit, las cuentas públicas se deterioraron significativamente a partir de 1989. Si en 1992 los déficit de los países de la UE se situaban en el 5% del PIB, en 1993 alcanzaron el 6%, un máximo histórico desde la creación de la Comunidad Europea. En 1994, el déficit público total disminuyó, aunque sólo marginalmente, hasta el 5,6% del PIB (véase cuadro 4).

La evolución seguida en cada uno de los países considerados individualmente fue similar a la observada para el conjunto. Mientras que el déficit público aumentó en 1993 en casi todos los países miembros, en 1994 tendió a disminuir, aunque no en una magnitud suficiente para compensar el importante aumento que tuvo lugar en 1993. Por lo tanto, la evolución de estos dos años comportó, para la mayoría de países, un deterioro en relación con el valor de referencia del 3% del PIB establecido en el Tratado de Maastricht. Al mismo tiempo, en 1994 prevalecieron diferencias importantes entre países en cuanto a la ratio déficit/PIB. Grecia e Italia siguieron registrando los niveles más elevados de déficit, mientras la mayoría de países miembros presentaba un desequilibrio entre el 4 y el 6%. Sólo Alemania e Irlanda alcanzaron un déficit por debajo del 3%, mientras que Luxemburgo mostró un superávit.

Cuadro 4 Indicadores presupuestarios y de endeudamiento de los Estados miembros de la UE
(Porcentajes del PIB)

	Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación de las Administraciones Públicas				
	1990	1991	1992	1993	1994 ^(a)
Bélgica	-5,4	-6,5	-6,7	-6,6	-5,5
Dinamarca	-1,5	-2,1	-2,5	-4,4	-4,3
Alemania ^(b)	-2,1	-3,2	-2,6	-3,3	-2,9
Grecia	-14,0	-13,0	-11,7	-13,3	-14,1
España	-3,9	-4,9	-4,2	-7,5	-7,0
Francia	-1,6	-2,2	-3,9	-5,8	-5,6
Irlanda	-2,2	-2,1	-2,2	-2,5	-2,4
Italia	-10,9	-10,2	-9,5	-9,5	-9,6
Luxemburgo	5,9	2,3	0,3	1,1	1,3
Holanda	-5,1	-2,9	-3,9	-3,3	-3,8
Portugal	-5,5	-6,6	-3,3	-7,2	-6,2
Reino Unido	-1,5	-2,6	-6,2	-7,8	-6,3
UE-12 ^(c)	-4,0	-4,6	-5,0	-6,0	-5,6
Pro memoria: Déficit cíclica- mente ajustado en la UE	-5,5	-5,6	-5,3	-5,0	-4,9
	Deuda bruta de las Administraciones Públicas				
	1990	1991	1992	1993	1994 ^(a)
Bélgica	130,8	132,9	133,8	138,9	140,1
Dinamarca ^(d)	59,6	64,6	68,8	79,5	78,0
Alemania ^(b)	43,8	42,1	44,8	48,1	51,0
Grecia	82,6	86,1	92,3	115,2	121,3
España	45,1	45,9	48,2	59,8	63,5
Francia	35,4	35,8	39,6	45,8	50,4
Irlanda	96,8	96,2	93,4	96,1	89,0
Italia	97,9	101,3	108,4	118,6	123,7
Luxemburgo	5,4	4,9	6,0	7,8	9,2
Holanda	78,8	78,9	79,9	81,4	78,8
Portugal	67,7	69,3	61,7	66,9	70,4
Reino Unido	...	35,8	42,0	48,3	50,4
UE-12 ^(c)	...	57,0	60,8	66,1	68,9

Fuente: Servicios de la Comisión Europea, basados en datos proporcionados por los Estados miembros y previsiones de la Comisión Europea (Otoño de 1994).

(a) Provisional.

(b) Alemania Occidental en 1990 y conjunto de Alemania a partir de dicho año.

(c) Véase nota a pie de página del gráfico 2.

(d) Véase nota a pie de página (e) del cuadro 9.

Con el objetivo de analizar las tendencias en los déficit públicos con mayor detalle, se propone usar las distintas estimaciones que los organismos internacionales hacen de los componentes estructural y cíclico de los déficit observados. A pesar de que las importantes limitaciones metodológicas abogan por utilizar estas estimaciones con cierta cautela, constituyen una fuente importante de información, sobre todo, en la valoración de los cambios en el déficit estructural (en contraposición a los niveles).

Basándose en estimaciones recientes de los déficit estructurales en la UE realizados por la Comisión, parece que la evolución presupuestaria en la Unión en su conjunto en

1993-94 fue predominantemente, si no completamente, un reflejo de factores cíclicos. En 1994, el déficit estructural a nivel agregado no se alteró prácticamente, lo que sugiere que la mejora observada en el déficit fue consecuencia de la vuelta al crecimiento económico. El deterioro en el déficit en 1993 parece que se vio también afectado de forma importante por la recesión, mientras que los déficits estructurales se redujeron ligeramente en valores medios.

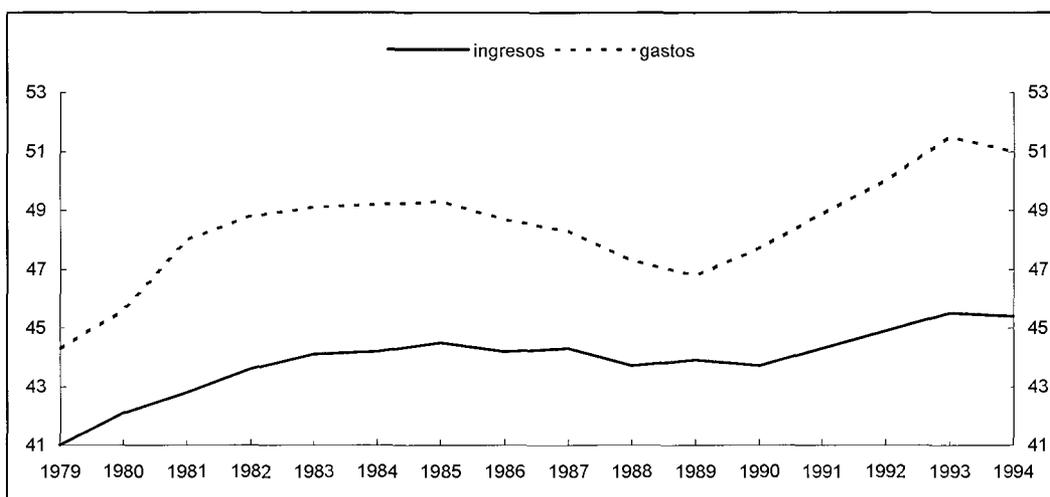
La consideración de los componentes cíclico y estructural de los déficits presupuestarios permite analizar en qué medida las futuras mejoras en los déficits presupuestarios de los países de la UE dependen del mantenimiento esperado del crecimiento económico. Tal como se vio en 1993-94, la respuesta económica del presupuesto público al ciclo es bastante directa, a través de los estabilizadores automáticos. En la reactivación, ello implica mayores ingresos por impuestos directos como resultado de la mayor actividad así como una menor necesidad de transferir prestaciones de desempleo, y al contrario en una recesión. Sin embargo, estos efectos sólo pueden compensar temporalmente el deterioro de los desequilibrios estructurales. Se necesita una mejoría en los déficits estructurales, no sólo para mantener una orientación presupuestaria sostenible, sino también para ayudar a abordar problemas de largo plazo que sufren los Estados miembros. En concreto, el problema del envejecimiento de la población presiona al alza el gasto, por ejemplo, en pensiones y en sanidad, que acaba siendo financiado con cargo al presupuesto general. Dado que la recesión ha llegado a su fin y la actividad se ha recuperado de forma significativa, parece que las condiciones económicas globales son favorables ahora para la consolidación presupuestaria.

Sería deseable que se realizara un esfuerzo continuado para reducir el tamaño del sector público. El aumento en los déficits desde principios de la década fue acompañado por una expansión significativa en el gasto y en los ingresos públicos, que deberá ser contenida (véase gráfico 7). Los niveles de gastos e ingresos totales alcanzaron en 1993 un nuevo récord en la Unión en su conjunto, situándose en torno al 51,5% y el 45,5% del PIB, respectivamente.

En 1994, la ratio de gasto público sobre PIB cayó ligeramente hasta el 51%, mientras se mantuvo la de los ingresos. El incremento del gasto en 1993 se debió, en gran medida, al aumento en el consumo público y en los pagos de transferencias. Como consecuencia, el déficit primario de las Administraciones Públicas (déficit público descontado el pago de intereses de la deuda) se deterioró hasta un déficit equivalente al 0,6% del PIB en 1993 y se recuperó sólo ligeramente en 1994.

Gráfico 7**Ingresos y gastos del sector público en la UE**

(como porcentaje del PIB de la Unión)



Fuente: Comisión Europea.

Es importante añadir que las cifras de gasto e ingresos mencionadas ocultan, de nuevo, algunas divergencias importantes entre países. Por ejemplo, en 1993 en Dinamarca, Grecia, España, Francia e Italia los aumentos en la ratio gasto/PIB estuvieron por encima de la media, mientras que las estimaciones preliminares para 1994 sugieren que se produjo, por regla general, una caída, con las excepciones de Dinamarca, Grecia, Francia y Portugal. No obstante, en relación con el medio plazo, la mayoría de países de la UE ha incrementado significativamente sus ratios de gasto e ingresos en relación con el PIB, y sólo en contadas ocasiones se han producido correcciones más recientemente. La tendencia a largo plazo de aumento de la ratio gasto/PIB será difícil de compensar con un incremento en la ratio ingresos/PIB, especialmente en aquellos países donde los ingresos constituyen ya un porcentaje elevado del PIB. En particular, a medida que aumenta la presión fiscal se tiende a observar mayor evasión, así como efectos adversos sobre los incentivos y la eficiencia económica.

En general, es preocupante que el crecimiento de los déficit haya venido acompañado por una expansión significativa del gasto público. Esta es la causa de un considerable volumen de rigideces estructurales en las economías de la UE, que, a su vez, contribuyen a reducir la competitividad en relación con el resto del mundo. En este marco, la consolidación presupuestaria en la mayoría de países miembros debería centrarse, principalmente, en la reducción del gasto público más que en el aumento de la carga fiscal del sector privado.

Como resultado de la evolución reseñada, la ratio deuda pública bruta/PIB de la Unión subió más de 5 puntos porcentuales hasta situarse en el 66% en 1993, y casi tres puntos hasta el 69%, en 1994 (véase cuadro 4). El rápido crecimiento en las ratios de deuda en ambos años refleja el cuantioso volumen de nuevas necesidades de financiación de los gobiernos de los países miembros, que en 1993 también fueron estimuladas por el lento crecimiento del PIB nominal durante la recesión. No obstante, en algunos países deben señalarse factores especiales, tales como depósitos gubernamentales en los bancos centrales y efectos de valoración derivados de la depreciación del tipo de cambio (para la deuda denominada en divisas), ya que fueron responsables de algunas modificaciones significativas en la ratio de deuda. Este es el caso, especialmente de Dinamarca, Grecia, España, Italia y Portugal. Entre 1992 y 1994, las ratios de deuda aumentaron en todos los países de la UE excepto Irlanda y Holanda. En Grecia, esta ratio creció del 92% al 121%, en Italia desde el 108% al 124%, en España desde el 48% al 64%, en Dinamarca desde el 69%

al 78%, en Francia desde el 40% al 50%, en el Reino Unido del 42% al 50% y en Alemania del 45% al 51%. En general, se observó que aquellos países (con la excepción de Luxemburgo) para los que la ratio deuda/PIB está por debajo del umbral del 60%, estipulado por el Tratado de Maastricht, han tendido a acercarse rápidamente a este valor, mientras que los otros países (con la excepción de Irlanda), con ratios por encima del 60%, se alejaron todavía más.

Desde un punto de vista analítico, la evolución de las ratios de deuda pública/PIB depende tanto del diferencial entre el crecimiento del PIB nominal y el tipo de interés que se aplica al stock de deuda como de los cambios en el déficit primario. Mientras que mayores tasas de crecimiento nominal del PIB y tipos de interés inferiores pueden contribuir a mejorar la ratio deuda/PIB, se hace imprescindible dedicar mayor esfuerzo a reducir el déficit primario.

El mantenimiento de los desequilibrios en la política presupuestaria en los niveles actuales comporta importantes riesgos para la estabilidad de los precios y para el crecimiento potencial en el largo plazo. Asimismo, una importante participación del sector público en la economía crea un entorno menos favorable para seguir políticas monetarias orientadas hacia la estabilización. La cuestión de la combinación de políticas presupuestaria y monetaria se aborda en la sección 3.3.

3.2 La política monetaria

Este capítulo examina la evolución monetaria en los Estados miembros de la UE, centrándose en los tipos de interés a corto plazo, los agregados monetarios y otros indicadores monetarios. Además, se toman en consideración los cambios y la continuidad de las estrategias de política monetaria tras la ampliación de las bandas de fluctuación del Mecanismo de Cambios del SME.

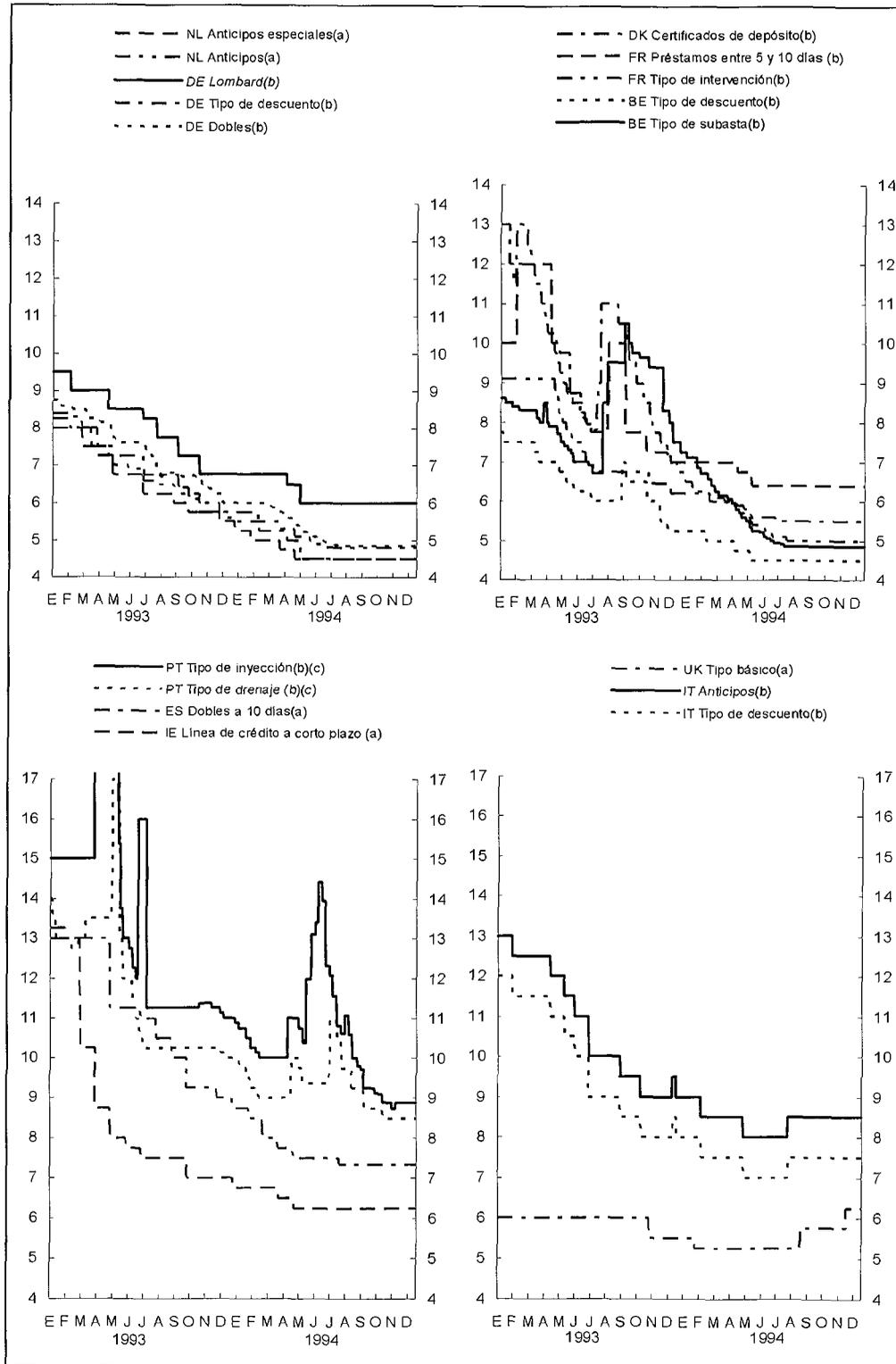
Los tipos de interés a corto plazo

En la mayor parte del período 1993-1994, los bancos centrales de la Unión continuaron sus políticas de disminución gradual de los tipos de interés oficiales o de intervención, de manera que permitieron descensos adicionales en los tipos de interés de mercado a corto plazo (véase gráfico 8). Sin embargo, en algunos países miembros, los tipos de interés a corto plazo subieron bruscamente por períodos cortos, como reflejo de las tensiones en los tipos de cambio expuestas en la sección 2.1. En conjunto, el proceso de descenso de los tipos de interés oficiales o de intervención continuó hasta el verano de 1994. Tan sólo Grecia y Portugal redujeron sus tipos oficiales más adelante en el año desde los elevados niveles que mantenían a finales de la primavera de 1994, cuando hubieron de defender sus divisas respectivas de las presiones especulativas.

Si bien los tipos de interés oficiales o de intervención se redujeron en sucesivas pequeñas cuantías, en conjunto se ha conseguido una reducción global sustancial. La tasa de descuento alemana, por ejemplo, bajó 4,25 puntos porcentuales desde su máximo en julio de 1992 y se estabilizó en el 4,5% desde mayo de 1994. En los dos años que van hasta julio de 1994, el tipo de operaciones dobles alemán descendió unos 4,85 puntos porcentuales, permaneciendo durante el resto de 1994 en el nivel del 4,85%.

Gráfico 8

Tipos de interés oficiales o de intervención
en los Estados miembros de la UE*
(En porcentaje)



Fuente: Datos nacionales.

* Por razones de escala, no aparecen tipos de interés de Grecia, cuyo tipo de interés *lombard* se situó en el 30% a finales de diciembre de 1994. Asimismo, en Portugal el tipo de interés de inyección excedió el 17% entre marzo y mayo de 1993, por lo que el gráfico no recoge los datos entre dichas fechas.

(a) Fin de mes.

(b) Fin de semana.

(c) Tipos de interés de operaciones poco frecuentes (hasta una semana).

En conjunto, y en parte como consecuencia de la manera cautelosa en la que los participantes en el Mecanismo de Cambios del SME relajaron sus políticas monetarias, se moderaron las tensiones de los tipos de cambio de julio de 1993, que habían llevado a la ampliación de las bandas de fluctuación en agosto. Las divisas participantes retornaron a los límites de intervención anteriores o fluctuaron cerca de los anteriores límites inferiores bilaterales frente al marco alemán. En muchos países, el restablecimiento de la estabilidad en el Mecanismo de Cambios estuvo acompañado por la vuelta a los niveles de los diferenciales de tipos de interés a corto plazo frente a Alemania previos a la crisis (véase gráfico 4), así como por la reducción de la volatilidad. Los tipos de interés a tres meses en Bélgica aumentaron sensiblemente en el verano de 1993 para posteriormente descender de forma acusada, e igualarse nuevamente a finales de 1994 con los tipos alemanes. Los tipos a corto plazo holandeses oscilaron ligeramente por debajo de sus equivalentes en Alemania, si bien ascendieron hacia estos niveles a mediados de 1994. Los tipos de los mercados monetarios en Francia mantuvieron un diferencial relativamente estable respecto de sus homólogos alemanes durante la mayor parte de 1994. Hacia el final de año, se registró un cierto deslizamiento del franco francés y un aumento en el diferencial de tipos de interés a corto plazo, motivados ambos por los acontecimientos políticos. Causas similares, aunque de mayor intensidad, fueron las responsables de cierta inestabilidad en los tipos de cambio y en los tipos de interés a corto plazo en otros países y particularmente en España.

Fuera del Mecanismo de Cambios del SME, los bancos centrales de Italia y del Reino Unido, ante los indicios adelantados de un deterioro en las perspectivas de inflación, decidieron subidas preventivas de los tipos de interés oficiales en la segunda mitad de 1994 subrayando su compromiso de alcanzar y mantener la estabilidad de precios.

Agregados monetarios

En el transcurso de 1993 y 1994, hubo divergencias significativas en cuanto al ritmo de expansión monetaria en cada uno de los países. En su mayor parte, estas divergencias pueden explicarse por factores temporales excepcionales más destacables en Alemania y Francia, donde los agregados monetarios registraron desviaciones en direcciones opuestas. Esta circunstancia complicó el manejo de la política monetaria por parte de aquellos bancos centrales que fijan objetivos monetarios o bandas de referencia, lo que les condujo al seguimiento de una variedad más amplia de indicadores.

El crecimiento monetario en Alemania continuó siendo impulsado por la rápida expansión del crédito y rebasó en la mayor parte de 1993 la banda objetivo. Después de un sensible desbordamiento a principios de 1994, que en gran medida fue originado por cambios en la legislación fiscal y por la creciente incertidumbre en los mercados de bonos internacionales, la tasa de crecimiento de M3 descendió sensiblemente en los meses posteriores y volvió, hacia finales de año, a situarse dentro de la banda de objetivos (véase cuadro 4). La desaceleración de la M3 alemana se debió principalmente al reajuste de carteras de agentes no bancarios hacia activos a largo plazo, no incluidos en el agregado objetivo, a raíz de la normalización de la curva de rendimientos y del aumento de los tipos de interés a largo plazo. A este desarrollo también contribuyó la disminución de la influencia de factores fiscales especiales y de las consiguientes salidas de capital, así como la adquisición por el público de participaciones en fondos de dinero (autorizados en 1994 y no incluidos en el agregado M3).

Cuadro 5 Agregados monetarios: objetivos y bandas de referencia
(Variaciones anuales, en porcentaje*)

	Variable objetivo	1993		1994		1995
		Objetivo	Resultado	Objetivo	Resultado	Objetivo
Alemania	M3	4,5-6,5	7,5	4-6	5,7	4-6
Grecia	M3	9-12	15,0	8-11	8,1	7-9
España	ALP	4,5-7,5	8,6	-	-	-
Francia	M3 ^(a)	4-6,5	-2,1	5	1,2	5
Italia	M2	5-7	7,9	5-7	2,9	5
	Variable de referencia	Banda	Resultado	Banda	Resultado	Banda
España	ALP ^(b)	-	-	3-7	8,2	<8
Reino Unido	M0	0-4	4,5	0-4	5,6	0-4
Unido	M4	3-9	3,3	3-9	5,6	3-9

Fuente: bancos centrales nacionales.

* Cuarto trimestre sobre cuarto trimestre, o diciembre sobre diciembre (UK: marzo sobre marzo).

(a) Objetivo a medio plazo desde 1994.

(b) Objetivo a medio plazo desde 1995.

Otros países que fijan objetivos de agregados monetarios o bandas de referencia experimentaron algunas dificultades para mantenerse en la senda adecuada de crecimiento del dinero a lo largo de 1993 y 1994. En Francia, la tasa de expansión monetaria se volvió negativa en el verano de 1993, ya que las familias, estimuladas por cambios en la fiscalidad, realizaron trasvases significativos desde instrumentos financieros a corto plazo (en especial, fondos de dinero que estaban incluidos en la M3 francesa) hacia bonos del Estado y hacia acciones de compañías privatizadas. Uno de los factores que subyacen al descenso de M3 fue el estancamiento del avance del crédito al sector privado. A lo largo de 1994, se aceleró el crecimiento de M3, si bien se mantuvo claramente por debajo del objetivo a medio plazo. El endeudamiento interno bruto total fue utilizado como indicador monetario complementario a principios de 1994. Su crecimiento se desaceleró sensiblemente en 1994, aunque mantuvo signo positivo debido a la fortaleza de la demanda de crédito de las Administraciones Públicas.

La demanda de dinero en España fue bastante inestable en 1993 y 1994, como consecuencia de los desplazamientos de las carteras en un contexto de continua innovación financiera y de aumento de la incertidumbre en los mercados de bonos. El agregado monetario ALP (activos líquidos en manos del público) rebasó la banda de referencia, tanto en 1993 como en 1994. Este fue también el caso en Italia en 1993, como resultado, en parte, de los superávits de balanza de pagos. A lo largo de 1994, en Italia el agregado monetario amplio (M2) creció en la primera mitad del año por encima de la banda objetivo, pero registró en la segunda mitad una desaceleración acusada, con un crecimiento en el cuarto trimestre claramente por debajo del límite inferior de la banda objetivo establecida para el año. En el Reino Unido, el crecimiento del agregado estrecho (M0) superó ampliamente su banda de referencia en 1994. Este comportamiento estaría relacionado con las reducciones previas de tipos de interés, que provocaron un descenso del coste de oportunidad de las tenencias de dinero, y con un crecimiento relativamente elevado de las ventas al por menor. El crecimiento de la M4 en el Reino Unido se mantuvo cercano al valor medio de su banda de referencia. En Grecia, después de una primera tendencia alcista, el crecimiento monetario comenzó a desacelerarse, evolucionando, hacia finales de año, dentro de la banda objetivo.

Tras las oportunas agregaciones, el crecimiento del agregado monetario amplio de la Unión (M3 armonizada) se desaceleró gradualmente en 1993 y se estabilizó en una tasa de crecimiento medio anual ligeramente por encima del 5,0% en 1994. Esta ralentización de la tasa de expansión monetaria estuvo acompañada de un descenso de los tipos de interés a corto plazo y de una recuperación del crecimiento de la renta nominal en la Unión. En cualquier caso, este comportamiento debe ser analizado en un marco de tendencias divergentes a nivel individual de países.

Otros indicadores monetarios

Los tipos de interés reales a corto plazo en la Unión, medidos como diferencia entre el tipo de interés nominal de mercado y la tasa de crecimiento de la inflación en los doce últimos meses, se mantuvieron en 1993 inusualmente altos, considerando el estadio del ciclo económico. Tomada la UE en conjunto, los tipos reales, sin embargo, descendieron hasta el 3,5% de agosto de 1994 desde el máximo en otoño de 1992 del 8%. Se observó, asimismo, un ligero aumento en los tipos de interés reales a corto plazo, asociado al fuerte repunte de la actividad económica.

La curva de rendimientos mostró un cambio significativo durante 1993 y 1994, desde una pendiente negativa a otra positiva en todos los Estados miembros (manifestándose estos cambios de manera temprana en Italia y el Reino Unido), si bien, en contraposición a la experiencia histórica, la recuperación económica en la Europa continental tuvo lugar incluso después de que la curva de rendimientos se tornase positiva. El cambio reflejó inicialmente la relajación gradual de las condiciones monetarias, destacada anteriormente, y previa al rápido ascenso de los tipos de interés a largo plazo, que se convirtió posteriormente en el elemento dominante.

A pesar de que en unos cuantos países los mercados inmobiliarios se mostraron alcistas, los precios de los activos en general se mantuvieron deprimidos en 1994 y, por consiguiente, no ofrecieron motivos de preocupación respecto a la inflación (véase sección 2.3). Sin embargo, los precios de los futuros de tipos de interés a corto plazo sí apuntaron mayor preocupación acerca de las perspectivas de inflación. En el primer trimestre de 1994, los futuros sobre tipos de interés a tres meses del euro-marco registraron un cambio reflejando las expectativas desde una posible relajación futura a un endurecimiento de la política monetaria en Alemania. Los futuros a tres meses de la libra esterlina indicaron un cambio incluso más acusado en los tipos de interés a corto esperados. En cualquier caso, estas expectativas implícitas deberían tomarse con precaución, dado que los contratos de futuros parece que tienden a sobre-reaccionar a las informaciones nuevas y, asimismo, podrían reflejar un aumento de la prima de riesgo como resultado del aumento de la incertidumbre en los mercados financieros en general.

Cambio y continuidad en las estrategias de política monetaria

Después de la ampliación de las bandas de fluctuación del Mecanismo de Cambios del SME, que tuvo lugar el 2 de agosto de 1993 (véase sección 2.1), los bancos centrales de los países participantes tenían, en principio, la oportunidad de utilizar el mayor margen de maniobra para instrumentar políticas monetarias con un menor énfasis en el tipo de cambio. Muchos observadores vieron entonces esta posibilidad como una solución al dilema de política económica percibido en varios países, que consistía en la necesidad de mantener los tipos de interés a corto plazo a un nivel que no era consistente con la debilidad del crecimiento económico y con la inflación baja o en descenso, ni era el adecuado teniendo en

Recuadro 2 Diferencias en los procesos de transmisión monetaria

Un banco central, como suministrador monopolístico de base monetaria, está en disposición de influir decisivamente, si no de controlar, los tipos de interés del mercado monetario mediante el establecimiento de las condiciones de inyección y de drenaje de liquidez. Los mecanismos diversos a través de los que los tipos de interés oficiales o básicos se transmiten tanto al gasto como a la inflación conforman el proceso de transmisión monetaria. Si bien existen amplias similitudes entre los mecanismos de los países de la UE, las diferencias en los procesos de transmisión entre países suponen que los cambios en los tipos de interés afectan de forma diferente a los precios y al gasto entre los Estados miembros. En la segunda fase, las diferencias en los procesos de transmisión podrían convertirse en una fuente de conflictos de políticas entre los Estados miembros, si la política de tipo de interés necesaria para mantener estable el tipo de cambio fuera diferente de aquella que se juzgara compatible con los objetivos internos. Asimismo, como se ha expuesto en el capítulo II, aquellos procesos tendrán implicaciones importantes para la Unión Monetaria futura.

Algunas de las áreas de divergencia entre los Estados miembros son las siguientes:

- La importancia relativa de la financiación a largo plazo a tipos fijos frente a la de tipos variables o a corto plazo.
- El tamaño y la composición de las cuentas financieras de los sectores no financieros.
- El nivel de apertura de la economía y la importancia del mecanismo de tipo de cambio.
- La velocidad con la que los tipos de los tipos oficiales se transmiten a los tipos activos y pasivos bancarios.
- Diferencias en el mecanismo de formación de salarios y precios.

Cuando existen divergencias en estas áreas, pueden sobrevenir ciertos problemas de política monetaria. La política monetaria podrá tener un efecto más intenso, dada una determinada composición de las cuentas financieras del sector privado, si predomina la financiación a tipos de interés a corto plazo o variables en el sector privado. En la UE, la financiación a tipos a corto resulta de poca importancia, tanto en familias como en empresas no financieras, en Dinamarca, Alemania, Holanda y Suecia; y de alguna importancia en Bélgica, Francia y Austria.

El tamaño y la composición de las cuentas financieras del sector privado influirán en la medida en que estos aspectos afecten realmente a su comportamiento. Una elevada proporción de financiación a corto plazo o a tipo variable (como en el Reino Unido y en Irlanda) contribuye a transmitir los cambios en los tipos oficiales hacia el gasto agregado de forma relativamente rápida e intensa. Incluso con una voluminosa deuda a largo plazo y a tipo fijo sería posible una cierta transmisión si existiera un elevado endeudamiento (como en Suecia).

Si existe una gran proporción a tipo variable o a corto plazo de la deuda del sector público, como en Portugal, Italia y Grecia, supondría que una contracción monetaria podría compensarse bastante rápidamente por la expansión presupuestaria, habida cuenta del aumento de los pagos por intereses sobre el saldo en poder del sector residente. Este efecto variará en función del endeudamiento del sector público (véase cuadro 4). Sin embargo, a medio plazo, debería haber un efecto contractivo, ya que el aumento de los pagos por intereses y la amenaza de una espiral de intereses empujaría al sector público a restringir la política presupuestaria. En este contexto, existe una elevada correlación entre la facilidad de los gobiernos para emitir deuda a largo plazo a tipo fijo y la inflación pasada. Es más: un alto porcentaje de la demanda en moneda extranjera incorpora a través del tipo de cambio una relación entre la política monetaria y la política presupuestaria.

El grado de apertura de los Estados miembros determina, *inter alia*, la velocidad e intensidad de la transmisión de las variaciones en el tipo de cambio, originadas por las acciones de la política monetaria, hacia el gasto y la inflación. En línea con el proceso de integración, la apertura total, y, por tanto, la sensibilidad hacia la evolución exterior, está tendiendo a aumentar en algunos países de la UE. Sin embargo, en la medida en que los Estados miembros han tenido éxito en mantener estable su tipo de cambio frente a la UE, las diferencias en los flujos comerciales fuera de la UE son la mejor medida del alcance de las diferencias en la transmisión vía tipo de cambio. La apertura hacia fuera de la UE es particularmente alta -las importaciones más las exportaciones son superiores al 25% del PIB- en la Unión Belgo-Luxemburguesa e Irlanda, y es significativamente más importante en Alemania y en el Reino Unido que en Francia e Italia.

Recuadro 2 (cont.)

La transmisión puede, asimismo, diferir entre países de la UE según la velocidad con la que se transmiten las variaciones de los tipos del mercado monetario hacia los tipos activos y pasivos bancarios, y porque las diferencias en el comportamiento de los salarios y los precios afectan al grado en el que cambios en los excesos de demanda, derivados de la política monetaria tienen algún efecto sobre el gasto y la inflación.

Mientras que es relativamente fácil detectar diferencias individuales en la estructura, no resulta tan inmediato valorar la medida en la que esas diferencias, cuando están agregadas a nivel macroeconómico, puedan afectar al proceso de transmisión en su conjunto. Los resultados más relevantes que se obtienen de una comparación de simulaciones utilizando modelos macroeconómicos muestran que, entre los cuatro Estados miembros más grandes, la transmisión de los cambios en los tipos de interés oficiales hacia el PIB nominal es más rápida e intensa en el Reino Unido que en Alemania, Francia o Italia. No obstante, pueden descartarse rupturas estructurales en las relaciones empíricas, las cuales podrían cambiar o minar la aplicabilidad de estos resultados a la situación actual.

Algunas de estas diferencias en los procesos de transmisión deberían reducirse en los años venideros como consecuencia del aumento de la convergencia en las tasas de inflación entre los Estados miembros (la cual podría, por ejemplo, estimular la financiación a largo plazo a tipos fijos), así como de los efectos de la creciente competencia internacional y de la integración financiera (que podría hacer más uniforme la transmisión desde los tipos del mercado monetario a los tipos bancarios activos). Asimismo, recientemente ha habido diversos cambios institucionales que han afectado a los mercados financieros y a los mercados laborales (véase recuadro 1). Sin embargo, parece que podrían persistir algunas diferencias en la apertura al exterior y en las posiciones en activos netos, en particular aquellas que surgen de las diferencias de las preferencias de los agentes.

cuenta las diferencias en los procesos de transmisión monetaria (véase recuadro 2). Sin embargo, en líneas generales, dicho dilema no se resolvió restando importancia al papel del tipo de cambio como ancla nominal, lo que confirmó que el Mecanismo de Cambios del SME continuaba funcionando como un marco de coordinación para las políticas monetarias nacionales. En todo caso, en varios países de la UE se produjeron algunos cambios en las estrategias de política monetaria en el período 1993-1994.

Lo que no ha cambiado es el objetivo final de la política monetaria, éste es, la estabilidad de precios, que resulta indispensable para alcanzar un crecimiento económico y un empleo sostenidos. Este objetivo fundamental puede ser definido como la consecución de una tasa de inflación que no distorsione las decisiones de ahorro e inversión de los agentes privados.

Dentro del Mecanismo de Cambios del SME, la fijación de un objetivo intermedio para M3 continuó guiando la actuación del *Bundesbank* en el período 1993-94. Los bancos centrales de la mayoría de países participantes en dicho mecanismo consideraron el tipo de cambio como el principal objetivo intermedio para alcanzar el objetivo final o, en el caso de la *Banque de France*, mantuvieron un objetivo intermedio tanto para el valor de la divisa como para la tasa de crecimiento de M3. Algunos otros países pertenecientes al Mecanismo de Cambios del SME habían considerado, en el pasado, que era útil publicar un objetivo monetario intermedio, con el fin de proporcionar un soporte adicional al objetivo del tipo de cambio. Sin embargo, más recientemente, tuvieron que afrontar la cuestión de cómo adaptar sus estrategias de política monetaria a la desregulación de los mercados financieros, la liberalización de los flujos internacionales de capital, la creciente integración económica y financiera, las distorsiones derivadas de las innovaciones financieras y el nuevo marco del Mecanismo de Cambios del SME.

Los bancos centrales de algunos de los países pertenecientes al Mecanismo de Cambios del SME más grandes y menos abiertos han tendido a ajustar sus prácticas de fijación de objetivos de política monetaria o las han sustituido por alguna alternativa.

Desde 1994, la *Banque de France* fijó un objetivo de crecimiento de M3 a medio plazo del 5% que complementó con la consideración del endeudamiento interno total como un importante indicador de las condiciones financieras. Además, la evolución de los tipos de interés a largo plazo y la balanza de pagos fueron también tenidas en cuenta. Después de la liberalización de los flujos internacionales de capital en febrero de 1992, el *Banco de España* tuvo crecientes dificultades para controlar el principal agregado monetario (ALP). La aparición de nuevos instrumentos financieros (en especial, fondos de inversión) y los frecuentes desplazamientos financieros en las carteras del público se sumaron a los recientes problemas de estabilidad. En estas circunstancias, a partir de 1994, se reconoció que ALP sólo podía proporcionar un marco de referencia cuantitativo para valorar si las condiciones monetarias eran compatibles con el progreso hacia la estabilidad de precios. En 1995, el *Banco de España* sustituyó el objetivo monetario por un objetivo directo de inflación para el medio plazo (véase cuadro 6), reafirmando el compromiso sobre el tipo de cambio y continuando con el seguimiento de diversos indicadores complementarios, entre los que ALP tiene una posición privilegiada. Por último, desde comienzos de 1993, algunas economías más pequeñas y abiertas, como Dinamarca, Holanda y Portugal, decidieron abandonar sus respectivos objetivos intermedios de (la contrapartida interna del) crecimiento monetario.

Cuadro 6 **Objetivos de inflación publicados**
(Variaciones anuales, en porcentaje)

	Variable inflación ^(a)	1993		1994		1995	Objetivo a medio plazo
		Objetivo	Resultado	Objetivo	Resultado	Objetivo	
España	IPC	-	4,6	-	4,7	-	<3 ^(b)
Francia	IPC	-	2,1	≤2	1,6	≤2	≤2
Italia	IPC	4-5	4,3	3,5	3,9	2,5	-
Finlandia	IPCX	-	2,6	-	1,3	2	2
Suecia	IPC	- ^(c)	4,7	- ^(c)	2,2	1-3	1-3
Reino Unido	IPDX	1-4	3,0	1-4	2,4	1-4	1-2,5 ^(d)

Fuente: Datos nacionales.

(a) IPC = Índice de precios de consumo. IPCX = IPC, excluyendo el efecto de los impuestos indirectos, subsidios y gastos de inversión en vivienda. IPMX = índice de precios al por menor, excluyendo los pagos por intereses de préstamos hipotecarios.

(b) Objetivo para 1997.

(c) El objetivo de inflación para 1993 y 1994 fue impedir el incremento de la tasa de inflación subyacente.

(d) Hasta el fin del actual período parlamentario (Abril de 1997, como fecha más tardía).

Los países que abandonaron el Mecanismo de Cambios del SME en 1992 tuvieron que redefinir sus estrategias de política monetaria de un modo más radical, tratando de encontrar nuevas vías para transmitir al público su compromiso de alcanzar la estabilidad de precios. Con este objetivo, las autoridades monetarias del Reino Unido desarrollaron un marco de política monetaria centrado en torno a un objetivo directo de inflación (véase cuadro 6). Las decisiones sobre los tipos de interés se basan en una cuidadosa valoración de las perspectivas de inflación a medio plazo, teniendo en cuenta toda la información contenida en los indicadores disponibles, que incluyen los agregados monetarios estrechos y amplios (para los que se ha fijado una banda de referencia), el tipo de cambio efectivo y los precios de los activos. En Italia, un objetivo monetario cuantitativo adquirió importancia tras la flotación de la lira, aunque se controla en combinación con otros indicadores, en especial, un agregado crediticio y el tipo de cambio. Sin embargo, frente al clima de turbulencia registrado recientemente en los mercados crediticios y financieros, que afectó al crecimiento de M2 e hizo su interpretación más confusa, la *Banca d'Italia* decidió anunciar para 1995 un objetivo

de referencia para M2 del 5% y utilizar diversos indicadores de las presiones inflacionistas futuras, entre los que el tipo de cambio continuará desempeñando un papel importante.

El *Banco de Grecia* fijó un objetivo intermedio para el crecimiento de M3, consistente con una tasa de inflación descendente. Además, siguió una política de tipo de cambio no acomodaticia, permitiendo que la depreciación efectiva sólo compensara parcialmente la mayor inflación registrada frente a los competidores extranjeros. Tras la liberalización gradual de los movimientos de capitales, que fue completada en mayo de 1994, el objetivo de tipo de cambio adquirió mayor relevancia, al tiempo que se restó énfasis al objetivo monetario.

Entre los nuevos miembros de la UE, Austria ha mantenido tradicionalmente un estrecho vínculo con el marco alemán, que ha desempeñado el papel de ancla nominal, mientras que Suecia y Finlandia anunciaron objetivos de inflación explícitos después de tomar la decisión de dejar flotar sus divisas.

Adecuación de las políticas monetarias en la UE

La adecuación del tono de la política monetaria no puede ser valorada de forma apropiada en un análisis general de la Unión, sino que se requiere un examen individual de los distintos países. Las razones para ello están claras. Primero, los bancos centrales nacionales son todavía responsables de la política monetaria en la segunda fase. Segundo, además de diferencias cíclicas, persisten diferencias estructurales entre los países de la UE -que, por ejemplo, afectan a los mecanismos de transmisión monetaria (véase recuadro 2)- que probablemente sólo se reducirán muy lentamente. En consecuencia, los bancos centrales deberán enfrentarse, por el momento, a unos marcos operativos diferentes.

En Alemania, las condiciones económicas en 1993-94 permitieron que el *Bundesbank* pudiera continuar con la política de cuidadosa reducción de los tipos de interés oficiales, que había iniciado en septiembre de 1992. Las mejores perspectivas de inflación -a las que contribuyeron de forma notable la fortaleza del marco alemán, los proyectos de consolidación presupuestaria y la conclusión de moderados acuerdos salariales- proporcionaron una importante justificación a dicho proceso. Además, la persistente disminución de los tipos de interés a largo plazo en 1993 y comienzos de 1994 parecía confirmar que los mercados financieros confiaban en que la inflación, en un plazo más largo, tendería a reducirse. Si bien la tasa de crecimiento de M3 excedió la banda objetivo durante un largo período, una parte sustancial de dicho exceso se consideró como un fenómeno transitorio, relacionado con factores excepcionales, que no apuntaba hacia una inflación más elevada en el futuro. En todo caso, dada la dificultad de valorar las condiciones monetarias subyacentes, la política de tipos de interés se instrumentó con prudencia, con el fin de no poner en peligro la credibilidad y no añadir incertidumbre a los mercados financieros. En retrospectiva, el *Bundesbank* logró desacelerar la expansión monetaria al nivel marcado en los objetivos y reducir la inflación, al tiempo que preservó la credibilidad de su estrategia de fijación de objetivos monetarios y no puso en peligro la recuperación económica.

Existe alguna evidencia de que los bancos centrales de otros países de la UE han ganado credibilidad en los mercados financieros durante los dos últimos años, como consecuencia de su determinación para mantener un tono de política monetaria antiinflacionista. En la última parte de 1993 y comienzos de 1994, los bancos centrales de los países pertenecientes al Mecanismo de Cambios del SME redujeron los tipos de interés oficiales de forma prudente, consiguiendo reducir los diferenciales en los tipos a corto plazo frente a Alemania, sin que se produjeran tensiones cambiarias en casi todo el período. Además de los avances realizados en la aproximación de las tasas de inflación, la sincronización en el ritmo de recuperación económica parece también haber desempeñado un papel favorable a este respecto. Por otro lado, se han producido algunos períodos de

inestabilidad cambiaria, relacionados normalmente con fenómenos de incertidumbre política nacional, que impulsaron al alza transitoriamente los diferenciales de los tipos a corto plazo. Además, los diferenciales de los tipos a largo plazo frente a Alemania tendieron a crecer a lo largo de 1994, lo que sugeriría, entre otras cosas, la persistencia de algunos problemas económicos subyacentes (véase sección 2.2).

Fuera del Mecanismo de Cambios del SME, la credibilidad de las autoridades monetarias del Reino Unido ha aumentado como consecuencia de la resolución con la que aumentaron los tipos de interés dos veces en 1994, con el fin de alejar posibles riesgos inflacionistas. Como ya se mencionó anteriormente, a la hora de valorar los riesgos de inflación, las autoridades del Reino Unido hacen uso de una amplia gama de indicadores, combinándolos para producir una previsión de inflación para los siguientes dos años, basada en la hipótesis de ausencia de medidas de política económica. Cuando esta previsión reveló una creciente probabilidad de que no se iba a cumplir la banda objetivo fijada para el final de la presente legislatura (1-2,5%), se juzgó justificado un aumento temprano en los tipos de interés oficiales -aunque la tasa de inflación registrada era la menor de los últimos 27 años. En Italia, se adoptó una política monetaria más restrictiva como consecuencia de algunas señales que sugerían un aumento de la inflación. Al igual que en Grecia, las autoridades monetarias tuvieron que soportar la influencia negativa de los desequilibrios presupuestarios, que impidió la instrumentación de una combinación adecuada de las políticas económicas.

En resumen: la incertidumbre creada por la crisis del Mecanismo de Cambios del SME en 1992-93 exigió que la política monetaria continuara proporcionando un soporte de credibilidad para alcanzar la estabilidad nominal. De esta forma, la política de tipos de interés tuvo que instrumentarse con las debidas cautelas, sin aceptar riesgos innecesarios, especialmente porque no estaba claro, en muchos países, si la política presupuestaria y los salarios iban a estar orientados también hacia la estabilidad. El restablecimiento de la estabilidad en el Mecanismo de Cambios del SME, junto con la notable desaceleración de la tasa de inflación en la Unión, puede considerarse como una evidencia, en primera instancia, de que la política monetaria instrumentada en cada uno de los países, individualmente, y en la Unión, en su conjunto, fue, en líneas generales, la adecuada. La sección 4.1 de este capítulo vuelve a considerar el concepto de adecuación de las políticas monetarias de cara al futuro.

Recuadro 3 La situación económica de los nuevos Estados miembros de la UE

Austria, Finlandia y Suecia se adhirieron a la Unión Europea el 1 de enero de 1995, como resultado de la respuesta positiva al referéndum celebrado el 12 de junio, el 16 de octubre y el 13 de noviembre de 1994, respectivamente.

Al igual que en la mayoría de países de la UE, el crecimiento de la economía austriaca repuntó en 1994 después de estancarse en 1993, mientras que la inflación en términos de precios de consumo disminuyó. Las cuentas financieras del sector público parecen estar menos desequilibradas que las del resto de los nuevos países miembros, aunque todavía necesitan mejorar para alcanzar los valores de referencia del tratado de Maastricht en materia de finanzas públicas.

Las economías finlandesa y sueca están en una fase de recuperación tras graves recesiones, y experimentaron tasas positivas de crecimiento en 1994 después de sufrir caídas en la producción en los años anteriores. La gravedad de la recesión finlandesa se debió principalmente a la pérdida de mercados de exportación, producto del colapso de la Unión Soviética. En ambos países, el crecimiento de las exportaciones ha contribuido a sacar a las economías de la recesión tras depreciaciones sustanciales del tipo de cambio. En ambos también se alcanzaron niveles destacables de déficit público a consecuencia del crecimiento en las prestaciones de desempleo que actuaron como estabilizadores automáticos. En Suecia, el plan de reforma fiscal aprobado por el Parlamento en 1989/90, plenamente efectivo desde 1991, contribuyó a aumentar los déficit. En los últimos años, los déficit han conducido a Finlandia y Suecia a experimentar aumentos considerables en la deuda pública. La crisis bancaria de principios de los noventa y el apoyo prestado por los gobiernos también contribuyeron a aumentar la deuda pública. Además, los tipos de interés a largo plazo estuvieron por encima de la media de la UE en Finlandia y Suecia, a pesar de sus reducidas tasas de inflación. La inflación en Suecia alcanzó un mínimo en la primavera de 1994. Para contrarrestar las posteriores presiones inflacionistas, el *Sveriges Riksbank* subió los tipos oficiales de interés en otoño de 1994. En Finlandia, el *Suomen Pankki* subió 50 puntos básicos su tipo de referencia en diciembre de 1994.

Principales indicadores económicos de los nuevos Estados miembros de la UE

		PIB real (a)	Inflación (b)	Tipo de cambio efectivo nominal (1991=100)	Tipos de interés a largo plazo ^(c)	Capacidad (+)/ necesidad de financiación (-) de las Administraciones Públicas ^(d)	Deuda bruta de las Administraciones Públicas ^{(d)(e)}
Austria	1993	-0,3	3,6	103,2	6,8	-4,1	63,5
	1994	2,8	3,0	103,8	7,0	-4,4	65,0
	1995	3,1	2,5	105,0	...	-4,9	...
Finlandia	1993	-2,6	2,2	75,0	8,8	-7,2	61,8
	1994	3,7	1,1	81,2	9,1	-4,7	70,0
	1995	5,0	2,0	85,8	...	-5,0	76,0
Suecia	1993	-2,1	4,7	81,1	8,6	-13,3	74,4
	1994	2,2	2,4	80,2	9,5	-11,7	81,0
	1995	2,7	2,9	80,5	...	-9,6	...

Fuentes: Comisión Europea (PIB real, capacidad o necesidad de financiación de las Administraciones Públicas, deuda bruta de las Administraciones Públicas); datos nacionales (inflación- IPC -, tipos de interés a largo plazo); OCDE (tipos de cambio efectivos). Los datos de 1995 han sido obtenidos de la Comisión Europea (Previsión Otoño 1994). Los datos pueden ser revisados.

(a) Variaciones anuales, en porcentaje. (b) Tasas de variación anuales. (c) Medias anuales, en porcentaje. (d) Porcentaje con respecto al PIB. (e) Los datos no se corresponden completamente con las definiciones del Tratado de Maastricht.

Recuadro 3 (cont.)

Todos los nuevos países de la UE se han convertido también en miembros del Sistema Monetario Europeo, pero sólo Austria ha decidido entrar en el Mecanismo de Cambios a partir de enero de 1995. El chelín austriaco ha mostrado un elevado nivel de estabilidad cambiaria durante largo tiempo en relación con el marco alemán. Finlandia y Suecia abandonaron su política de ligar sus monedas a la evolución del ECU en otoño de 1992, después de un período de importantes presiones sobre el marco finlandés y la corona sueca. Una vez decidida la flotación de sus monedas, las autoridades de ambos países adoptaron un nuevo diseño para la política monetaria, basado en objetivos de inflación, sin que el tipo de cambio fuera un objetivo intermedio. Como consecuencia de los actuales desequilibrios macroeconómicos de las economías sueca y finlandesa, las autoridades de estos países han decidido retrasar su participación en el Mecanismo de Cambios. La ampliación del número de miembros del Sistema Monetario Europeo y del Mecanismo de Cambios no comportó ninguna modificación en la parrilla de paridades ni en la composición de la cesta del ECU, composición invariable, según el Tratado.

3.3 La combinación de políticas macroeconómicas

El mantenimiento de la estabilidad de precios requiere la cooperación y el apoyo de la política presupuestaria con el objetivo de promover una combinación equilibrada de políticas. En este contexto, el trabajo de las autoridades monetarias no ha sido fácil en los últimos años, y se ha complicado con los crecientes déficit públicos y la elevada deuda pública en muchos de los Estados miembros.

Primero, unas necesidades de financiación persistentemente elevadas ponen en duda la sostenibilidad de una política monetaria no acomodaticia, induciendo expectativas de mayor inflación y de depreciación del tipo de cambio. Es posible que los agentes incorporen tales expectativas en sus negociaciones de precios y salarios. Segundo, un volumen creciente de deuda pública derivado de tales déficit origina tensiones en los mercados de capitales y conduce a que la orientación de la política presupuestaria sea más sensible a las fluctuaciones en los tipos de interés, lo que dificulta la tarea de los bancos centrales.

La política presupuestaria llevada a cabo en la Unión generó, a principios de los noventa, un entorno que no fomentaba la estabilidad de los precios. Dada la falta de avances en términos de consolidación presupuestaria, la política monetaria estaba sobrecargada. Los bancos centrales no tuvieron otra opción que mantener una orientación no acomodaticia, fijando tipos de interés a corto plazo a niveles más elevados y por más tiempo de lo que hubiera sido necesario en el caso en que la política presupuestaria hubiera proporcionado más apoyo. Retrospectivamente, la combinación desequilibrada de políticas mantuvo la inflación a niveles demasiado elevados durante demasiado tiempo, y en ningún caso ha sido óptima para el crecimiento económico. Si la confianza en el diseño de la política monetaria se hubiera dado junto a una política presupuestaria más adecuada, los resultados para la inflación y la actividad podrían haber sido mejores.

4. Perspectivas y retos

A la hora de analizar los factores que con mayor probabilidad influirán sobre las políticas monetarias de 1995, es importante considerar las perspectivas económicas en sentido amplio para 1995, y, a la luz de las mismas, la política monetaria adecuada para la UE en su conjunto, antes de pasar a evaluar los principales retos, a saber: la incertidumbre sobre las previsiones de las principales variables, el mantenimiento de la estabilidad cambiaria, la evolución del mercado de bonos y las cuestiones relativas a la política

presupuestaria. Debe señalarse que, también en esta parte, las menciones que se hacen a la Unión o a la UE se refieren a la Comunidad de doce miembros. En el recuadro 3, se presenta información básica sobre los nuevos países miembros.

4.1 Perspectivas

Perspectivas económicas a corto plazo

De acuerdo con las previsiones más recientes de la Comisión Europea, la OCDE y el FMI, la evolución del sector real de la economía de los países no pertenecientes a la Unión seguirá constituyendo un estímulo para la recuperación europea. Se espera que el crecimiento en Estados Unidos se sitúe en torno al 3% en 1995, mientras que, al mismo tiempo, la economía japonesa está entrando en una fase de recuperación, con un crecimiento previsto del 2,5% en 1995. Todavía no está claro si los daños causados por el terremoto de Kobe retrasarán la recuperación ni en qué medida lo harán. En otras áreas, especialmente en el sudeste asiático, se espera que continúe el crecimiento económico. Por otra parte, el comercio mundial crecerá aproximadamente un 6%. Por lo que respecta a la incidencia de factores externos sobre la inflación, se prevé un aumento continuado de los precios de todos los bienes comerciables. El impacto de esta evolución sobre los precios en la Unión dependerá también de la evolución de los tipos de cambio en 1995.

Cuadro 7 Previsiones de los principales datos económicos de la UE
(Variaciones anuales, en porcentaje)

	1995			1996	
	CE	OCDE	FMI	CE	OCDE
PIB real	2,9	3,0	2,9	3,2	3,2
Inversión ^(a)	5,7	5,3	4,9	6,3	5,9
Empleo	0,8	0,9	0,7	1,1	1,1
Deflactor del PIB	2,8	2,5	2,7	3,0	2,6
Déficit de las Administraciones Públicas ^(b)	-4,7	-5,1	-5,1	-3,9	-4,2
Balanza por cuenta corriente ^(b)	0,5	0,5	...	0,6	0,6

Fuentes: Comisión Europea, OCDE, FMI.

(a) Crecimiento real de la formación bruta de capital fijo.

(b) Como porcentaje del PIB, datos de Cuentas Nacionales de la Comisión Europea.

Las perspectivas económicas en 1995 para los países de la UE deben analizarse en relación con lo ocurrido en 1994, con unas tendencias cada vez más favorables, al acelerarse la actividad económica y detenerse el crecimiento de las tasas de paro.

De acuerdo con las previsiones de la Comisión Europea, el FMI y la OCDE (véase cuadro 7), se espera que la actividad se reactive en toda la UE de doce miembros, con un crecimiento del PIB real medio cercano al 3%. Se prevé una notable sincronización del crecimiento; sólo en Irlanda y Dinamarca (así como en Finlandia) se espera que la actividad crezca un poco por encima de la media, mientras que para Grecia las previsiones apuntan hacia el mantenimiento de un crecimiento relativamente lento. En cuanto a la composición del crecimiento, se espera que el comercio neto -especialmente el aumento de las exportaciones- continúe siendo uno de los mayores impulsos. Dada la mejoría de las expectativas empresariales, se espera que la actividad inversora se expanda fuertemente en 1995. El consumo privado, que se mantuvo deprimido en 1994, será con toda probabilidad más boyante, puesto que la confianza de los consumidores ha mejorado en los últimos meses y el

aumento en las tasas de paro se ha detenido. Por otra parte, el consumo puede verse afectado negativamente por los aumentos impositivos ya anunciados o que van a entrar en vigor en muchos países.

Como consecuencia de la importancia dominante de la demanda exterior, se espera que tanto el saldo comercial como el de la balanza por cuenta corriente de la Unión en su conjunto sigan mejorando en 1995. Entre los países individuales, destaca la mejoría de la balanza por cuenta corriente esperada para Italia en 1995, aunque se prevé cierto deterioro en Dinamarca, como consecuencia del fuerte aumento de la demanda nacional.

En el conjunto de la Unión, se espera una ligera desaceleración de la inflación de 1994 hasta justo por debajo del 3% en 1995. En cuanto al crecimiento efectivo, se espera una convergencia adicional de las tasas de inflación: las previsiones sugieren que la inflación se situará en un entorno del 2%-3% en la mayoría de los Estados miembros. Grecia, y en menor medida España, Italia y Portugal, constituirán las principales excepciones.

Un factor clave que explica las previsiones centrales sobre inflación es la evolución esperada de los salarios. Aunque se prevé un repunte de la inflación salarial y de los costes unitarios del trabajo en 1995, es probable que los incrementos en la mayoría de los países se mantengan significativamente por debajo de los registrados en recuperaciones anteriores. En la mayoría de los países, se esperan para 1995 reducciones en las tasas de paro y tasas positivas de crecimiento del empleo. Sin embargo, se prevé que el nivel de paro se mantenga significativamente por encima del que, en este estadio de la recuperación, se ha observado en ocasiones anteriores, lo que constituye una indicación de que el nivel de paro estructural ha aumentado entretanto. Asimismo, se detectan riesgos significativos de inflación, tal como se discute posteriormente.

Las secciones siguientes examinan la política monetaria en el contexto de las previsiones mencionadas anteriormente.

Objetivos monetarios por países

Los objetivos intermedios y finales de las autoridades monetarias para 1995 ya han sido anunciados. Dentro de los respectivos marcos nacionales de política monetaria, todos ellos se encaminan a sustentar el objetivo de estabilidad de precios, tanto en un entorno, como el actual, de recuperación de la actividad económica, como en el medio plazo.

Entre los países del Mecanismo de Cambios del SME, el *Bundesbank* anunció una banda objetivo para M3 del 4%-6%, similar a la adoptada en 1994, que se considera compatible con el crecimiento potencial y la estabilidad de precios. Este objetivo incorpora una tasa de inflación normativa del 2%, junto a un 2,75% de crecimiento de la producción potencial y a una caída del 1% en la tendencia de la velocidad de circulación del dinero. Este objetivo trata también de corregir la mayor parte del excesivo crecimiento monetario que se registró en 1994 en términos medios. Además de sus compromisos cambiarios dentro del Mecanismo de Cambios del SME, la *Banque de France* propuso un objetivo de crecimiento de M3 en el medio plazo del 5% y un tope para la tasa de inflación del 2%, tanto para 1995 como en el medio plazo. El *Banco de España*, además de reafirmar su compromiso con la estabilidad cambiaria, ha fijado un objetivo de inflación por debajo del 3%, que deberá ser alcanzado en 1997. Otros países que forman parte del Mecanismo de Cambios del SME intentan apoyarse exclusivamente en el tipo de cambio para asegurar la estabilidad de precios.

Entre los países que no pertenecen al Mecanismo de Cambios del SME, las autoridades del Reino Unido han reafirmado su objetivo de mantener la inflación dentro de la banda del 1%-4% con la intención de situarse en la mitad inferior de dicha banda hacia abril

de 1997 a más tardar. La *Banca d'Italia* instrumentará la política monetaria con el fin de conseguir el objetivo de inflación del gobierno para 1995, que se fijó en el 2,5% a finales de septiembre de 1994.

Si surgieran señales de presiones inflacionistas en los Estados miembros a medida que el crecimiento se fortalezca, y dados los retrasos con que la economía responde a la política monetaria, es importante que ésta se torne más restrictiva en una fase temprana. Esto se aplica a todos los Estados miembros; además, se requiere una particular vigilancia en aquellos países en los que la inflación es relativamente elevada y, por tanto, la convergencia es incompleta.

La compatibilidad de las políticas monetarias nacionales y las condiciones monetarias en la Unión

Para los países que otorgan prioridad a la estabilidad de los tipos de cambio, las políticas monetarias nacionales pueden valorarse como compatibles si contribuyen a la convergencia hacia la estabilidad de precios sin que surjan presiones cambiarias importantes. Para otros países, parece más relevante definir las políticas monetarias nacionales como compatibles si promueven la convergencia hacia la estabilidad de precios.

Según estos criterios, los objetivos de política monetaria pueden considerarse compatibles, en líneas generales, en 1995. Sin embargo, en el momento de redactar este Informe, se mantienen todavía algunas diferencias cíclicas. Además, algunas economías han comenzado la recuperación con unas brechas de producción más estrechas que otras y con tipos de interés de mercado más altos.

En la situación actual, las diferencias estructurales suponen probablemente una amenaza mayor para la compatibilidad de las políticas monetarias que los aspectos cíclicos. Desde luego, las diferencias estructurales entre los Estados miembros (en los niveles y en las estructuras de la deuda pública y de la privada, las tasas de paro, tasas de inflación, etc.) definen entornos diferentes en los que los bancos centrales nacionales han de operar (véase recuadro 2). En este contexto, la evolución adversa de algunos indicadores, como la falta de consolidación en países con una situación presupuestaria crítica, podría afectar a la estabilidad de los tipos de cambios en dichos países. A más largo plazo, la compatibilidad de las políticas monetarias se puede alcanzar más fácilmente a medida que la convergencia estructural avance.

Por lo que respecta a las implicaciones del aumento de los tipos de interés a largo plazo durante 1994 para la compatibilidad de las políticas monetarias, hay que destacar que el impacto de un aumento de los tipos a largo plazo difiere entre los distintos países, dependiendo, de nuevo, de la estructura financiera de sus economías. Algunos países en los que el aumento en los rendimientos de los bonos ha sido especialmente acusado tienen sectores privados cuyo endeudamiento a largo plazo a tipos fijos es relativamente reducido, por lo que la importancia de unos mayores tipos a largo es menor. Este es el caso de España e Italia. En todo caso, una diferenciación más pronunciada de los tipos de interés a largo de los países podría ser fuente de problemas de compatibilidad, puesto que ello podría afectar negativamente a la inversión y a la producción potencial en el medio plazo, al tiempo que complicaría el proceso de consolidación presupuestaria, particularmente en aquellos países con un elevado nivel de deuda pública.

4.2 Desafíos para el futuro

Riesgos inflacionistas en el horizonte económico

Las previsiones centrales de inflación resultan favorables teniendo en cuenta la fortaleza de la recuperación. Esto está relacionado, en cierta medida, con la recesión anterior, que ha generado una amplia "brecha" de la producción en varios países. En algunos de ellos, se espera que en 1995 el crecimiento efectivo del PIB sea inferior o solo ligeramente superior al crecimiento potencial, lo que supone que la "brecha" de la producción se está reduciendo lentamente. En otros países, parece ser ya bastante estrecha. Sin embargo, es difícil realizar una valoración exacta del ritmo de recuperación de la actividad. La producción potencial puede haber sido afectada por el aumento del paro estructural y por la baja inversión; además, la existencia de algunos cuellos de botella en sectores determinados de la economía podría conducir a aumentos de precios. Por el contrario, la mayor flexibilidad en el uso del capital en relación con el pasado podría esgrimirse como argumento para atenuar la preocupación por el efecto inflacionista del estrechamiento de las "brechas" de la producción.

El comportamiento de los salarios es un elemento importante de incertidumbre en las perspectivas de inflación. Después de dos años de aumentos salariales moderados, existe riesgo de que se produzca una mayor presión de los salarios tras la recuperación económica. Por otro lado, el paro es elevado y en algunos países la flexibilidad salarial puede haber aumentado como consecuencia de acuerdos recientes entre los agentes sociales y/o de reformas en el mercado de trabajo.

El éxito de la instrumentación de políticas orientadas a la estabilidad puede, por otra parte, peligrar a causa del funcionamiento del mercado de trabajo. Existe una amplia evidencia de que el nivel de desempleo estructural ha continuado creciendo en los últimos años, lo que significa que la recuperación cíclica sólo podrá resolver una parte del problema del paro. En consecuencia, aunque las tasas de paro son elevadas, no puede darse por descontado que se vaya a mantener la moderación salarial, dado que los países podrían enfrentarse rápidamente con estrangulamientos y con escasez de trabajadores cualificados. Además, si en un período de auge económico la tasa de paro se mantuviera en un nivel elevado, existiría el riesgo de perder el apoyo público a las políticas cuyo objetivo es alcanzar y mantener la estabilidad de precios. La solución al problema del paro estructural exige medidas de oferta dirigidas, principalmente, a atacar las rigideces del mercado de trabajo. Resulta, por tanto, fundamental avanzar en este campo para asegurar la estabilidad de precios.

Las perspectivas de inflación de aquellos países cuyas monedas se han depreciado en los últimos años incorporan riesgos adicionales. Por el momento, el efecto de la depreciación sobre los precios de consumo ha sido menor del que podría haberse esperado teniendo en cuenta la experiencia pasada. Sin embargo, dado que la depreciación de los tipos de cambio ha generado una reducción de la renta real, existe el riesgo de que aquellos que han sufrido dicha pérdida traten de utilizar el actual entorno económico más favorable para mejorar su renta.

Las presiones inflacionistas pueden también provenir de fuera de la Unión. Por ejemplo, el aumento en los precios de las materias primas podría convertirse en una seria fuente de preocupación.

Mantenimiento de la estabilidad cambiaria en el Mecanismo de Cambios del SME

La ampliación de las bandas cambiarias en agosto de 1993 ha conseguido el objetivo deseado de reducir la incidencia de las "apuestas unidireccionales" sobre los tipos de cambio, generando, por el contrario, un riesgo en dos direcciones para los especuladores. A medida

que se avanza en la convergencia de la inflación hacia niveles más bajos, asegurándose de que las posiciones competitivas no se desalinean bruscamente, existirá una mayor garantía de limitación de las tensiones cambiarias en el futuro. Además, la mayor convergencia esperada de las tasas de crecimiento en 1995 reducirá las tensiones entre las economías que están creciendo más lentamente y aquellas con una recuperación más rápida: tensiones que en 1992 generaron un conflicto entre los objetivos internos y externos de algunos países del primer grupo. De forma más general, los avances sostenidos en el proceso de convergencia y el optimismo que rodea las perspectivas económicas aumentan la consistencia de la política económica.

Sin embargo, hay que tener en cuenta que ha habido períodos de tensión cambiaria, en particular, durante los últimos meses de 1994. Estos episodios han mostrado cómo los mercados siguen atentos a cualquier señal que sugiera un conflicto de políticas, especialmente en países con una elevada deuda pública y/o incertidumbres políticas.

Implicaciones para la política monetaria de la evolución en los mercados de bonos

Siguiendo la discusión de la sección 2.2, las implicaciones que deben extraerse para 1995 de los recientes acontecimientos en el mercado de bonos dependen de la medida en que los aumentos en los tipos de interés a largo plazo fueron causados por un aumento de las expectativas de inflación, por tipos de interés reales más elevados o por una creciente incertidumbre.

En la mayoría de los países de la UE, parece que el aumento generalizado en los tipos de interés a largo plazo no denota un repunte inmediato de la inflación y, por tanto, una respuesta de la política monetaria sería inadecuada. Sin embargo, en países en los que los riesgos de inflación son más inmediatos, se requiere un tono monetario más restrictivo.

El aumento en los tipos de interés a largo plazo es probablemente debido, hasta cierto punto, al aumento en los tipos de interés reales mundiales, que reflejan unas perspectivas de crecimiento más favorables a un nivel global y, por tanto, no parecen exigir ninguna reacción de la política económica. Sin embargo, en la medida en que el aumento en los tipos de interés reales también genere una expulsión de la inversión privada, como consecuencia de los déficit públicos actuales y previstos, ello constituye un obstáculo para la actual recuperación económica y podría reducir las perspectivas futuras de crecimiento.

Las diferencias entre países en las variaciones de los tipos de la deuda muestran las preocupaciones de los mercados, especialmente en lo que respecta a la situación presupuestaria, así como su creciente atención a la experiencia histórica en relación con la estabilidad del tipo de cambio y de los precios. Además del efecto expulsión mencionado anteriormente, la preocupación principal en relación con la política presupuestaria parece centrarse en la crecida incertidumbre sobre la sostenibilidad de la situación de las finanzas públicas y en el temor a una relajación del tono antiinflacionista de la política económica. En consecuencia, la respuesta apropiada a los aumentos de los tipos de la deuda es una política presupuestaria más restrictiva. Para reducir la incertidumbre, la política monetaria deberá orientarse a asegurar la credibilidad a largo plazo del marco antiinflacionista.

Perspectivas de la política presupuestaria

Según las estimaciones de la Comisión, el déficit público en la Unión, en términos medios, se redujo 0,4 puntos en 1994 para situarse en el 5,6%. En 1995, se esperan disminuciones de los déficit en casi todos los países de la Unión, lo que colocará la media de la UE en el 4,7%, aunque sólo unos pocos países estarán por debajo del valor de referencia del 3% (véase cuadro 8). La mejora de 1995 será debida, en gran parte, a factores cíclicos, si

bien se prevén, asimismo, algunos avances en la corrección del déficit estructural. Pese a ésto, los déficits estructurales se mantendrán probablemente en un nivel elevado en muchos países, al tiempo que las previsiones a más largo plazo apuntan a que los déficits públicos en varios países serán altos, con independencia de la consolidación de la recuperación. Los ratios de deuda pública probablemente empeorarán, por término medio, pasando del 69% sobre el PIB en 1994 al 73% en 1995. Entretanto, si los tipos de interés reales y la tasa de crecimiento se mantienen en sus niveles actuales, el objetivo de estabilizar la ratio de deuda podría ser más difícil de alcanzar, en especial, en países donde la deuda viva alcanza niveles excepcionalmente altos.

Cuadro 8 Finanzas públicas en los Estados miembros de la UE
(Previsiones para 1995-96; como porcentaje del PIB)

	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de las Administraciones Públicas		Deuda bruta de las Administraciones Públicas	
	1995	1996	1995	1996
Bélgica	-4,7	-4,0	138,7	136,0
Dinamarca	-3,0	-2,2	78,0 ^(a)	78,2 ^(a)
Alemania	-2,4	-2,0	59,4	58,9
Grecia	-13,3	-12,9	125,4	128,1
España	-6,0	-4,7	65,8	66,1
Francia	-4,9	-3,9	53,4	55,6
Irlanda	-2,0	-1,5	83,7	79,1
Italia	-8,6	-7,9	126,8	128,6
Luxemburgo	1,6	2,0	9,8	9,9
Holanda	-3,5	-2,7	78,8	78,0
Portugal	-5,8	-4,8	71,7	72,3
Reino Unido	-4,6	-3,4	52,4	53,1
UE-12 ^(b)	-4,7	-3,9	72,9	73,4

Fuente: Servicios de la Comisión Europea, a partir de datos presentados por los Estados miembros, previsiones del otoño de 1994 de la Comisión Europea.

(a) Véase nota a pie de página (e) del cuadro 9. Después del ajuste, el nivel de deuda a final de año previsible será del 54,6% del PIB en 1995 y del 55,2% del PIB en 1996.

(b) Véase nota a pie de página del gráfico 2.

La política presupuestaria ejercerá una influencia fundamental para asegurar la sostenibilidad de una recuperación no inflacionista. Claramente se necesita que los gobiernos de la UE adopten resueltas medidas estructurales de ajuste presupuestario, si bien existe el riesgo de que esos esfuerzos de consolidación no se materialicen en un período en el que la recuperación cíclica tiende a reducir los déficits efectivos. La experiencia de la última parte de los años ochenta, cuando muchos gobiernos relajaron su política presupuestaria ante la coyuntura de fuerte crecimiento económico, debe servir de lección a este respecto. El avance hacia la consolidación presupuestaria es necesario no sólo para resituar a las finanzas públicas en una senda de sostenibilidad y para ayudar a alcanzar unos niveles aceptables de deuda pública, sino también para contribuir a la reducción de los tipos de interés de la deuda. Asimismo, dicho avance resulta esencial para contener las presiones inflacionistas, en una fase del ciclo en la que la actividad se aproxima a su potencial. Sin esfuerzos continuados para reducir la parte estructural del déficit, no es posible lograr un progreso duradero hacia una situación viable de las finanzas públicas, ni una combinación de políticas económicas más equilibrada en el conjunto de la Unión. La consolidación presupuestaria es especialmente importante en aquellos países en los que la política monetaria sufre ya una cierta sobrecarga. A este respecto, es de suma importancia que los compromisos incluidos en

los programas de convergencia sean respetados, y que se preste mayor atención a los efectos distorsionadores de las actuales regulaciones sobre impuestos y cotizaciones a la seguridad social. Las reformas estructurales en el sector público y los patrones de consolidación deberían estar orientados fuertemente hacia la contención del gasto, más que hacia las elevaciones de los impuestos; ésto tendría un impacto positivo en la eficiencia de la economía, contribuyendo a reducir las potenciales presiones inflacionistas y a garantizar un crecimiento sostenible para las economías europeas.

B. PROGRESO HACIA LA CONVERGENCIA

1. Papel del IME en la evaluación de la convergencia

El Tratado constitutivo de la Comunidad Europea exige a los países que vayan a formar parte de la Unión Económica y Monetaria el cumplimiento previo de las condiciones necesarias para la adopción de una moneda única. En el Tratado se asigna al IME un papel importante en la evaluación de la convergencia. El artículo 109j (1) establece que el IME y la Comisión deben elaborar sendos informes al Consejo Europeo centrándose, en particular, en el cumplimiento de un alto grado de convergencia sostenible, según los siguientes criterios:

- El logro de un alto grado de estabilidad de precios, que deberá quedar de manifiesto a través de una tasa de inflación que esté próxima a la de, como máximo, los tres Estados miembros más eficaces en cuanto a la estabilidad de precios.
- Las finanzas públicas deberán encontrarse en una situación sostenible, lo que quedará demostrado en caso de haberse conseguido una situación del presupuesto sin un déficit público excesivo, definido de conformidad con lo dispuesto en el apartado 6 del artículo 104c.
- El respeto, durante dos años como mínimo, sin que se haya producido devaluación frente a la moneda de ningún otro Estado miembro, de los márgenes normales de fluctuación que establece el mecanismo de tipos de cambio del Sistema Monetario Europeo.
- El carácter duradero de la convergencia conseguido por el Estado miembro y de su participación en el Mecanismo de Cambios del Sistema Monetario Europeo deberá verse reflejado en los niveles de tipos de interés a largo plazo".

Los informes de la Comisión y el IME deben tener en cuenta también la evolución del ECU, los resultados de la integración de los mercados, la situación y evolución de las balanzas por cuenta corriente y un examen de la evolución de los costes laborales unitarios y otros índices de precios.

El informe del IME evaluará la convergencia de cada uno de los países, y debe ser presentado a lo largo de 1996.

Además, según establece el artículo 7 de sus Estatutos, el IME debe presentar anualmente un informe al Consejo Europeo, que incluya, entre otras cuestiones, una valoración del progreso hacia la convergencia en la Comunidad. El presente Informe Anual del IME, además de satisfacer los requisitos que establece el artículo 11 de los Estatutos, cumple con las obligaciones especificadas en el artículo 7, por lo que aborda cuestiones de convergencia. Se presenta como un primer paso dado por el IME hacia la preparación de un informe completo que responda a las cuestiones planteadas en el artículo 7, que estará disponible al finalizar el año actual.

El núcleo de esta sección utiliza los análisis de precios, evolución de las finanzas públicas, tipos de cambio y tipos de interés a largo plazo realizados en las secciones anteriores, y los pone en perspectiva bajo la óptica de la convergencia. Los datos se presentan en el cuadro 9. En futuros informes que se elaborarán para cumplir con lo establecido en el artículo 7, se incluirán otros factores que deben ser tenidos en cuenta en la valoración del grado de convergencia sostenible. Dado que los nuevos Estados miembros se adhirieron el 1 de enero de 1995, esta sección sobre convergencia en el período 1993-94 se refiere exclusivamente a los anteriores doce países miembros. Aun cuando los datos estadísticos para una evaluación final de la convergencia en el informe requerido por el artículo 109j (1) serán proporcionados por la Comisión, este Informe utiliza datos procedentes

Cuadro 9 Indicadores económicos y criterios de convergencia del Tratado de Maastricht

		Inflación ^(a)	Tipos de interés a largo plazo ^(b)		Capacidad (+) o necesidad de financiación (-) de las Administraciones Públicas ^{(c)(d)}	Deuda bruta de las Administraciones Públicas ^{(c)(d)}
Bélgica	1993	2,8		7,2	-6,6	138,9
	1994	2,4		7,7	-5,5	140,1
Dinamarca	1993	* 1,3	*	7,3	-4,4	79,5 ^(e)
	1994	** 2,0	**	7,8	-4,3	78,0 ^(e)
Alemania	1993	4,1 ^(f)		6,5	-3,3	# 48,1
	1994	3,0 ^(f)		7,0	# -2,9	# 51,0
Grecia	1993	14,5		23,4	-13,3	115,2
	1994	10,8		20,8	-14,1	121,3
España	1993	4,6		10,2	-7,5	# 59,8
	1994	4,7		10,0	-7,0	63,5
Francia	1993	2,1		6,8	-5,8	# 45,8
	1994	* 1,6	*	7,2	-5,6	# 50,4
Irlanda	1993	** 1,5	**	7,7	# -2,5	96,1
	1994	2,4		7,9	# -2,4	89,0
Italia	1993	4,3		11,3	-9,5	118,6
	1994	3,9		10,6	-9,6	123,7
Luxemburgo	1993	3,6		6,9	# 1,1	# 7,8
	1994	*** 2,1	***	6,4	# 1,3	# 9,2
Holanda	1993	2,6		6,4	-3,3	81,4
	1994	2,7		6,9	-3,8	78,8
Portugal	1993	6,5		10,0	-7,2	66,9
	1994	5,2		10,4	-6,2	70,4
Reino Unido	1993	*** 1,6 ^(g)	***	7,5	-7,8	# 48,3
	1994	2,4 ^(g)		8,1	-6,3	# 50,4

Fuentes: Datos nacionales (inflación-IPC-, tipos de interés a largo plazo); Comisión Europea (capacidad o necesidad de financiación de las Administraciones Públicas, deuda bruta de las Administraciones Públicas y véase también nota a pie de página (e) de este mismo cuadro. Los datos estadísticos a utilizar en la valoración de si los Estados miembros cumplen los criterios de convergencia serán proporcionados por la Comisión Europea.

*, **, *** = Primero, segundo y tercer países con mejores resultados en términos de estabilidad de precios.

= El déficit público no excede el 3% del PIB; la deuda pública no excede el 60% del PIB.

(a) Tasas de variación anuales.

(b) Media anual, en porcentaje.

(c) Como porcentaje del PIB.

(d) En 1994 provisional.

(e) Los datos de deuda bruta de las Administraciones Públicas no están ajustados por los siguientes conceptos: los activos mantenidos por el Fondo de Previsión Social danés frente a sectores distintos de las Administraciones Públicas, los depósitos del Estado en el banco central para la gestión de reservas exteriores y la deuda derivada de la financiación de empresas públicas. De acuerdo con las declaraciones del Consejo y de la Comisión relativas al artículo 1(4) del Reglamento del Consejo 3605/93, de 22 de noviembre de 1993, los datos de Dinamarca corregidos, según los ajustes mencionados, han de ser presentados separadamente. Después de dichos ajustes, el nivel de deuda a final de año se situó en el 52,1% del PIB en 1993 y en el 53,5% del PIB en 1994.

(f) Índice de precios de consumo de Alemania Occidental.

(g) El objetivo de inflación del Reino Unido se establece en términos del IPC, excluyendo los pagos por intereses (IPMX). Este dato, que está más en línea con la definición armonizada de los precios de consumo actualmente en consideración, se situó, en términos de tasa anual, en el 3,0% en 1993 y en 2,4% en 1994.

de distintas fuentes, que no son definitivos, pero que se considera que aproximan la función requerida. Adicionalmente, con objeto de clarificar éstas y otras cuestiones con más detalle, se incluyen recuadros para resaltar el marco legal, cuestiones estadísticas y otros temas que requieren mayor consideración a la luz de los requisitos sobre convergencia contenidos en el Tratado.

A pesar de que los criterios de convergencia contenidos en el Tratado y en el Protocolo se discuten separadamente en este Informe, debe subrayarse que constituyen un conjunto integrado y coherente. Cuando llegue el momento de su aplicación formal, deben ser satisfechos en su totalidad, sin compensaciones entre diferentes disposiciones. Los criterios individuales deben ser interpretados y aplicados de manera estricta. Ayudarán así a fortalecer la coordinación de las políticas económicas y monetarias en la segunda fase, constituyendo una preparación para la consecución de una política monetaria única orientada a la estabilidad de precios en la tercera fase.

2. Estabilidad de precios

2.1 Tasas de inflación en 1993-94

Como se pone de manifiesto en el cuadro 9, las tasas medias anuales de inflación de cada uno de los tres países de la Unión con mejores resultados en esta área, tanto en 1993 como en 1994, se mantuvieron en niveles cercanos a lo que normalmente se considera como estabilidad de precios, es decir, tasas de inflación del 2% o menos. En 1993, estos países fueron Dinamarca, Irlanda y Reino Unido¹, con tasas de inflación entre 1,3% y 1,6%. En 1994, Francia, Dinamarca y Luxemburgo registraron las menores tasas de inflación, en un rango comprendido entre 1,6% y 2,1%.

Varios Estados miembros tuvieron tasas de inflación cercanas a las de estos grupos. En 1993, fueron Francia, Holanda y Bélgica, con tasas de inflación comprendidas entre 2,1% y 2,8%, mientras que, en 1994, Bélgica, Irlanda, Holanda y Reino Unido registraron tasas de inflación en torno a un 2,5%, seguidas por Alemania con un 3%.

En los cuatro países que aún tienen mayor camino por recorrer para alcanzar la estabilidad de precios, las tasas de inflación se han reducido considerablemente en los últimos años. En Italia, la tasa de inflación ha disminuido continuamente desde 1990, alcanzando un 4,3% en 1993 y un 3,9% en 1994, mientras que en España la tasa de inflación media anual permaneció ligeramente por encima del 4,5% en los dos años mencionados. Portugal ha reducido su tasa de inflación en más de un 50% durante los últimos cuatro años, alcanzando en 1993 un 6,5%, y un 5,2% en 1994. También en Grecia se ha experimentado algún progreso, aunque todavía se registraron tasas de inflación de dos dígitos (14,5% en 1993 y 10,8% en 1994).

¹ Tomando como medida el índice de precios al por menor (IPM). El índice que excluye el pago de intereses de los préstamos hipotecarios (IPMX) -que está más próximo del índice de precios armonizado actualmente en estudio- alcanzó el 3% en 1993 y el 2,4% en 1994.

Recuadro 4

Estabilidad de precios

1. Marco legal

El Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, en su artículo 109j (1), dispone:

El criterio de precios se juzga sobre la base de los resultados relativos alcanzados en materia de inflación, de forma que sea "próxima, como máximo, a la de los tres Estados miembros con mejores resultados en términos de estabilidad de precios".

El Protocolo (nº 6) sobre los criterios de convergencia a los que se refiere el artículo 109j (1) del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, en su artículo 1, establece:

"El criterio relativo a la estabilidad de precios contemplado en el primer guión del apartado 1 del artículo 109j (1) del Tratado se entenderá en el sentido de que los Estados miembros deberán tener un comportamiento de precios sostenible y una tasa promedio de inflación, observada durante un período de un año antes del examen, que no exceda en más de un 1,5% la de, como máximo, los tres Estados miembros con mejor comportamiento en materia de estabilidad de precios. La inflación se medirá utilizando el índice de precios de consumo (IPC) sobre una base comparable, teniendo en cuenta las diferencias en las definiciones nacionales."

2. Aspectos estadísticos

A pesar de que las metodologías utilizadas en la Unión Europea para calcular índices de precios de consumo tienen bastantes rasgos comunes, subsisten también importantes diferencias. Antes de determinar formalmente qué países cumplen este criterio, es necesario progresar significativamente en el trabajo iniciado por la Comisión Europea (EUROSTAT) con el propósito de desarrollar índices de precios de consumo armonizados, que sean comparables a nivel de la Unión Europea. Este trabajo se lleva a cabo en contacto con el IME. Con este objetivo, la Comisión ha presentado al Consejo una propuesta de reglamento. Dependiendo de los progresos realizados, los Estados miembros deberían estar en condiciones de compilar el primer IPC anual armonizado en enero de 1997. Para los informes que han de realizar la Comisión y el IME durante 1996, se contempla una solución provisional, que posibilitaría la elaboración de informes sobre la base de cifras que estarían armonizadas en la medida de lo posible, con los datos disponibles. De momento, las comparaciones que se hacen en esta sección están basadas en los IPC nacionales.

3. Cuestiones que han de considerarse adicionalmente

El texto del Protocolo nº 6, artículo 1, no define de forma exenta de ambigüedad el valor de referencia que debe usarse para aplicar el criterio de estabilidad de precios, al señalar la noción de "como máximo, los tres Estados miembros con mejor comportamiento en materia de estabilidad de precios". El texto suscita, además, la cuestión de cómo evaluar la "sostenibilidad" del comportamiento de los precios.

2.2 Evaluación de la estabilidad de precios

Globalmente, el proceso de convergencia hacia la estabilidad de precios ha progresado notablemente en los últimos dos años. Como se argumentó en el apartado A, la recesión ha sido, ciertamente, un factor importante en la explicación de este resultado. La debilidad de la presión de la demanda y el moderado crecimiento de los salarios, así como crecimientos sustanciales de la productividad registrados especialmente en 1994, fueron elementos suficientemente fuertes para contrarrestar los impulsos inflacionistas originados por las sustanciales depreciaciones de las monedas de distintos países. No obstante, otro factor, quizás más importante, es el cambio significativo en la orientación de la política económica. La estabilidad de precios se considera hoy como uno de los objetivos más importantes de la política económica, en general, y el objetivo básico de la política monetaria, en particular. Sin embargo, hay que resaltar que la inflación media registrada en la Unión Europea se situó en torno al 3%, todavía por encima del nivel considerado consistente con la estabilidad de precios.

Con objeto de dar mayor credibilidad a las políticas adoptadas con el propósito de alcanzar este objetivo, los logros del pasado deben mantenerse y mejorarse en el futuro. A medida que se recuperan las economías de la Unión Europea, los riesgos de presiones inflacionistas y los progresos hacia menores tasas de inflación pueden ser considerablemente

más difíciles de alcanzar que en el pasado reciente. Por tanto, es importante que los agentes sociales alcancen acuerdos salariales que no pongan en peligro la estabilidad de precios; que las empresas perseveren en los esfuerzos de ajuste para incrementar el crecimiento de la productividad; y, asimismo, que las políticas presupuestarias aprovechen plenamente la oportunidad de la recuperación económica para adoptar medidas estructurales de reducción de los déficit, en vez de confiar en los efectos positivos del ciclo sobre los saldos presupuestarios o en aumentos de la presión fiscal indirecta, que afectan negativamente a las expectativas de inflación.

El período que se inicia constituye, por tanto, una prueba acerca de la habilidad de los Estados miembros para mantener y profundizar su compromiso de estabilidad de precios. Se requiere un gran control por parte de las políticas monetarias. La tarea de los bancos centrales de la Unión Europea es asegurar que ninguna desviación en sus economías sea acomodada, y que se reaccione con prontitud ante la aparición de presiones inflacionistas o ante un deterioro de las expectativas de inflación. Esto ayudará a asegurar un crecimiento sostenido sin inflación. Sin embargo, la política monetaria, por sí sola, estará sobrecargada si no está respaldada por comportamientos consistentes en otras áreas.

3. Sostenibilidad de las posiciones presupuestarias

3.1 Posiciones presupuestarias en 1993-94

Los datos relativos a las finanzas públicas que aparecen en el cuadro 9 fueron presentados por la Comisión Europea en el otoño de 1994, y pueden estar sujetos a revisión. Dichos datos muestran que las ratios déficit/PIB mejoraron ligeramente durante 1994 en buena parte de los países de la Unión Europea, aunque todavía continúan a niveles preocupantes. Las ratios de deuda han crecido notablemente en la mayoría de los países entre 1993 y 1994.

Por comparación con el valor de referencia (ratio déficit/PIB del 3%), dos países permanecieron por debajo de ese nivel en 1993 (Irlanda y Luxemburgo), mientras que en 1994 el número de países en estas circunstancias aumentó a tres (Alemania, Irlanda y Luxemburgo). Entre los países restantes, persistieron diferencias sustanciales. En 1994, Holanda y Dinamarca registraron ratios del 3,8 % y 4,3% respectivamente, mientras que otros Estados miembros todavía presentaron déficit que se sitúan entre el 5,5% y el 7% del PIB (Bélgica, España, Francia, Portugal y Reino Unido). Por último, destacan las elevadas cotas de los déficit registrados en Italia y Grecia (9,6% y 14,1% respectivamente).

En cuanto a la ratio deuda/PIB, tan sólo Alemania, Francia, Luxemburgo y Reino Unido se mantuvieron por debajo del 60% en 1993 y 1994. España superó la cota del 60% en 1994. Algunos países (Irlanda, Holanda y Portugal) registraron en 1994 ratios comprendidas entre un 70% y un 90%, consiguiendo dos de ellos estabilizar o reducirlos entre 1993 y 1994. El peso de la deuda sobre el PIB alcanzó en Grecia e Italia magnitudes comprendidas entre 115% y 124%, que tendieron a crecer en el período de referencia, mientras que en Bélgica la ratio se mantuvo estable en torno al 140% en los dos años citados.

Recuadro 5

Finanzas públicas

1. Marco legal

El Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, en su artículo 109j (1), dispone:

" la sostenibilidad de la situación financiera del sector público, que se pondrá de manifiesto por haber alcanzado un déficit presupuestario no excesivo, tal y como se determina de acuerdo con el artículo 104c (6)". El Protocolo sobre criterios de convergencia estipula que este criterio "implicará que, en el momento del examen del país miembro, éste no es objeto de la decisión del Consejo de la UE, según el artículo 104c (6) de este Tratado, de que existe un déficit excesivo".

El artículo 104c establece el proceso que ha de seguirse en la valoración de los déficit excesivos. De acuerdo con el Artículo 104c (2 y 3), la Comisión elaborará un informe si en un Estado miembro:

a) "Si la proporción entre el déficit público previsto o real y el producto interior bruto sobrepasa un valor de referencia (definido en el protocolo como el 3% del PIB), a menos que

la proporción haya descendido sustancial y continuadamente y llegado a un nivel que se aproxime al valor de referencia;

o que el valor de referencia se sobrepase sólo excepcional y temporalmente, y la proporción se mantenga cercana al valor de referencia.

b) "Si la proporción entre la deuda pública y el producto interior bruto rebasa un valor de referencia (definido en el protocolo como el 60% del PIB), a menos que la proporción disminuya suficientemente y se aproxime a un ritmo satisfactorio al valor de referencia".

Además, el informe preparado por la Comisión debería tener en cuenta "todos los demás factores relevantes". La Comisión puede elaborar también un informe si, a pesar del cumplimiento de los requisitos según los criterios mencionados, se tiene la opinión de que en un Estado miembro existe el riesgo de incurrir en un déficit excesivo. El Comité Monetario (respectivamente, el Comité Económico y Financiero) expresará su opinión sobre el informe de la Comisión. Finalmente, y de acuerdo con el artículo 104c (6), el Consejo de la UE, de acuerdo con las recomendaciones de la Comisión, decidirá con base en la opinión de una mayoría cualificada, y después de realizar una valoración global, si un Estado miembro tiene un déficit excesivo.

2. Aspectos estadísticos

La base estadística para examinar las evoluciones fiscales es el conjunto de datos comparables recopilados sobre la base de las Cuentas Nacionales, de acuerdo con el Sistema Europeo de Cuentas (2ª edición). Estos datos son suministrados por la Comisión que, a su vez, basa sus cifras en los datos ofrecidos por los Estados miembros. Las cifras presentadas en este Informe se publicaron por la Comisión en noviembre de 1994.

3. Cuestiones que han de considerarse adicionalmente

Requerirá consideración adicional la aplicación de los siguientes requisitos del Tratado:

- "La proporción (de déficit) ha disminuido sustancial y continuadamente, alcanzando un nivel próximo al valor de referencia, o ..., alternativamente, el ... exceso ... tenga carácter excepcional y temporal y la proporción permanezca próxima al valor de referencia";

- "a menos que la proporción (de deuda) se haya reducido suficientemente, convergiendo al valor de referencia;

- "otros factores relevantes".

3.2 Evaluación de la sostenibilidad de las posiciones de las finanzas públicas

El Tratado de Maastricht reconoce los serios riesgos asociados con una posición desequilibrada de la política presupuestaria. En consecuencia, estipula que, desde el inicio de la segunda fase de la UEM, el Consejo de la UE debe realizar un examen regular de la situación presupuestaria en los Estados miembros, y que, desde el inicio de la tercera fase, debe penalizar a aquellos países con déficit excesivos. Sobre la base de los datos disponibles durante la primera mitad de 1994 y de las opiniones de la Comisión y del Comité Monetario, el Consejo dictaminó en septiembre de 1994 que diez de los Estados miembros

(todos, excepto Irlanda y Luxemburgo) tenían un déficit excesivo. En el caso de Irlanda, que en 1994 registró una ratio déficit/PIB del 2,4%, mientras que su deuda rozaba el 90% del PIB, frente a un 2,5% y un 96% respectivamente en 1993, se tuvo en cuenta el progreso realizado durante los últimos años en la reducción de la ratio deuda/PIB. De acuerdo con los requisitos establecidos en el artículo 104c (7) del Tratado, el Consejo adoptó recomendaciones dirigidas a aquellos Estados miembros que debían recuperar una posición fiscal sostenible.

El IME está seriamente preocupado por la evolución de las necesidades de financiación del sector público en los Estados miembros. El deterioro en los déficit públicos, que se inició en 1990, continuó en 1993, y sólo se corrigió ligeramente en 1994. En la mayoría de los casos, sólo parte del deterioro puede atribuirse a la recesión, siendo una proporción significativa del empeoramiento consecuencia de factores estructurales. Más aún: la mejoría observada en los déficit públicos en relación con el PIB durante 1994 está, en su mayor parte, determinada por la recuperación cíclica, no habiéndose producido progresos significativos en la reducción de los déficit estructurales, con algunas excepciones. También es preocupante el hecho de que el reciente aumento de los déficit se haya visto acompañado de una expansión significativa, tanto de los ingresos como de los gastos públicos. Esta evolución tiene consecuencias negativas por el lado de la oferta de la economía y en las perspectivas de crecimiento a medio plazo.

Ni siquiera una recuperación económica duradera produciría una mejora radical de los déficit públicos si persisten los desequilibrios estructurales subyacentes. Si, finalmente, el clima económico se deteriora, las finanzas públicas se verían afectadas por una reducción cíclica en el crecimiento de los ingresos y un aumento del gasto, con lo que los desequilibrios estructurales existentes aflorarían rápidamente en los déficit registrados. Pero, incluso si el crecimiento de la economía persistiera durante un período prolongado, contribuyendo a una reducción sustancial de los niveles actuales de los déficit, por ejemplo hasta el 3% del PIB, estas ratios no deberían necesariamente considerarse sostenibles. Una proporción del déficit sobre el PIB de esta magnitud, durante un período de intensa actividad económica, debería ser considerada como insuficiente para alcanzar progresos duraderos en la corrección de los saldos presupuestarios.

Por esta razón, el objetivo de la política presupuestaria debería ser el de aprovechar la fase cíclica alcista para alcanzar un nivel adecuado de consolidación de las finanzas públicas. La recuperación que están viviendo todos los Estados miembros proporciona una oportunidad para enderezar la tendencia de las cuentas públicas en los últimos años. Un marco de crecimiento sostenido debería conducir, en mayor medida, a la disciplina del gasto y a llevar a cabo reformas radicales en el funcionamiento y tamaño del sector público. Esto restauraría la flexibilidad de la política presupuestaria, permitiendo que en las futuras recesiones operaran los estabilizadores automáticos, sin que por ello los déficit presupuestarios superaran el 3% del PIB. Y lo que es más importante: una inversión de las tendencias adversas de las finanzas públicas es esencial para mejorar las perspectivas de crecimiento sostenido y para incrementar la efectividad de la política monetaria en la consecución de la estabilidad de precios.

Al evaluar la convergencia de la situación presupuestaria y de deuda, hay otras cuestiones importantes que han de tenerse en cuenta en lo que se refiere al volumen de deuda existente y a su evolución. En países con elevados niveles de deuda en relación con el PIB, se requiere una evidencia clara de su reducción, así como la adopción de políticas que garanticen que el ritmo de convergencia de la ratio deuda/PIB hacia el valor de referencia es satisfactorio. Para aquellos países en que la ratio de la deuda supera el 60% del PIB, cuanto mayor sea el punto de partida, menor será la ratio déficit/PIB necesaria para alcanzar el objetivo. En algunos casos, ésto hará necesario incurrir en elevados superávit primarios, o incluso en un balance global superavitario. Esta relación implícita entre las tendencias del déficit y de la deuda permite poner de manifiesto que la consecución de un déficit situado en

torno al 3% del PIB no puede ser considerada en todos los casos como un objetivo sostenible.

4. Estabilidad cambiaria

4.1 Evolución de los tipos de cambio en 1993-94

La evolución cambiaria ha sido presentada ya en la sección A.2 de forma más detallada. En esta sección se ofrece un resumen muy sintético. En el recuadro se presenta información básica de tipo legal y una opinión emitida por el Consejo del IME.

En 1993, al igual que en el año precedente, las divisas integradas en el SME experimentaron fuertes tensiones. Durante el primer semestre del año, se registraron tres realineamientos (devaluaciones de la libra irlandesa, la peseta y el escudo portugués); el 2 de agosto de 1993, un conjunto de presiones de inusitada intensidad en el ámbito de los mercados determinó la adopción, conjuntamente por los ministros de Hacienda y los gobernadores de los bancos centrales, de la decisión de ampliar los márgenes de fluctuación para la intervención obligatoria en el Mecanismo de Cambios del SME hasta un 15%, aunque no se alteraron las paridades centrales bilaterales. No obstante, como resultado de un acuerdo bilateral, continuaron aplicándose los anteriores límites de fluctuación de 2,25% entre el florín holandés y el marco alemán.

Inmediatamente después de la ampliación de las bandas, todas las divisas anteriormente incluidas en la banda estrecha, con excepción del florín holandés, se situaron por debajo de sus anteriores límites inferiores en relación con el marco alemán. Desde agosto a mediados de octubre de 1993, dichas desviaciones se movieron entre el 4% y el 8,5% por lo que respecta a la libra irlandesa, el franco francés, el franco belga y la corona danesa. Los tipos de cambio de la peseta y del escudo portugués, por su parte, fluctuaron dentro de los límites de sus anteriores bandas anchas, frente al marco alemán.

A lo largo de la mayor parte de 1994, el margen efectivo de fluctuación, dentro de las nuevas bandas, permaneció en niveles próximos al 6%, con excepción de tres episodios de escasa duración en que se alcanzó el 8%. La peseta se depreció en enero y diciembre de 1994, y el escudo portugués en el mes de junio. El franco belga, el florín holandés y, temporalmente, la libra irlandesa fueron las divisas más fuertes del Sistema a lo largo de dicho período.

Tres países permanecieron fuera del Mecanismo de Cambios del SME en el período 1993-94, a saber: Grecia, Italia y el Reino Unido.

Como se ha señalado ya en otro apartado, la impresión global de reducción de las presiones cambiarias a partir de la ampliación de las bandas fue ampliamente confirmada por la tendencia a la disminución de la volatilidad de los tipos de cambio, la menor variabilidad de los diferenciales de tipos de interés a corto plazo, y la sustancial reducción de las intervenciones en apoyo de divisas sometidas a presiones depreciatorias.

Recuadro 6

Estabilidad cambiaria

1. Marco legal

El Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, en su artículo 109j(1), estipula:

"El respeto, durante dos años como mínimo, sin que se haya producido devaluación frente a la moneda de ningún otro Estado miembro, de los márgenes normales de fluctuación que establece el Mecanismo de Cambios del Sistema Monetario Europeo";

El Protocolo (nº 6) sobre los criterios de convergencia previstos en el artículo 109j (1) del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, en su artículo 3, señala:

"El criterio relativo a la participación en el Mecanismo de Cambios del Sistema Monetario Europeo, contemplado en el tercer guión del apartado 1 del artículo 109j del Tratado, se entenderá en el sentido de que los Estados miembros hayan observado, sin tensiones graves y durante por lo menos los dos años anteriores al examen, los márgenes normales de fluctuación dispuestos por el Mecanismo de Cambios del Sistema Monetario Europeo. En particular, no habrán devaluado, durante el mismo período, por iniciativa propia, el tipo central bilateral de su moneda respecto de la de ningún otro Estado miembro".

2. Evaluación

El 7 de octubre de 1994, el Consejo del IME expresó la siguiente opinión, que fue posteriormente ratificada por el Consejo de la UE, sobre las bandas de fluctuación del Mecanismo de Cambios del SME:

"1. El 2 de agosto de 1993, los ministros de Hacienda y los gobernadores de los bancos centrales adoptaron, conjuntamente, la decisión de ampliar las bandas de fluctuación del Mecanismo de Cambios del SME para la intervención obligatoria hasta un 15%, aunque no se alteraron las paridades centrales bilaterales. La experiencia posterior muestra que la nueva banda ampliada ha ayudado a lograr un grado sostenible de estabilidad cambiaria en el Mecanismo de Cambios del SME. Ello ha ocurrido por medio de la disuasión de los ataques especulativos a las divisas del Mecanismo de Cambios, evitando, de esta forma, fuertes depreciaciones de las mismas o un recurso excesivo a las intervenciones en los mercados, de consecuencias potencialmente inflacionistas. A la luz de esta experiencia y en las actuales circunstancias, el Consejo del IME considera aconsejable mantener el actual acuerdo.

2. Al mismo tiempo, el Consejo del IME recomienda que los países miembros deben continuar intentando evitar fluctuaciones excesivas de los tipos de cambio, mediante la orientación de sus políticas hacia el objetivo de la estabilidad de precios y la reducción de los déficit presupuestarios, contribuyendo de este modo al cumplimiento de los requisitos señalados en el artículo 109j(1) del Tratado y en el correspondiente Protocolo del mismo".

4.2 Evaluación de la estabilidad cambiaria

De la experiencia de los últimos años se pueden extraer varias lecciones. Así, en primer lugar, cabe resaltar que los fundamentos económicos, y, en especial, los factores determinantes de la evolución de las tasas de inflación, constituyen fuerzas importantes en relación con la determinación del comportamiento de los tipos de cambio. A la hora de abordar nuevas informaciones o revisar las expectativas, los mercados no consideran únicamente la situación de convergencia en dicho momento, sino que, asimismo, tienen en cuenta el conjunto de la experiencia anterior. Los mercados necesitan estar convencidos de que las políticas macroeconómicas están efectivamente orientadas hacia la estabilidad de precios. La credibilidad se ve reforzada, del modo más efectivo, por una firme dirección de la política económica y por la adecuada adaptación del marco institucional, incluida aquí la independencia de los bancos centrales. No obstante, no se puede descartar la presencia de factores políticos o acontecimientos imprevistos de gran importancia, y de este modo pueden producirse reacciones de los mercados en la medida en que dichos fenómenos conlleven incertidumbre.

En relación con este contexto, el Consejo del IME expresó su opinión acerca de la ampliación de las bandas de fluctuación del Mecanismo de Cambios del SME (véase recuadro 6). El Consejo del IME consideró recomendable, en las circunstancias vigentes, el

mantenimiento del actual acuerdo, así como la continuidad de los esfuerzos para evitar las fluctuaciones excesivas de las divisas, mediante la orientación de las políticas de los países miembros hacia el objetivo de la estabilidad de precios y la reducción de los déficit presupuestarios. Esta opinión fue ratificada por el Consejo de la UE.

5. Convergencia de los tipos de interés a largo plazo

5.1 Tipos de interés a largo plazo en 1993-94

Esta sección alude a los datos presentados en el cuadro 9. Los tipos de interés a largo plazo utilizados, aunque no son perfectamente comparables, son considerados como los más relevantes. Al mismo tiempo, prosiguen los esfuerzos para desarrollar un conjunto de tipos de interés a largo plazo más representativos y comparables.

La convergencia de tipos de interés a largo plazo ofreció un panorama similar en los dos años considerados. En 1993 y 1994, un grupo de ocho miembros (todos, salvo Grecia, España, Italia y Portugal) registraron promedios anuales de dichos tipos situados dentro de intervalos de 6,4%-7,7% y 6,4%-8,1%, respectivamente. En España, Italia y Portugal, los tipos de interés a largo plazo se situaron en un nivel igual o ligeramente superior al 10%, en tanto que en Grecia fueron superiores al 20%.

5.2 Evaluación de la convergencia de los tipos de interés a largo plazo

Como se señala en el Tratado, el carácter duradero del grado de convergencia conseguido por un Estado miembro y de su participación en el Mecanismo de Cambios del SME deberá verse reflejado en la convergencia de los niveles de los tipos de interés a largo plazo. A este respecto, el Tratado establece el uso de los tipos de interés a largo plazo de los países con menores tasas de inflación como valores de referencia. La implicación de este criterio es que no son forzosamente los menores tipos de interés a largo plazo los que se emplean como puntos de referencia para medir el carácter duradero de la convergencia alcanzada. Por ejemplo, en 1994, Francia registró el mejor resultado en términos de inflación, pero su tipo medio de interés a largo plazo se situó en el 7,2%, excediendo a los respectivos de Luxemburgo (6,4%), Holanda (6,9%) y Alemania (7%). En función del comportamiento de las tasas de inflación y de los tipos de interés a largo plazo en los distintos países, ésto puede, en ocasiones, presentar diferencias en las posiciones de los Estados miembros, cuando se comparan sus resultados efectivos en términos de tasas de inflación y de tipos de interés a largo plazo.

A la luz de los resultados obtenidos en 1993-94, los cambios generales en términos de convergencia son bastantes reducidos. Como, en conjunto, la mayoría de los países registraron un incremento de 50 puntos básicos en sus tipos de interés a largo plazo durante 1994, los diferenciales respectivos experimentaron sólo variaciones marginales. Algunos Estados miembros con niveles comparativamente altos de tipos de interés a largo plazo (Grecia, Italia, España y Portugal) mostraron incluso una reducción de sus diferenciales, frente a los países con mejores resultados en 1994. Estos valores promedios anuales ocultan, sin embargo, una considerable ampliación de los diferenciales de tipos de interés a lo largo de 1994, en especial por lo que se refiere a España, Italia y Portugal, frente a los países con mejores resultados. En caso de persistir la situación registrada al acabar 1994, tendrá un impacto negativo sobre el panorama general de convergencia. Como se ha analizado

Recuadro 7

Tipos de interés a largo plazo

1. Marco legal

El Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, en su artículo 109j(1), estipula:

"el carácter duradero de la convergencia conseguido por el Estado miembro y de su participación en el Mecanismo de Cambios del SME deberá verse reflejado en los niveles de tipos de interés a largo plazo."

El Protocolo (nº 6) sobre los criterios de convergencia previstos en el artículo 109j del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, en su artículo 4, establece:

"El criterio relativo a la convergencia de los tipos de interés, contemplado en el cuarto guión del apartado 1 del artículo 109j del Tratado, se entenderá en el sentido de que, observados durante un período de un año antes del examen, los Estados miembros hayan tenido un tipo promedio de interés nominal a largo plazo que no exceda en más de un 2% el de, como máximo, los tres Estados miembros con mejor comportamiento en materia de estabilidad de precios. Los tipos de interés se medirán con referencia a los bonos del Estado a largo plazo u otros valores comparables, teniendo en cuenta las diferencias en las definiciones nacionales".

2. Aspectos estadísticos

Lo estipulado en el Tratado implica, en términos estadísticos, que las estadísticas de tipos de interés a largo plazo representativos deben reflejar con la mayor precisión posible cualquier cambio de actitud en los mercados con respecto al carácter duradero de los resultados de convergencia y de la participación en el Mecanismo de Cambios del SME por parte del Estado miembro afectado. Los posibles efectos perturbadores de otros factores determinantes deben ser limitados al máximo posible. Por lo que respecta a las restantes estadísticas utilizadas para la aplicación del Protocolo o de los criterios de convergencia, la Comisión es la responsable de suministrarlas. Partiendo de su experiencia en esta área, el IME viene contribuyendo en la actualidad a los trabajos encaminados hacia la búsqueda de una definición armonizada de las estadísticas de tipos de interés que cumpla los requisitos antes señalados. Los datos usados en el cuadro 9 reflejan dichos esfuerzos y, por el momento, se consideran los más relevantes.

3. Cuestiones que han de considerarse adicionalmente

En el caso de este criterio se plantean cuestiones similares a las suscitadas en la evaluación del criterio de estabilidad de precios, es decir, la elección del país o los países que se utilizarán para calcular el valor de referencia para la aplicación del criterio.

con detalle en la sección 2.2, ésto puede considerarse ilustrativo de un estado de preocupación importante en el ámbito de los mercados, especialmente respecto a las situaciones presupuestarias, así como de una creciente atención hacia los niveles a largo plazo de los tipos de interés y la estabilidad de precios en los distintos países. Las diferencias nacionales a este respecto, conducentes a una ampliación de los diferenciales de los rendimientos de los bonos a lo largo de 1994, señalan que el avance hacia la convergencia general necesita todavía ser sostenidamente reforzado por los responsables de las políticas económicas en todas las áreas.

6. Convergencia general y sostenibilidad

Se ha conseguido un avance notable hacia la estabilidad de precios y también un incremento de la convergencia en otras áreas. Ello se refleja en la vuelta a un mayor grado de estabilidad cambiaria en 1994. No obstante, subsisten diversos problemas. Varios países todavía registran niveles insatisfactorios de tasas de inflación, y la convergencia no está aún tan sólidamente establecida como para excluir desafíos a las políticas económicas como resultado de la evolución en los mercados de divisas y bonos. El principal problema ha continuado siendo el preocupante estado de las situaciones presupuestarias en la mayoría de los países de la UE. Aunque los gobiernos son plenamente conscientes de las cuestiones en

juego y han comenzado a preparar y tomar medidas correctoras, éstas necesitan ser reforzadas y mantenidas de forma consistente. Son necesarias reducciones sustanciales de los déficit presupuestarios no sólo en términos nominales, sino también en sus componentes estructurales subyacentes. Además, la convergencia será probablemente más sostenible si se registran avances adicionales en la mejora estructural del funcionamiento de los mercados de trabajo y bienes. A la vista de la evolución señalada anteriormente en este Informe, parece claro que los resultados globales en términos de convergencia son todavía insuficientes.

CAPITULO II

ACTIVIDADES DEL COMITE DE GOBERNADORES Y DEL IME

INTRODUCCION: DEL COMITÉ DE GOBERNADORES AL IME

Con el establecimiento del IME, el 1 de enero de 1994, el Comité de Gobernadores de los bancos centrales de la CEE dejó de existir. El Comité había sido establecido en 1964, con miras a aplicar las disposiciones del Tratado de Roma, para que actuase como el principal foro de cooperación entre los bancos centrales de los países miembros. Desde entonces se han producido diversos acontecimientos. En 1971, siguiendo las recomendaciones derivadas del Informe Werner, el Consejo adoptó una decisión para el fortalecimiento de la cooperación entre los bancos centrales. El 10 de abril de 1972, los bancos centrales de la CEE firmaron un acuerdo para el estrechamiento de los márgenes de fluctuación de los tipos de cambio (el acuerdo de "la serpiente"), y en 1973 se instauró el Fondo Europeo de Cooperación Monetaria (FECOM). Después de las dificultades experimentadas en el proceso de integración monetaria europea, tras la primera crisis del petróleo, en 1979, el Comité de Gobernadores contrajo nuevas responsabilidades con el establecimiento del Sistema Monetario Europeo (SME), y, en particular, con la dirección del Mecanismo de Cambios del SME. El Comité contribuyó al proceso de unificación monetaria, que fue relanzado en la segunda mitad de los años ochenta con el Acta Unica Europea de 1985, con el Informe Delors, que propuso un plan para la realización de la unión económica y monetaria por etapas, y con el Tratado de Maastricht, que modificó el Tratado de Roma para permitir la realización de la unión económica y monetaria (UEM).

Durante la primera fase de la UEM, que empezó el 1 de julio de 1990, las funciones del Comité de Gobernadores fueron reforzadas, a fin, especialmente, de fomentar la coordinación de las políticas monetarias de los Estados miembros con el objetivo de promover la estabilidad de precios. Asimismo, el Comité de Gobernadores empezó el trabajo preparatorio para hacer posible que el IME cumpliera sus funciones en la segunda fase, que empezó el 1 de enero de 1994.

Dado el relativo poco tiempo disponible y la complejidad de sus tareas, el trabajo preparatorio de la tercera fase de la UEM fue iniciado por el Comité de Gobernadores. Como se indicó en el Informe Anual del Comité de Gobernadores de 1992, el primer paso fue el de identificar todas las cuestiones que debían ser examinadas con mayor anticipación, estableciendo un programa de trabajo hasta finales de 1993 y definiendo, en consecuencia, los mandatos de los tres subcomités existentes y de los cinco grupos de trabajo creados a estos efectos.

El 29 de octubre de 1993, los gobiernos de los Estados miembros, a nivel de jefes de Estado o de gobierno, acordaron la sede del IME -Francfort- y designaron su presidente. El 1 de noviembre, entró en vigor el Tratado, así como el Protocolo sobre los Estatutos del IME. El 1 de enero de 1994, fue establecido el IME, que asumió las funciones atribuidas al mismo por el Tratado. Debido a los retrasos en la ratificación del Tratado y el aplazamiento de la decisión relativa a la sede y al presidente del IME, tuvieron que establecerse acuerdos provisionales que permitieran al IME cumplir sus funciones en una primera fase. Hasta noviembre de 1994, las principales tareas fueron realizadas en Basilea, con la cooperación y desde la sede del BIS, que había ya albergado a la *Secretaría del antiguo Comité de Gobernadores*. Después de la decisión sobre el emplazamiento del IME en el edificio *Eurotower* de Francfort, en marzo de 1994, los siguientes meses fueron dedicados a preparar el traslado a Francfort y a contratar personal. El Consejo del IME tuvo su primera reunión en su sede de Francfort el 15 de noviembre de 1994.

Las siguientes secciones resumen las principales tareas y funciones del IME, y su estructura organizativa.

A. PAPEL Y ESTRUCTURA DEL IME

1. Objetivos, tareas y funciones del IME

El Tratado (artículo 109f) y el Protocolo anejo sobre los Estatutos del IME establecen los objetivos, tareas y funciones del IME.

El objetivo del IME es el de contribuir a la realización de la unión económica y monetaria, en particular mediante la preparación de las condiciones necesarias para la transición a la tercera fase. Dentro de este marco general, el IME deberá:

- fortalecer la cooperación entre los bancos centrales y la coordinación de las políticas monetarias nacionales con vistas a mejorar la convergencia y garantizar la estabilidad de precios;
- realizar los trabajos preparatorios necesarios para el establecimiento del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) y para la aplicación de una política monetaria única y la creación de una moneda única en la tercera fase.

Son varias las funciones operativas y consultivas que se derivan directa o indirectamente de dichos objetivos. En particular, el IME deberá:

- facilitar el uso del ECU y supervisar su desarrollo, incluido el buen funcionamiento de sus sistemas de compensación y pagos;
- vigilar el funcionamiento del SME y asumir las funciones previamente ejercidas por el FECOM;
- mantener consultas sobre cuestiones, comprendidas en el ámbito de competencia de los bancos centrales nacionales y que afecten a la estabilidad de entidades y mercados financieros;
- ser consultado por el Consejo sobre cualquier proyecto legislativo comunitario, y por las autoridades nacionales sobre cualquier proyecto de disposición legal, relacionado con su ámbito de competencias;
- informar anualmente al Consejo sobre el progreso alcanzado por los Estados miembros en el cumplimiento de sus obligaciones relacionadas con el establecimiento de la UEM;
- estar facultado para mantener y gestionar reservas de divisas como agente, y a petición de los bancos centrales nacionales.

1.1 Fortalecimiento de la cooperación entre los bancos centrales y de la coordinación de la política monetaria

En la segunda fase, se espera que el IME fortalezca la coordinación con el fin de promover un alto grado de convergencia macroeconómica. Para llevar a cabo dicha tarea, el IME actúa según los mismos objetivos y principios impuestos al SEBC y, en concreto, teniendo en cuenta que el objetivo prioritario de la política monetaria es el de promover la estabilidad de precios.

En el cumplimiento de sus obligaciones, el IME proporciona un foro para consultas, intercambio de puntos de vista e información en cuestiones relacionadas con la política monetaria, mientras que la definición y ejecución de la misma es responsabilidad última de las autoridades nacionales. El IME puede emitir opiniones o recomendaciones sobre la orientación general de la política monetaria y de la política cambiaria, así como sobre medidas introducidas en cada Estado miembro relacionadas con dichas políticas. Asimismo,

el IME puede emitir opiniones o recomendaciones a los gobiernos y al Consejo sobre políticas que pudieran afectar a la situación monetaria interna o externa de la Comunidad y, en particular, al SME. El IME procede a consultas sobre cuestiones comprendidas en el ámbito de la competencia de los bancos centrales nacionales, y que afecten a la estabilidad de las instituciones y mercados financieros.

1.2 Preparación para el establecimiento del SEBC

El artículo 109f(3) del Tratado otorga al IME se le otorgó una responsabilidad inequívoca: "A más tardar el 31 de diciembre de 1996, el IME especificará el marco necesario en materia de normativa, de organización y de logística para que el SEBC lleve a cabo sus tareas en la tercera fase".

El marco normativo, organizativo y logístico necesario para que el SEBC lleve a cabo sus tareas cubre, *inter alia*, las siguientes áreas:

- la definición de los conceptos y el marco para la realización de la política monetaria única y la preparación de las normas operativas y procedimientos del SEBC;
- la realización de una política cambiaria única;
- el fomento de la eficacia de los pagos transfronterizos;
- la recopilación y armonización, cuando sea necesario, de estadísticas fidedignas, que sirvan de apoyo para la puesta en práctica de la política monetaria única;
- la supervisión de la planificación técnica de la fabricación y emisión de un billete europeo;
- la armonización de los principios y normas contables de los bancos centrales nacionales y el establecimiento de una red de sistemas de información adecuada para el SEBC.

Dada la complejidad de las tareas, la interacción de las áreas de actividad e instituciones implicadas, y el corto espacio de tiempo disponible para el trabajo preparatorio, el Consejo del IME ha organizado el trabajo sobre las bases de un extenso plan, que establece las principales líneas de acción. Dicho plan actúa como guía para la organización, supervisión y valoración de las actividades llevadas a cabo por el personal del IME, los subcomités y los grupos de trabajo. Asimismo, el plan abarca las principales cuestiones que necesitan ser tenidas en cuenta en el contexto del trabajo preparatorio; presenta un calendario general de trabajo para los diferentes subcomités y grupos de trabajo; y establece el orden cronológico de las deliberaciones sobre dichas cuestiones en el Consejo del Instituto.

El IME tiene que asegurarse de que la preparación de la tercera fase, puesta en marcha en diversas áreas, supone un proyecto coherente, internamente consistente y ejecutado en consecuencia. Según el Tratado, el trabajo preparatorio tiene que estar acabado a finales de 1996. Por tanto, se han tenido que idear soluciones prácticas: consideración de mecanismos de contingencia, especialmente a la luz de los retrasos de ejecución que a veces se producen. Para asegurar que las actividades de preparación se realizan según el programa, tanto en términos de contenido como de fechas límite, su desarrollo será supervisado continuamente.

Los informes sobre el desarrollo del trabajo preparatorio serán comunicados a terceras partes y, en particular, a la Comisión Europea, al Comité Monetario y, anualmente, al Consejo de Ministros, de acuerdo con el artículo 7.1 de los Estatutos del IME.

1.3 Supervisión del desarrollo del ECU

Según el artículo 4.1 de sus Estatutos, el IME "facilitará la utilización del ECU y supervisará su desarrollo". Esta tarea implica principalmente el estudio del tratamiento legal del ECU en los países comunitarios, para examinar si existen obstáculos legales a su uso por parte de los particulares, ámbito en el que el IME coopera con la Comisión Europea. Los impedimentos legales al uso del ECU tienen que ser eliminados. Sin embargo, existe el acuerdo de no dotar al ECU de los atributos de las monedas nacionales durante la segunda fase, para no afectar la soberanía de los Estados miembros sobre la política monetaria.

Por otra parte, el IME lleva a cabo un examen anual del desarrollo del uso del ECU en las áreas financiera y no financiera. Además, el IME desempeña un papel consultivo, por propia iniciativa o a petición de otras instituciones comunitarias o Estados miembros. En concreto, dicho papel incluye la clarificación de la transición hacia una moneda única en la tercera fase y la continuidad de los contratos e instrumentos financieros denominados en ECUs.

1.4 Otras tareas

El IME ha sido encargado de otras funciones operativas y consultivas, descritas en el capítulo II.B. Según el artículo 6.4 de sus Estatutos, el IME también tiene derecho a mantener y gestionar divisas como agente, y a petición de los bancos centrales nacionales, aunque no ha sido recibida ninguna petición a estos efectos hasta la fecha.

Asimismo, es de señalar que, de acuerdo con el artículo 109f(7) del Tratado, el IME podría tener tareas adicionales para la preparación de la tercera fase, siempre que fueran otorgadas por el Consejo de Ministros.

2. Estructura organizativa del IME

El Instituto Monetario Europeo, establecido con arreglo a las disposiciones del Tratado, es una organización de la Unión Europea, con personalidad jurídica. Los miembros del IME son los bancos centrales de los Estados miembros.

Para llevar a cabo sus tareas, el personal del IME trabaja en estrecha colaboración con tres subcomités y cinco grupos de trabajo en cuestiones específicas. La estructura del IME se describe a continuación.

2.1 El Consejo

El órgano decisorio del IME es el Consejo. Según el artículo 109f(1) del Tratado y el artículo 9 de los Estatutos del IME, el Consejo dirige y gestiona el IME. El Consejo está compuesto por el presidente del IME y los gobernadores de los bancos centrales de los Estados miembros. El presidente del Consejo de la Unión Europea y un miembro de la Comisión Europea también pueden participar en las reuniones del Consejo del IME, sin derecho a voto. Está previsto que el Consejo del IME, cuyas reuniones son confidenciales, se reúna al menos diez veces al año.

En el ejercicio de sus poderes y en la realización de sus tareas y obligaciones, conferidas por el Tratado y los Estatutos, los miembros del Consejo del IME, que son representantes de sus instituciones, actúan bajo su propia responsabilidad. El Consejo del IME no puede requerir ni seguir instrucción alguna de otras instituciones comunitarias,

organismos, o gobiernos de los Estados miembros. Las instituciones y organismos comunitarios, así como los gobiernos de los Estados miembros, tienen el compromiso de respetar el principio de independencia. Cada miembro del Consejo tiene un voto y el Consejo actúa, normalmente, por mayoría simple de sus miembros. Se requiere mayoría de dos tercios, *inter alia*, para la adopción de opiniones y recomendaciones relacionadas con las políticas monetaria o cambiaria, de decisiones sobre recursos financieros, o de directrices sobre los métodos para la puesta en práctica de las condiciones necesarias para que el SEBC desarrolle sus funciones. Se requiere unanimidad, en particular, para las decisiones relativas a la especificación del marco reglamentario, organizativo y logístico del SEBC; para la publicación de opiniones y recomendaciones; o para otorgar a las autoridades monetarias de terceros países el estatuto de "Otros tenedores" de ECUs oficiales.

Continuando una larga tradición dentro de la Comunidad Europea, después de la firma del Acta de Adhesión por los jefes de Estado o de gobierno, en Corfú, en 1994, los bancos centrales de los países candidatos, Austria, Finlandia, Noruega y Suecia, fueron invitados por el IME a participar como observadores en las reuniones del Consejo, del Comité de Suplentes y de los subcomités y grupos de trabajo. Después del referéndum de Noruega sobre la adhesión a la Unión Europea, en noviembre de 1994, donde obtuvo mayoría el voto en contra de la misma, los representantes del banco central de Noruega dejaron de participar en las reuniones del IME. El 1 de enero de 1995, cuando el Acta de Adhesión entró en vigor, Austria, Finlandia y Suecia se incorporaron formalmente a la Unión Europea y los gobernadores de sus bancos centrales pasaron a ser miembros del Consejo del IME.

2.2 El presidente

Según las disposiciones del Tratado y de los Estatutos, el presidente del IME es nombrado por un período de tres años por acuerdo mutuo de los gobiernos de los Estados miembros, al nivel de jefes de Estado o de gobierno, a propuesta del Comité de Gobernadores o del Consejo del IME, y tras consulta al Parlamento Europeo y al Consejo de la Unión Europea. Las tareas del presidente comprenden la preparación y presidencia de las reuniones del Consejo, la dirección diaria y la exposición de los puntos de vista del IME. En ausencia del presidente, sus tareas son ejercidas por el vicepresidente, que es elegido entre los gobernadores miembros del Consejo del IME, igualmente por un período de tres años.

2.3 Organización interna

El 1 de enero de 1994, cuando fue establecido, el IME inició sus actividades con el personal -28 miembros- que formaba la Secretaría del Comité de Gobernadores. En abril, después de tomada la decisión sobre la sede, el departamento de administración se instaló en Francfort, para preparar la infraestructura de la nueva sede del IME, la contratación de personal y el traslado desde Basilea. El 31 de diciembre de 1994, el personal ascendía a 126 miembros, con contratos normalmente por un período de tres años. Actualmente, está previsto que a finales de 1995 la plantilla ascienda a 199 personas.

Por el momento, la dirección incluye al director general y a cuatro directores de departamento. Las principales responsabilidades del director general son: asistir al presidente en sus tareas y, en concreto, en la dirección diaria del IME. Los cuatro departamentos son: la Secretaría General; el Departamento Monetario, Económico y Estadístico; el Departamento Administrativo; y el Departamento de Sistemas de Información y Comunicaciones.

La Secretaría General tiene dos oficinas. La oficina de Estudios y Planificación es responsable de: (a) preparar las reuniones del Consejo, mantener las relaciones interinstitucionales, realizar la producción y distribución de los informes del IME, y mantener

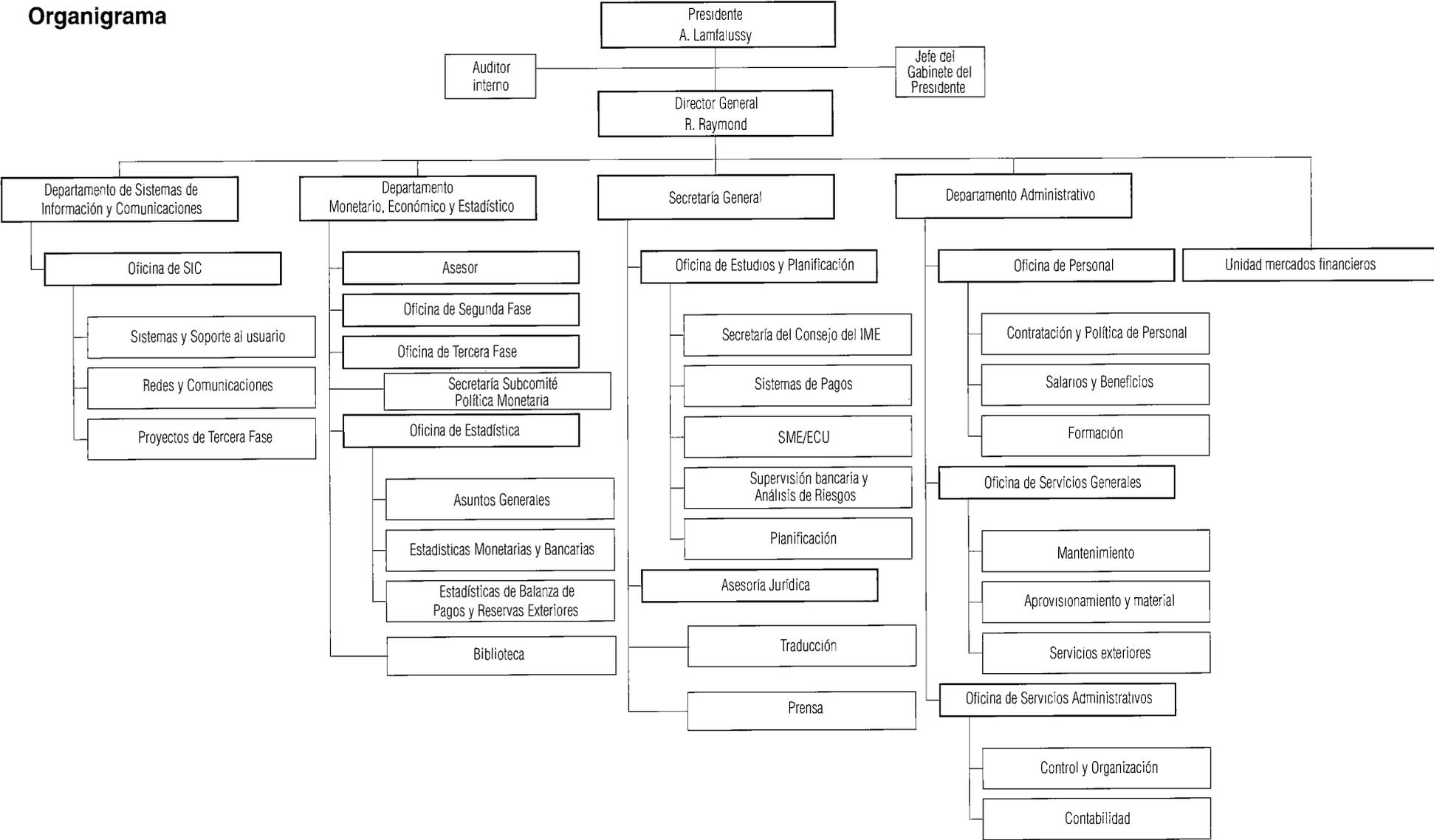
sus archivos; (b) supervisar el Sistema de Compensación y Liquidación del ECU, supervisar el sistema de pagos de los Estados miembros y planificar un sistema de pagos europeo para la tercera fase; (c) prestar apoyo para las actividades de los grupos de supervisión cambiaria y de concertación, supervisar el funcionamiento del SME, facilitar el uso del ECU y supervisar su desarrollo, realizar las operaciones relacionadas con el SME y preparar las operaciones de mercados de cambios que serán efectuadas por el SEBC en la tercera fase; (d) dirigir los análisis de base para las consultas internas que afecten a la estabilidad de las instituciones y los mercados financieros; y (e) coordinar el trabajo preparatorio de la tercera fase, vigilando, evaluando y realizando informes sobre los avances efectuados según el calendario del Tratado. La oficina trabaja estrechamente, facilitando apoyo, con los subcomités de política cambiaria y de supervisión bancaria, y con los grupos de trabajo de sistemas de pagos de la UE, de contabilidad, y de impresión y emisión de un billete europeo.

La Asesoría Jurídica es responsable de todas las cuestiones legales dentro del IME; en concreto, de los aspectos legales de la preparación del marco reglamentario e institucional del SEBC, así como de las cuestiones relacionadas con la interpretación del Tratado. Además, la Asesoría Jurídica colabora en la preparación de las opiniones del IME, cuando éste es consultado por el Consejo de la Unión Europea o por las autoridades nacionales en proyectos comunitarios o legislación nacional sobre cuestiones comprendidas en su ámbito de competencia. Asimismo, el personal de la oficina presta asesoramiento legal a la dirección del IME en temas administrativos. Por otra parte, la Secretaría General es responsable de las Secciones de Prensa y de Traducción.

El Departamento Monetario, Económico y Estadístico, dividido en tres oficinas, actúa como secretaría del Subcomité de Política Monetaria y es responsable de la biblioteca del IME. La oficina de la Segunda Fase realiza estudios económicos, en cuestiones relacionadas con el fortalecimiento de la cooperación monetaria entre los bancos centrales y la coordinación de las políticas monetarias, con vistas a promover la estabilidad de precios durante la segunda fase. Asimismo, dicha oficina puede colaborar con el Consejo en la formulación de opiniones y recomendaciones de políticas macroeconómicas, criterios de convergencia inclusive, y estudiar cuestiones relacionadas con los mercados financieros. Para desempeñar dichas funciones, la sección de Estudios Económicos de la oficina se centra principalmente en el comportamiento, a corto y largo plazo, económico y financiero de los países de la Unión Europea y en comparaciones entre países. La oficina de la Tercera Fase es responsable de la realización de estudios sobre concepción, marco y normativa de la política monetaria única en la tercera fase de la UEM y, en particular, de los temas referentes a la definición de los instrumentos, procedimientos y objetivos intermedios de la política monetaria. Asimismo, la oficina contribuye al análisis de la puesta en práctica de la política de tipo de cambio en la tercera fase. Por otra parte, la oficina realiza los estudios económicos, analizando las tendencias y estrategias a largo plazo, y asesora en temas operativos relacionados con la preparación y el establecimiento de la tercera fase a nivel europeo. Las dos oficinas mencionadas trabajan en estrecha colaboración con los subcomités de política monetaria y de política cambiaria.

La oficina de Estadística tiene como funciones principales la de contribuir a la mejora de la información estadística, necesaria para promover la coordinación de las políticas monetarias en la segunda fase, y la de preparar la armonización de los conceptos y la forma de aproximación y definición del marco normativo, organizativo y logístico para las estadísticas que serán necesarias a fin de que el SEBC desarrolle sus funciones. Para llevar a cabo sus tareas, la oficina trabaja en estrecha relación con el grupo de trabajo de estadísticas. Asimismo, la oficina tiene el cometido de asegurar la disponibilidad general de los datos y medios estadísticos requeridos por el IME.

Organigrama



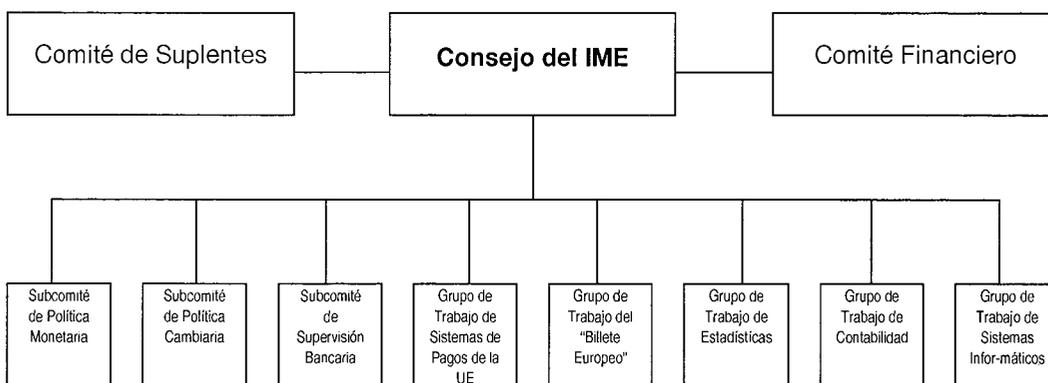
El departamento de Sistemas de Información y de Comunicaciones, actualmente, está compuesto por una oficina, subdividida en tres secciones, y es responsable de idear y poner en práctica la estrategia técnica para los sistemas de información y comunicación del IME y del futuro SEBC. El departamento realiza la labor de secretaría del grupo de trabajo de sistemas informáticos, grupo con el que trabaja en estrecha colaboración. Además, el departamento es responsable de facilitar el soporte técnico a los usuarios de los sistemas de información y comunicaciones dentro del propio IME. Por otra parte, bajo la supervisión del grupo de trabajo de sistemas informáticos, el departamento se encarga de la vigilancia, coordinación y posterior desarrollo de los sistemas de comunicaciones, ya implantados, entre el IME y los bancos centrales.

El departamento de Administración está compuesto por tres oficinas. La oficina de Personal es responsable de: (a) la contratación y la política de personal; (b) las cuestiones salariales y (c) la formación. La oficina de Servicios Generales es responsable de: (a) el mantenimiento del edificio; (b) el aprovisionamiento y el material de oficina y (c) la organización de conferencias, reuniones y viajes. La oficina de Servicios Administrativos abarca: (a) las cuentas financieras internas del IME y (b) la contabilidad y los temas de organización general.

Puesto que el artículo 6.4 de los Estatutos posibilita que el IME mantenga y administre divisas por cuenta, y a petición, de los bancos centrales nacionales, está previsto que el IME, en caso de necesidad, establezca un departamento financiero.

2.4 Comités, subcomités y grupos de trabajo

Para el desarrollo de sus tareas, el IME dispone de varios comités y grupos de trabajo, con la siguiente estructura:



El Comité de Suplentes, cuyo presidente es el director general del IME, está compuesto por representantes de alto rango de los bancos centrales de la UE, designados por sus respectivos gobernadores como sus suplentes en el Consejo del IME.

El Comité Financiero es presidido por el vicepresidente y está compuesto, además, por los miembros de mayor antigüedad en el cargo de gobernadores del Consejo del IME, por un período de un año, con sistema rotativo. La principal responsabilidad del comité es la de examinar, por delegación del Consejo, las propuestas del presidente sobre el presupuesto anual y las cuentas anuales, así como la de analizar periódicamente los gastos efectuados por el IME durante el año financiero, elevando su opinión al Consejo del IME.

Los subcomités y grupos de trabajo, compuestos por expertos de los bancos centrales nacionales, fueron establecidos por el Comité de Gobernadores, y el Consejo del IME decidió

que continuaran su actividad. Cada presidente de los subcomités y grupos de trabajo ha sido designado por un período de tres años, que comenzó el 1 de enero de 1994.

El Subcomité de Política Monetaria asiste al Consejo en los temas relativos al fortalecimiento de la coordinación de las políticas monetarias en la Unión Europea. Para dicho fin, dentro del marco de los ejercicios ex ante y ex post, el subcomité realiza consultas periódicas relativas a la supervisión de las políticas monetarias. En concreto, examina los objetivos de política monetaria y estrategias declarados por los Estados miembros, así como su compatibilidad con el propósito de conseguir la estabilidad de precios en todos los países comunitarios. Por otra parte, el subcomité también emprende los estudios necesarios para facilitar al IME su tarea en la preparación requerida para el diseño de una política monetaria única y, en particular, estudia métodos y aspectos de organización de la ejecución de la política monetaria única, con vistas a preparar los instrumentos y procedimientos necesarios para que el SEBC cumpla sus funciones de política monetaria en la tercera fase.

El Subcomité de Política Cambiaria prepara, para el Consejo, las cuestiones relacionadas con el comportamiento de los tipos de cambio, el funcionamiento del SME y el desarrollo del uso del ECU privado. Asimismo, el subcomité regularmente intercambia información sobre evolución de mercados, intervención y otras transacciones oficiales de divisas, con los representantes de los diecinueve bancos centrales de los países industrializados, incluidos bancos centrales no pertenecientes a la UE, dentro del denominado "procedimiento de concertación". Por último, el subcomité realiza para el IME la preparación de las funciones del SEBC relativas a divisas.

El Subcomité de Supervisión Bancaria mantiene consultas regulares en cuestiones que afectan a la estabilidad de las instituciones y mercados financieros. En aquellos casos en que los bancos centrales no son los responsables legales de la supervisión bancaria, en el subcomité participa un representante de los organismos encargados de la misma.

El grupo de trabajo de sistemas de pagos de la UE es responsable, bajo la tutela del Consejo del IME, de la coordinación de las actividades de los bancos centrales en el campo de los sistemas de pagos. Así, se analizan las vías que puedan facilitar los pagos transfronterizos en el contexto del mercado único y como preparación para la tercera fase. Asimismo, el grupo prepara para el Consejo del IME las cuestiones relativas a la vigilancia del Sistema de Compensación y de Liquidación en ECUs.

El grupo de trabajo de impresión y emisión de un billete europeo colabora para que el IME lleve a cabo su tarea de supervisar las preparaciones técnicas para la introducción de billetes en ECUs. Dicha área de trabajo comprende el estudio de las posibles opciones para el diseño y producción de billetes europeos, así como la emisión, distribución, clasificación y manejo de los billetes, una vez que éstos hayan sido fabricados.

El grupo de trabajo de estadísticas contribuye a la mejora de la información estadística requerida para promover la coordinación de las políticas monetarias en la segunda fase y, además, al desarrollo de la base estadística necesaria para la ejecución de la política monetaria única en la tercera fase.

El grupo de trabajo de contabilidad desarrolló una metodología contable para el IME (véanse las Cuentas Anuales adjuntas). El grupo es responsable de preparar el terreno para elaborar recomendaciones para conseguir la armonización de las normas y métodos contables del SEBC y, en particular, aquellas recomendaciones relativas a las disposiciones estatutarias sobre la renta monetaria, el desembolso de capital y la transferencia de activos en divisas.

El grupo de trabajo en temas informáticos es responsable del diseño y puesta en práctica de una estrategia técnica para los sistemas de información y comunicaciones del IME y del SEBC.

3. Los recursos financieros del IME

En cumplimiento del artículo 16 de sus Estatutos, el IME ha sido dotado de recursos financieros por valor de 615,6 millones de ECUs (véanse las notas de las Cuentas Anuales adjuntas).

El nivel de recursos requerido fue determinado por el Consejo del IME, sobre la base de la corriente de rendimientos anuales que tendrían que ser generados para cubrir el gasto corriente estimado en un año de actividad normal (alrededor de 44 millones de ECUs), junto con la inversión inicial en equipo del IME y el activo circulante. En caso de excedentes a final de año, éstos se emplearán de la siguiente manera: en primer lugar, un importe, que determinará el Consejo del IME, será transferido a un fondo de reservas reembolsable, junto con las contribuciones iniciales de los bancos centrales, en el momento de la liquidación del IME; en segundo lugar, todo excedente no transferido a las reservas del IME será abonado a los bancos centrales.

Los recursos financieros del IME fueron suministrados por los bancos centrales miembros, según la clave basada en la proporción de cada país en la población y en el PIB comunitarios, según el mismo método utilizable por el BCE en la tercera etapa.

Cuadro 10 **Participación de los bancos centrales en los recursos financieros del IME**
(En porcentaje)

	1994	A partir de 1995
<i>Deutsche Bundesbank</i>	24,20	22,55
<i>Banque de France</i>	18,30	17,00
<i>Banca d'Italia</i>	17,05	15,85
<i>Bank of England</i>	16,45	15,35
<i>Banco de España</i>	9,50	8,85
<i>De Nederlandsche Bank</i>	4,55	4,25
<i>National Bank of Belgium</i>	3,00	2,80
<i>Bank of Greece</i>	2,15	2,00
<i>Banco de Portugal</i>	1,95	1,85
<i>Danmarks Nationalbank</i>	1,80	1,70
<i>Central Bank of Ireland</i>	0,90	0,80
<i>Institut Monétaire Luxembourgeois</i>	0,15	0,15
<i>Sveriges Riksbank</i>	-	2,90
<i>Oesterreichische Nationalbank</i>	-	2,30
<i>Suomen Pankki</i>	-	1,65

Fuente: Decisiones del Consejo del IME núms. 2/94 y 3/95

Del presupuesto anual estimado, alrededor del 40% está dedicado a costes del personal y el 25% al alquiler y mantenimiento del edificio. El restante 35% cubre gastos de bienes, servicios y suministros, de los cuales un tercio de los cuales se deriva directamente de los servicios exigidos por el gran número de reuniones internacionales de los grupos descritos anteriormente, que se realizan en el IME, y de las relaciones habituales con las instituciones nacionales e internacionales requeridas por las actividades del IME.

B. ACTIVIDADES DEL IME

1. Coordinación de políticas monetarias y cambiarias

El IME tiene encomendada la función de fortalecer la coordinación de las políticas monetarias de los Estados miembros con el fin de asegurar la estabilidad de precios. En este contexto, el IME mantiene consultas regulares relativas a la orientación de las políticas monetarias, cuya responsabilidad incumbe a las autoridades nacionales durante la segunda fase de la UEM. El IME es consultado, normalmente, por las autoridades nacionales antes de que éstas tomen decisiones sobre la orientación de la política monetaria, en el contexto del marco común para la coordinación ex ante. El IME supervisa igualmente la evolución del SME.

Con este fin, el IME ha proseguido e intensificado el trabajo que el Comité de Gobernadores había iniciado y llevado a cabo durante la primera fase de la UEM. En este contexto, se realiza un seguimiento continuado de las políticas y evoluciones económicas y monetarias con el propósito de fomentar las evaluaciones comunes de las circunstancias vigentes y de las respuestas políticas apropiadas. El procedimiento de actuación implica analizar, a nivel de expertos y sobre una base semanal, las evoluciones registradas en los mercados de divisas y en los tipos de interés. Se evalúan los principales factores potencialmente relacionados con la evolución de los tipos de cambio, en los distintos Estados miembros y en el conjunto del SME, y se realiza un análisis de las perspectivas y evoluciones económicas presentes, de las decisiones de política económica adoptadas en los ámbitos monetario y presupuestario, y de las expectativas de los mercados financieros sobre los movimientos futuros de los tipos de cambio y de los tipos de interés. El Consejo del IME, en su reunión mensual ordinaria, examina la situación económica y financiera de los Estados miembros y la evolución simultánea de los mercados financieros internacionales.

Además, un análisis de carácter prospectivo, el ejercicio ex ante, se efectúa regularmente durante el otoño, antes de que las autoridades nacionales tomen decisiones públicas sobre la orientación futura de la política monetaria. En este marco, el IME analiza las tendencias económicas, monetarias y financieras, y estudia la adecuación de las posiciones de política monetaria de los Estados miembros. Se examina la posición global de política monetaria de la Unión, así como la compatibilidad de las políticas monetarias y cambiarias nacionales. El análisis ex ante viene seguido por un ejercicio de supervisión ex post, que se realiza normalmente al final de la primavera. El análisis ex post reconsidera las políticas monetarias, comparando la evolución económica registrada con las previsiones iniciales y examinando las perspectivas de política económica y monetaria correspondientes al período que resta del año.

Los fundamentos analíticos del esquema de supervisión se revisan y actualizan de modo continuado. En 1994, se realzó la importancia del proceso de transmisión monetaria y de las implicaciones de las diferencias en los procesos de transmisión nacionales sobre la coordinación de las políticas monetarias en el conjunto de la Unión.

El IME puede también expresar opiniones y recomendaciones respecto a la orientación global de la política monetaria y proponer a las autoridades monetarias de los Estados miembros recomendaciones relativas a la dirección de sus políticas monetarias y cambiarias. Hasta ahora, el IME no ha considerado necesario hacer uso de esta disposición. En 1994, el IME mantuvo también la práctica del Comité de Gobernadores consistente en examinar en detalle, una vez al año, la evolución de las finanzas públicas y sus implicaciones sobre la coordinación de las políticas monetarias. El IME reconoce la importancia crucial de la solvencia de la situación financiera del sector público para la persecución del objetivo de políticas monetarias orientadas a la estabilidad de precios. En la primavera de 1994, el IME

manifestó al Consejo, en dos ocasiones, su preocupación por el estado de las finanzas públicas en la Unión.

2. Trabajos preparatorios de la tercera fase

Una de las principales tareas del IME es la preparación del terreno para que sea posible al SEBC realizar sus tareas desde el inicio de la tercera fase. Ello implica llevar a cabo trabajos preparatorios en numerosas áreas de actividad de los bancos centrales; y, en especial, en las siguientes: política monetaria; política cambiaria; estadísticas; sistemas de pagos, y emisión de billetes.

2.1 Política monetaria

El Tratado establece los Estatutos del futuro SEBC y fija su principal objetivo en el mantenimiento de la estabilidad de precios. Pero, por lo que se refiere al modo de actuación concreto de la política monetaria, los Estatutos se limitan a formular principios generales; así, por ejemplo, el principio de una economía de mercado abierta y de libre competencia, la prohibición a los bancos centrales de financiar los déficit públicos, y la posible descentralización de la ejecución de las operaciones del SEBC, de modo que pueda recurrirse a los bancos centrales nacionales "en la medida en que se estime posible y adecuado".

El trabajo preparatorio implica un análisis técnico detallado de los distintos instrumentos potencialmente disponibles, o ya utilizados, en los países miembros para identificar diferencias institucionales entre ellos (una descripción de las estrategias e instrumentos actuales de política monetaria en los Estados miembros de la UE se ofrece en el anejo 1). Ello implica, asimismo, una revisión general de los principios básicos que se aplican en la Unión Europea para elaborar e implementar la política monetaria, con el fin de formular decisiones sobre cuestiones que implican opciones estratégicas. Las respuestas definitivas a la mayoría de estos problemas sólo se alcanzarán en una fase posterior, pues dependen en gran medida de las condiciones económicas y financieras imperantes en el momento de iniciar la tercera fase. No obstante, la anticipación temporal necesaria para introducir un nuevo esquema de instrumentación es tal, que hace ineludible avanzar en los preparativos. El trabajo en esta gran área está en vías de realización.

Una cuestión básica, por lo que se refiere a la dirección de la política monetaria en la tercera fase, consiste en dilucidar si el SEBC debe establecer directamente como objetivo la estabilidad de precios o emplear una estrategia basada en la adopción de un objetivo intermedio. La efectividad de ambas estrategias requiere un alto grado de transparencia y credibilidad e implica la existencia de una relación suficientemente previsible entre las medidas de política monetaria y la evolución de los precios. La elección de estrategia requiere una evaluación empírica que sólo podrá hacerse de modo pleno en una fase posterior, pero que deberá basarse en gran medida en la experiencia previa. Debe resaltarse que, al margen de la elección entre un enfoque directo o indirecto y entre diferentes objetivos intermedios, el SEBC necesitará supervisar la evolución de otros indicadores que podrían ofrecer información sobre la situación monetaria, económica y financiera, tanto actual como futura, y sobre la adecuación de la política monetaria aplicada. Está previsto volver a considerar estas cuestiones en 1996.

Para evaluar el impacto de la política monetaria única sobre los precios y la producción, es útil analizar las diferencias en los procesos de transmisión entre países, que podrían complicar la puesta en práctica de la misma. Un estudio preliminar (véase el recuadro 2 del capítulo I) muestra que tales diferencias están relacionadas de forma muy estrecha con

factores estructurales e institucionales. Si bien es cierto que la creciente integración de los mercados y el movimiento hacia la tercera fase conducirán a una mayor convergencia en las áreas financieras, la desaparición de otras diferencias estructurales entre los distintos países no es, en cambio, deseable ni posible. Dichas diferencias también existen dentro del ámbito de las fronteras nacionales.

En la instrumentación día a día de la política monetaria, el SEBC se concentrará en el seguimiento de uno o varios tipos de interés a corto plazo. Al incidir sobre la evolución de este (o estos) tipo(s) de interés, el SEBC estará transmitiendo información a los participantes en el mercado. Por lo tanto, el SEBC deberá ser capaz de suministrar señales de política claras y exentas de ambigüedad. Dichas señales no deben verse obstaculizadas por diferencias en las condiciones en que se mueven los tipos de interés a nivel nacional.

Los requisitos de una posición monetaria única radican tanto en el terreno de los instrumentos y procedimientos como en el de los mercados interbancarios y sistemas de pagos. Un elevado grado de armonización de instrumentos y procedimientos es indispensable para proporcionar señales uniformes de política monetaria en todos los países. Otra condición crucial es la presencia de suficientes posibilidades de arbitraje para los bancos. Solamente cuando éstos puedan transferir, libremente y en el día, reservas de los bancos centrales a través de las fronteras nacionales, las variaciones de los tipos de interés se transmitirán de modo rápido y uniforme por toda la Unión. Ello tiene importantes implicaciones respecto al grado requerido de integración de los sistemas de liquidaciones y pagos (véase, más abajo, la sección 2.4).

La evaluación de instrumentos de política monetaria y procedimientos operativos alternativos debe basarse en un cierto número de principios:

- eficiencia: los instrumentos y procedimientos de política monetaria deben permitir al SEBC controlar eficientemente sus objetivos. Un elemento importante de un esquema operativo eficiente radica en que éste garantice que las señales de política monetaria del SEBC serán uniformes y constantes;
- conformidad con los principios de una economía de mercado: la instrumentación de la política monetaria debe efectuarse "con arreglo al principio de una economía de mercado abierta y de libre competencia, fomentando una eficiente asignación de recursos" (Tratado de Maastricht, artículo 105);
- tratamiento equitativo: el SEBC debe tratar por igual, e independientemente de sus países de origen, a todos los grupos de instituciones financieras que tengan acceso a las operaciones de dicha institución;
- sencillez y transparencia: la política monetaria y sus procedimientos de actuación deben ser sencillos y aplicados de modo claro, a fin de que contribuyan a cumplir los criterios de tratamiento equitativo y conformidad con los principios de una economía de mercado en un sistema descentralizado de bancos centrales;
- descentralización: para ejecutar las operaciones del SEBC, éste recurrirá a los bancos centrales nacionales "en la medida en que se estime posible y adecuado" (artículo 12 de los Estatutos del SEBC). El cumplimiento de este principio puede ser de gran relevancia práctica en tanto en cuanto el BCE pueda aprovechar la experiencia y el conocimiento de los bancos centrales sobre sus respectivos mercados nacionales;
- continuidad: la transición al nuevo esquema operativo al comienzo de la tercera fase puede facilitarse contando, en la mayor medida posible, con la infraestructura inicial y utilizando los instrumentos que puedan adaptarse al cambio de entorno.

Los trabajos de discusión del esquema operativo de instrumentación de la política monetaria del SEBC (selección de los instrumentos de política susceptibles de ser usados y

definición de sus características deseables y de los procedimientos operativos relevantes) están actualmente en fase de realización. Partiendo de un examen cuidadoso de los instrumentos concretos de política, sobre la base de las experiencias nacionales, se efectuará la comparación de las posibles opciones alternativas en cuanto al esquema operativo global, a la vista de las características esperadas del marco económico y financiero en la tercera fase.

Los rasgos de un posible sistema de coeficiente de caja deberán estar preparados en una etapa inicial, de modo que, si fuera necesario, los sistemas ya existentes puedan ser ajustados y puedan instaurarse nuevos sistemas con la antelación necesaria. El mismo criterio se contempla en relación con las características generales de las líneas disponibles de crédito y depósitos y a las operaciones de mercado abierto. Asimismo, será necesario determinar los valores que cumplirían los requisitos exigibles como garantías para dichas operaciones y como instrumentos fundamentales para las operaciones de mercado abierto. Además, se necesita un análisis técnico de la viabilidad y las características de la instrumentación descentralizada de las operaciones de mercado abierto. Por último, será necesaria una consideración conjunta de estos diferentes estudios, para posibilitar el estudio del esquema operativo global del SEBC. Sin embargo, dichos análisis no restringirán la libertad del SEBC para decidir sobre el uso de estos instrumentos y su modo concreto.

2.2 Política cambiaria

Desde el comienzo de la tercera fase de la UEM, el SEBC debe estar preparado para dirigir una política cambiaria única. A fin de capacitar al SEBC para desempeñar dicha tarea, deben quedar preparadas con antelación varias cuestiones. Estas incluyen, en particular, la transferencia de activos en divisas desde los bancos centrales nacionales al Banco Central Europeo (BCE), la gestión de las reservas de los bancos centrales nacionales y del BCE, la organización de la intervención en los mercados de divisas, y las relaciones cambiarias con las divisas de los Estados miembros no participantes en la tercera fase.

El IME ha previsto estudiar estos temas a lo largo de 1995 y 1996. Un análisis preliminar sobre la organización de la intervención en los mercados de divisas fue iniciado en 1994. Por analogía con la política monetaria única, y pese a que las principales decisiones correrán a cargo del BCE, la organización de las operaciones de intervención cambiaria tiene que definirse y prepararse antes del comienzo de la tercera fase. En particular, deberá determinarse si las operaciones de intervención en los mercados de divisas tienen que estar centralizadas o descentralizadas y en qué grado. La viabilidad técnica de esquemas operativos alternativos, así como su respectiva eficiencia en términos de instrumentación de la política cambiaria, serán evaluadas antes de adoptar una solución definitiva. Otra cuestión que debe examinarse es la relativa a las implicaciones, para la organización de la política cambiaria, de las relaciones entre la nueva moneda única y otras divisas; especialmente, por una parte, respecto a las divisas no pertenecientes a la UE, y, por otra, respecto a las de los Estados miembros no participantes en el proceso de unificación.

2.3 Estadísticas

El Tratado señala que el IME "fomentará la armonización, cuando sea necesario, de las normas y prácticas por las que se regule la recopilación, elaboración y distribución de estadísticas en el ámbito de sus competencias". Ello implica asegurar la disponibilidad, en la tercera fase, de estadísticas de la Unión Monetaria adecuadamente articuladas, y apoyar los esfuerzos del IME para "fortalecer la coordinación de las políticas monetarias con el fin de garantizar la estabilidad de precios".

Teniendo en cuenta el amplio margen temporal necesario para el desarrollo estadístico, el Comité de Gobernadores inició en 1992 el trabajo preparatorio para la tercera fase. Posteriormente, se llegó a un acuerdo provisional con la Comisión, de forma que el Comité y su sucesor, el IME, se constituyeron en responsables principales, a nivel de la Unión Europea y de modo general, del desarrollo conceptual de las estadísticas monetarias y bancarias, así como de las relativas a los flujos financieros, y correspondientes stocks, en la balanza de pagos. Dicho acuerdo está actualmente en proceso de revisión, junto con los correspondientes a la cooperación en materias estadísticas a nivel de la UE. Se tiene la intención de definir, en 1995, los campos de competencia y responsabilidad respectiva del futuro SEBC y de la Comisión Europea (EUROSTAT) en las distintas áreas estadísticas.

La primera tarea consistió en establecer las necesidades probables de estadísticas para la tercera fase. Los resultados de dicho trabajo indicaron la necesidad de un amplio conjunto de estadísticas monetarias, financieras y de balanza de pagos, para la dirección de una política monetaria única. Ello incluía estadísticas monetarias adecuadamente articuladas a nivel del conjunto de la Unión Monetaria, disponibles mensualmente con puntualidad, y datos mensuales de balanza de pagos para la Unión Monetaria, cubriendo, al menos, los renglones básicos de las transacciones con terceros países.

Como primera medida, el Comité de Gobernadores acordó, en septiembre de 1993, que todos los bancos centrales aprovecharían el campo existente para mejorar la oportuna disposición temporal de estadísticas monetarias, bancarias y de balanza de pagos consideradas como "esenciales". Se acordó igualmente que, con el fin de asegurar que las estadísticas monetarias mensuales articuladas al nivel del conjunto de la Unión Monetaria pudieran ser recopiladas desde el comienzo de la tercera fase, todos los Estados miembros deberían efectuar las provisiones necesarias para permitir la desagregación de las posiciones externas de los bancos, por una parte, vis-a-vis de los Estados miembros de la Unión Monetaria, y, por otra, respecto a terceros países.

Se recopiló un conjunto de inventarios de estadísticas disponibles en los países miembros, así como aquellas que, aunque todavía no disponibles, habían sido ya planificadas o podrían estar disponibles con relativa facilidad. La comparación de los resultados de estos ejercicios ayudó a identificar insuficiencias en este terreno, e indicó los aspectos que requerían armonización. Se constató un amplio conjunto de elementos comunes en las estadísticas de los países miembros, con una adecuación satisfactoria a los requerimientos exigidos por la Unión Monetaria. Pero existen numerosas diferencias a nivel de detalle, y algunas más sustanciales, como reflejo de énfasis distintos de política y de diferentes prácticas y estructuras financieras nacionales.

A finales de 1994, el Consejo del IME alcanzó un acuerdo sobre el concepto de "institución financiera monetaria", cuyo balance deberá incorporarse al balance consolidado del sistema bancario de la Unión Monetaria, y sobre el formato de presentación de este balance consolidado. El Consejo también llegó a un acuerdo sobre la necesidad de estadísticas mensuales de balanza de pagos a nivel del conjunto de la Unión Monetaria y sobre las definiciones de los conceptos de residencia y sector económico.

Debe mantenerse una concepción clara, pero flexible, de la necesidad de armonización, lo cual no significa necesariamente un enfoque idéntico en todos los casos. En determinadas áreas claramente conectadas con la actividad del BCE, puede ser suficiente un grado razonable de comparabilidad entre países dentro de la futura Unión Monetaria, como consecuencia, especialmente, de que la estructura y el funcionamiento de los mercados financieros nacionales pueden (aún) diferir de modo significativo. No obstante, se requiere un alto grado de ajuste cuando se trata de agregaciones estadísticas, y especialmente si es necesaria la consolidación supranacional. Tales consideraciones deberán influir significativamente en la prioridad otorgada a las tareas concretas de armonización.

Por lo que respecta a los restantes trabajos, quedan por analizar varias secciones de los requerimientos antes señalados; así, por ejemplo, balances de los bancos centrales, tipos de interés, estadísticas de los mercados financieros y cuentas financieras, sociedades de inversión y posición neta externa. Todos ellos, junto a cuestiones técnicas tales como los procedimientos de agregación, serán objeto de atención lo antes posible. Asimismo, dado que es responsabilidad de la Comisión Europea suministrar los datos necesarios para la aplicación de los criterios de convergencia, el IME está obligado a prestar una especial atención a informar sobre los mismos: por tanto, se dedicará un creciente esfuerzo al examen de las estadísticas requeridas para la evaluación de la convergencia.

Aunque las tareas estadísticas del IME deben centrarse en las necesidades operativas que se derivan de la dirección de la política monetaria única en la tercera fase (así como de la coordinación de las políticas monetarias nacionales durante la segunda fase), el IME parte de la aceptación de las normas estadísticas vigentes, tanto a nivel internacional como específicamente en la Unión Europea, al tiempo que trata de influir en el desarrollo futuro de dichas normas. Por lo demás, el IME es consciente de los costes que conlleva el proceso de suministro estadístico para las instituciones informantes, y quiere evitar, en la mayor medida posible, imponerles cargas adicionales.

Por todo ello, el IME concede una gran importancia al desarrollo de una estrecha cooperación en este terreno no sólo con las autoridades estadísticas de los países miembros, sino también con la Comisión Europea (EUROSTAT) y con el conjunto de los organismos internacionales: cooperación que se promueve a través de la participación en el Comité de Estadísticas Monetarias, Financieras y de Balanza de Pagos, que incluye representantes de bancos centrales del EEE, organismos estadísticos oficiales, la Comisión Europea y el IME; y, asimismo, por la vía de la participación en otros comités internacionales y en grupos y subgrupos de trabajo relacionados con estos temas.

2.4 Sistemas de pagos

Una de las principales tareas del IME es la de preparar el marco que permita al SEBC promover la eficiencia y la fluidez de los pagos transfronterizos desde el comienzo de la tercera fase. A este respecto, el Tratado no distingue entre grandes pagos y pagos al detalle. Sin embargo, el trabajo preparatorio se ha centrado hasta la fecha en los grandes pagos, los cuales constituyen el núcleo de los sistemas de pagos en las economías modernas. Menor atención se ha prestado a los pagos al detalle (dado el menor nivel de riesgo que implican) y, hasta el momento, a los sistemas de liquidación de valores.

El análisis de las implicaciones del acceso a la tercera fase, en el terreno del sistema de pagos, fue iniciado bajo el patrocinio del Comité de Gobernadores en 1992 y ha continuado bajo el del IME. En noviembre de 1994, el IME publicó una nota sobre "Las intenciones del IME en relación a los pagos transfronterizos en la tercera fase" que fue difundida a través de los bancos centrales a las respectivas comunidades bancarias nacionales.

Actualmente, los flujos de pagos entre los países de la UE dependen fundamentalmente de los corresponsales bancarios. Aunque los inconvenientes tradicionales en términos de rapidez y riesgo han disminuido (y pueden continuar disminuyendo en paralelo con el progreso tecnológico y el adecuado control de riesgos), los corresponsales bancarios sólo no serán suficientes para manejar los futuros grandes pagos interbancarios o los que se deriven de las operaciones de política monetaria del SEBC.

Al igual que en los actuales sistemas nacionales, en el área de la UEM se tendrán que realizar grandes pagos sobre cuentas del banco central a través de sistemas que reúnan altas condiciones de seguridad, rapidez y eficiencia. De acuerdo con los principios adoptados

en el nivel nacional, una gran proporción de los grandes pagos serán canalizados en la tercera fase a través del banco central, vía sistemas brutos de liquidación en tiempo real, con objeto de minimizar los riesgos de los participantes y del conjunto del sistema de pagos. Tendrá que ser establecido un sistema de ámbito europeo, con objeto de propiciar que el impacto de las decisiones de política monetaria sea transmitido, rápida y eficientemente, a todos los participantes en el mercado monetario único, que abarcará todos los Estados miembros participantes en la UEM.

Parece que el tiempo y los recursos necesarios para diseñar e implantar cualquier sistema nuevo son tales, que el trabajo preparatorio debe empezar con varios años de antelación. El IME y los bancos centrales de la UE deben proporcionar al sector privado las directrices para permitirle seleccionar y planificar sus inversiones con vistas a la tercera fase.

El desarrollo de un sistema de pagos brutos de liquidación en tiempo real (SBLTR) de ámbito europeo debe responder a tres principios básicos que se derivan del Tratado de la Unión Europea: eficiencia, libre competencia y descentralización. Los nuevos servicios de pago ofrecidos por el SEBC deben incrementar, especialmente, la eficiencia técnica, minimizar el riesgo de sistema y, en la medida de lo posible, ser efectivos, en términos de costes. Para respetar la libre competencia, la participación en el SBLTR europeo no será obligatoria para las entidades de crédito. Sólo las transacciones relativas a las operaciones de política monetaria tendrán que ser procesadas a través del sistema TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer) propuesto. Podrán continuar funcionando otros sistemas para los pagos al detalle e incluso para los grandes pagos, siempre que reúnan unas condiciones adecuadas de seguridad que no sean significativamente inferiores a las del SBLTR europeo. Finalmente, respondiendo al principio de descentralización, el futuro sistema será organizado en torno a la infraestructura y cuentas de liquidación mantenidas en los bancos centrales nacionales.

En consonancia con estos principios, los bancos centrales de la UE y el IME han adoptado una estrategia basada en una armonización mínima de los sistemas nacionales y una infraestructura común necesaria para implantar un nuevo sistema de transferencias de pagos para la tercera fase: el sistema TARGET. Este incluirá un SBLTR en cada país y un sistema de interconexión -una red de infraestructuras y procedimientos para conectar los SBLTR- con el fin de procesar los pagos transfronterizos.

Las características operativas del sistema serán definidas en el curso de 1995 por el IME en cooperación con los bancos centrales de la UE y demás partes (tales como las entidades de crédito) implicadas en estos asuntos.

2.5 Preparación de billetes europeos

En la tercera fase de la UEM, el SEBC emitirá la moneda única: en concreto, los billetes que reemplazarán a los nacionales que actualmente existen. El IME tiene el cometido específico de supervisar la preparación técnica de esos nuevos billetes.

El proceso de imprimir y emitir billetes es dilatado y requiere un largo período antes de que estén listos para emitirlos en sustitución de los circulantes. El proceso de sustituir los sistemas actuales de billetes nacionales mediante uno nuevo común es aún más complejo, tanto en lo que se refiere al calendario como a los problemas que se han de resolver. A modo de ejemplo, en los quince Estados miembros de la Unión, a finales de 1994 circulaban 12.000 millones de billetes y había otros 8.000 millones almacenados. Durante 1994, se imprimieron 6.500 millones de billetes nuevos para los bancos centrales de la UE.

El IME se ha ocupado ya de algunos asuntos relativos a la preparación de los billetes europeos: en particular, de lo que respecta al número y valor de las denominaciones que se

han de emitir, y de la frontera entre las monedas y los billetes de la moneda única. Primeramente, respecto de la frontera billete/moneda, se ha acordado que la moneda de mayor valor sea la de 2 ECUs, y el billete inferior, de 5 ECUs. El grupo de trabajo formado por los directores de las casas de moneda, con el que el IME ha cooperado estrechamente, comparte esta opinión. En segundo lugar, en lo relativo a la secuencia, número y valor de las denominaciones de los billetes, se ha aceptado la secuencia 1:2:5, que proporciona un conjunto de siete billetes de 5 a 500 ECUs. En tercer lugar, el conjunto de opciones relativas a la apariencia de los billetes europeos se ha reducido a dos: un billete absolutamente idéntico, para toda el área de la moneda única; o bien, billetes con una cara idéntica, pero con un discreto elemento nacional en la otra.

También se prevé trabajar en los aspectos organizativos, institucionales y legales relacionados con la emisión y con el manejo de billetes posterior a ésta. Asimismo, ha comenzado la selección de temas que servirán de base al diseño del nuevo sistema de billetes. A tal efecto, el IME ha establecido un comité asesor compuesto por expertos en historia, psicología y diseño gráfico.

Entre las especificaciones técnicas de los billetes europeos, habrán de figurar las características de seguridad más avanzadas, que ayudan a evitar las falsificaciones y permiten a los diferentes grupos de usuarios identificarlas rápidamente. Se sopesarán con todo cuidado las posibilidades específicas de cada uno de esos elementos para incorporar en el diseño los que optimicen la seguridad del billete común.

Continúa también el trabajo preparatorio relativo a los aspectos prácticos del lanzamiento de los nuevos billetes europeos. Se están estudiando varias posibilidades, a la luz de factores tales como calendario, viabilidad técnica, costes, aceptación por el público y consideraciones políticas. Dado que éste es un asunto de crucial importancia para la credibilidad y aceptabilidad del billete europeo, el IME busca hoy día colaboración estrecha con otros organismos competentes.

2.6 Establecimiento del SEBC

El establecimiento del BCE y del SEBC requiere un considerable trabajo preparatorio en diversas áreas técnicas e institucionales. Una de las áreas donde el trabajo ya ha comenzado es la relativa a la armonización de los procedimientos contables para elaborar el balance consolidado del SEBC desde el comienzo de la tercera fase. En efecto: la armonización de las normas contables y de los criterios generales es un requisito previo indispensable para llevar a cabo una política monetaria única y para la aplicación de lo previsto en los Estatutos del SEBC en cuanto a la asignación de los ingresos monetarios de los bancos centrales nacionales y transferencias de activos exteriores.

Como primer paso, se realizó un inventario de los métodos contables aplicados por los bancos centrales de la UE. Este trabajo permitió establecer las bases para el desarrollo de una metodología contable para el IME. Dicha metodología detallaba, entre otras cosas, los principios para la valoración de activos y pasivos y para el reconocimiento de los ingresos, un cuadro de cuentas, reglas de capitalización y depreciación, técnicas contables y procedimientos de control.

El trabajo actualmente en curso está preparando el terreno para la armonización de las normas contables y criterios generales del SEBC. Al desarrollar el esquema apropiado de principios contables, hay que considerar los requerimientos técnicos y operativos del propio funcionamiento de la política monetaria, al tiempo que también hay que tener en cuenta que lo deseable es un esquema contable adaptable y transparente para todos los bancos centrales nacionales. Esta consideración se ha aplicado, asimismo, a los aspectos legales asociados a la implantación de las normas y principios contables cuya armonización se

recomienda en cada uno de los Estados miembros. Se está trabajando sobre el método de cálculo de los ingresos monetarios para asegurar un sistema equitativo, controlable y transparente.

El calendario previsto para el trabajo preparatorio deja suficiente margen a los bancos centrales nacionales para implantar las recomendaciones aprobadas por el Consejo del IME, incluyendo los cambios de la legislación nacional, si ello fuera necesario.

Otro aspecto en el que el trabajo preparatorio para el establecimiento del SEBC ha comenzado es el del sistema de información y comunicaciones necesario entre el BCE y los bancos centrales nacionales. Se ha identificado la relación de tareas para las que hay que preparar sistemas de información y comunicaciones.

En primer lugar, se requerirá un sistema efectivo y flexible de teleconferencia para dirigir todas las actividades del SEBC en la tercera fase. El actual sistema del que dispone el IME está limitado principalmente por su escasa capacidad de expansión. En segundo lugar, los sistemas de información son necesarios para sostener el intercambio de información no estadística dentro del SEBC, como la necesaria para las decisiones políticas del BCE y para asegurar el efectivo funcionamiento de la política monetaria única en la tercera fase. Estos sistemas de información son necesarios también para mantener el intercambio de información estadística, la de las operaciones de política monetaria y cambiaria, así como la de los datos relativos a la contabilización de la emisión de billetes y los datos financieros y económicos necesarios para dirigir la política monetaria única. En tercer lugar, hay que realizar análisis técnicos para delimitar el punto hasta el cual pueden descentralizarse las operaciones de mercado abierto y las de intervención en el mercado de divisas; los sistemas de información para el control de estas operaciones tendrán que ser diseñados consecuentemente. En cuarto lugar, se necesita una arquitectura adecuada de los sistemas de información para la gestión y operaciones en divisas del BCE. Finalmente, con objeto de poder procesar con seguridad y eficacia los grandes pagos en la tercera fase -particularmente los derivados de la implantación de la política monetaria única- tendrán que implantarse los sistemas adecuados de información y comunicaciones para sustentar el sistema TARGET, que será establecido mediante la interconexión de los SBLTR nacionales.

Con la excepción del estudio sobre la sustitución del sistema de teleconferencia, el desarrollo específico de todos los proyectos antes mencionados no podrá comenzar hasta que se hayan identificado los principales requisitos. Se prevé que estos requisitos funcionales sean concretados por los más importantes subcomités y grupos de trabajo del IME tan pronto como sea posible.

3. Utilización del ECU y supervisión del Sistema de Compensación y Liquidación en ECUs

3.1 Utilización del ECU privado en 1993 y 1994

La utilización del ECU privado en 1993 y 1994 estuvo fuertemente influida por los acontecimientos ocurridos en las esferas económica, legal e institucional. Las tensiones en el Mecanismo de Cambios del SME durante el primer semestre de 1993 originaron incertidumbres sobre la evolución de los tipos de interés y de los tipos de cambio de las monedas componentes y, por lo tanto, del ECU, tanto en el horizonte temporal más inmediato como en el largo plazo. La ampliación de las bandas de fluctuación del Mecanismo de Cambios del SME al $\pm 15\%$, el 2 de agosto de 1993, elevó la conciencia del mercado sobre tales riesgos. Sin embargo, el posterior restablecimiento de condiciones de mercado más

ordenadas y el retorno de la mayor parte de las monedas a cotizaciones en el interior de, o próximas a, sus anteriores límites tendieron a estabilizar las expectativas de mercado.

Desde el punto de vista legal e institucional, el fin de las incertidumbres respecto a la ratificación del Tratado de la Unión Europea y su entrada en vigor a partir del 1 de noviembre de 1993 restablecieron las expectativas respecto a la futura UEM. De acuerdo con el artículo 109g del Tratado de Maastricht, la composición de la cesta del ECU quedó congelada, a partir de la entrada en vigor del Tratado, reduciendo las incertidumbres sobre el valor futuro del ECU. En abril de 1994, la Comisión Europea adoptó tres documentos legales dirigidos a tranquilizar a los mercados respecto a la situación legal actual y futura de los contratos financieros y no financieros en ECUs. El paquete incluía una propuesta de reglamento que consolidara la legislación existente respecto a la composición por monedas del ECU, posteriormente adoptada por el Consejo, una recomendación de la Comisión sobre el tratamiento legal del ECU y de los contratos denominados en ECUs, y una nota explicativa de la Comisión sobre las nuevas cláusulas incluidas en sus folletos de emisión de bonos, asegurando la continuidad legal entre el ECU-cesta y la futura moneda única.

A pesar de los progresos alcanzados en el marco legal e institucional, las incertidumbres restantes y la evolución adversa de los mercados de bonos mundiales, durante la mayor parte de 1994, impidieron que el mercado del ECU retornara a las condiciones favorables que disfrutó con anterioridad a las tensiones del Mecanismo de Cambios del SME. No obstante, en conjunto, los mercados en ECUs han mostrado un cierto nivel de resistencia en un período plagado de dificultades, debido a las tensiones en el Mecanismo de Cambios del SME, las cambiantes percepciones del mercado en relación con el calendario para la UEM y, más recientemente, el debilitamiento de los mercados de bonos a nivel mundial.

Tras haber caído un 2,8% entre septiembre de 1992 y septiembre de 1993, el tamaño global estimado de los mercados financieros en ECUs volvió a reducirse (en un 6,6%) en los doce últimos meses hasta septiembre de 1994. Respecto a su nivel máximo, alcanzado en septiembre de 1992, los mercados financieros en ECUs se han contraído en un 9,2%, aunque su tamaño continúa siendo superior en un 3,5% al alcanzado en septiembre de 1991.

En el sector bancario, la actividad crediticia en ECUs todavía no se ha recuperado del descenso que experimentó en el segundo semestre de 1992. Después de haberse estancado a lo largo de los tres primeros trimestres de 1993, el saldo vivo de activos y pasivos bancarios internacionales denominados en ECUs disminuyó un 9,9% y un 9,7%, respectivamente, durante los últimos doce meses hasta septiembre de 1994. Las transacciones interbancarias continúan siendo predominantes, representando casi un 70% de los activos vivos y cerca del 85% de los pasivos bancarios denominados en ECUs. Dada la expansión de la actividad crediticia internacional, la cuota de mercado del ECU disminuyó al 2,7%, comparado con el 3,0% al final de septiembre de 1992. Esta caída ocurrió a pesar del considerable crecimiento de las tenencias en ECUs privados de los bancos centrales.

Cuadro 11

Mercados financieros en ECUs
(SalDOS a fin de período, en mm de ECUs)

	1991	1992	1993	1994			
	SEP	SEP	SEP	MAR	JUN	SEP	DIC
Total bonos:	111,4	130,3	126,5	125,1	125,4	124,4	124,6
de los que:							
- internacionales	72,3	86,3	80,2	75,6	73,5	71,6	70,6
- nacionales	39,1	44,0	46,3	49,5	51,9	52,8	54,0
Letras del Tesoro (nacionales)	7,9	6,9	8,3	6,2	5,4	4,7	3,5
Europagarés y euroletras	9,5	8,6	6,5	6,1	6,1	6,4	6,7
Préstamos bancarios (estimación) ^(a)	60,7	66,5	66,6	65,4	61,9	59,9	...
Total:	189,5	213,3	207,9	202,8	198,8	195,4	...
Ajuste por doble contabilidad (estimación) ^(b)	-20,0	-20,0	-20,0	-20,0	-20,0	-20,0	...
Total (estimación)	169,5	193,3	187,9	182,8	178,8	175,4	...
Activos bancarios, de los cuales:	175,7	198,0	196,0	188,2	182,4	176,4	...
- frente a entidades no bancarias ^(c)	46,1	61,6	61,0	59,0	55,4	54,6	...
Pasivos bancarios, de los cuales	180,9	200,7	191,9	186,3	180,3	173,1	...
- frente a entidades no bancarias ^(c)	28,7	34,9	30,9	28,4	27,5	26,9	...
Pro memoria:							
SalDOS en ECUs privados de los bancos centrales	28,8	18,9	19,1	24,1	24,8	24,0	23,7
Volumen negociado de valores en ECUs ^(d)	1143,7	1473,6	333,6	370,3	395,0	402,0	...
<i>% del volumen total negociado en todas las monedas</i>	<i>16,0</i>	<i>13,3</i>	<i>6,1</i>	<i>5,5</i>	<i>6,6</i>	<i>6,9</i>	<i>...</i>

Fuentes: BIS, Euroclear y Cedel.

(a) Préstamos últimos y préstamos a bancos fuera del área de las entidades que remiten información de datos en ECUs.

(b) Existe un solapamiento entre los valores y los mercados bancarios, derivado del papel de los bancos como emisores y tenedores de valores en ECUs, que ha sido estimado, por no disponerse de información completa.

(c) Sólo entidades no bancarias identificadas como tales.

(d) Mercados primarios y secundarios. Bonos nacionales y eurobonos a tipos fijos, bonos convertibles, letras a tipos variables, certificados de depósito y letras a corto y medio plazo.

El mercado de bonos en ECUs también se vio afectado por las tensiones del Mecanismo de Cambios del SME durante 1992 y 1993. Sin embargo, la actividad emisora, que prácticamente había desaparecido a finales de 1992 y principios de 1993, se reanudó posteriormente. Dicha actividad emisora, encabezada inicialmente por los Estados miembros e instituciones de la UE comprometidas al desarrollo de los mercados en ECUs y al mantenimiento de condiciones de liquidez satisfactorias, se ha extendido, recientemente, también a los participantes del sector privado. No obstante, la actividad se mantuvo relativamente débil, en comparación con los niveles alcanzados antes de la crisis del Mecanismo de Cambios del SME. La emisión bruta fue incluso ligeramente inferior a las amortizaciones durante 1993 y 1994, dejando el saldo vivo total estancado a niveles algo inferiores a los alcanzados en septiembre de 1992. La liquidez en el mercado secundario de bonos, que se había reducido en el segundo semestre de 1992, se recuperó parcialmente con

posterioridad. El número de creadores de mercados en las transacciones de bonos en ECUs disminuyó, como consecuencia de las adversas condiciones de mercado. Solamente unas pocas emisiones de bonos en ECUs de considerable volumen pueden considerarse como verdaderamente líquidas a finales de 1994. Los inversores, o bien cambiaron el vencimiento de sus tenencias en ECUs hacia vencimientos más cortos, o bien cancelaron sus posiciones en ECUs desplazándose a otros mercados de bonos más líquidos, especialmente los denominados en marcos alemanes, francos franceses y dólares USA.

El relativamente escaso mercado con que cuentan las letras a corto y medio plazo denominadas en ECUs en los euromercados se mantuvo prácticamente estancado, en términos absolutos, a lo largo de todo el período examinado, comparado con una actividad notable en otras monedas, lo que condujo a una caída de su cuota de mercado. El saldo vivo de letras del tesoro en ECUs emitidas en sus respectivos mercados nacionales se mantuvo constante en el Reino Unido y disminuyó en Italia.

La evolución del mercado de productos derivados en ECUs siguió las mismas pautas que la evolución de los mercados de los productos subyacentes. El volumen negociado en los contratos futuros de tipos de interés a largo plazo del bono en ECUs a través del MATIF, que ya había disminuido a principios de 1993 desde su nivel máximo alcanzado en 1992, volvió a aproximarse, durante el segundo trimestre de 1994, a los niveles observados antes de las tensiones del Mecanismo de Cambios del SME, estabilizándose posteriormente en dichos volúmenes. Los contratos futuros de tipos de interés a tres meses negociados por el LIFFE alcanzaron máximos históricos en volumen en los meses que precedieron y prosiguieron a la ampliación de las bandas de fluctuación del Mecanismo de Cambios del SME. Posteriormente, el volumen negociado volvió a disminuir, durante el segundo semestre de 1994, pero se estabilizó alrededor de niveles claramente superiores a los registrados antes de las tensiones del Mecanismo de Cambios del SME.

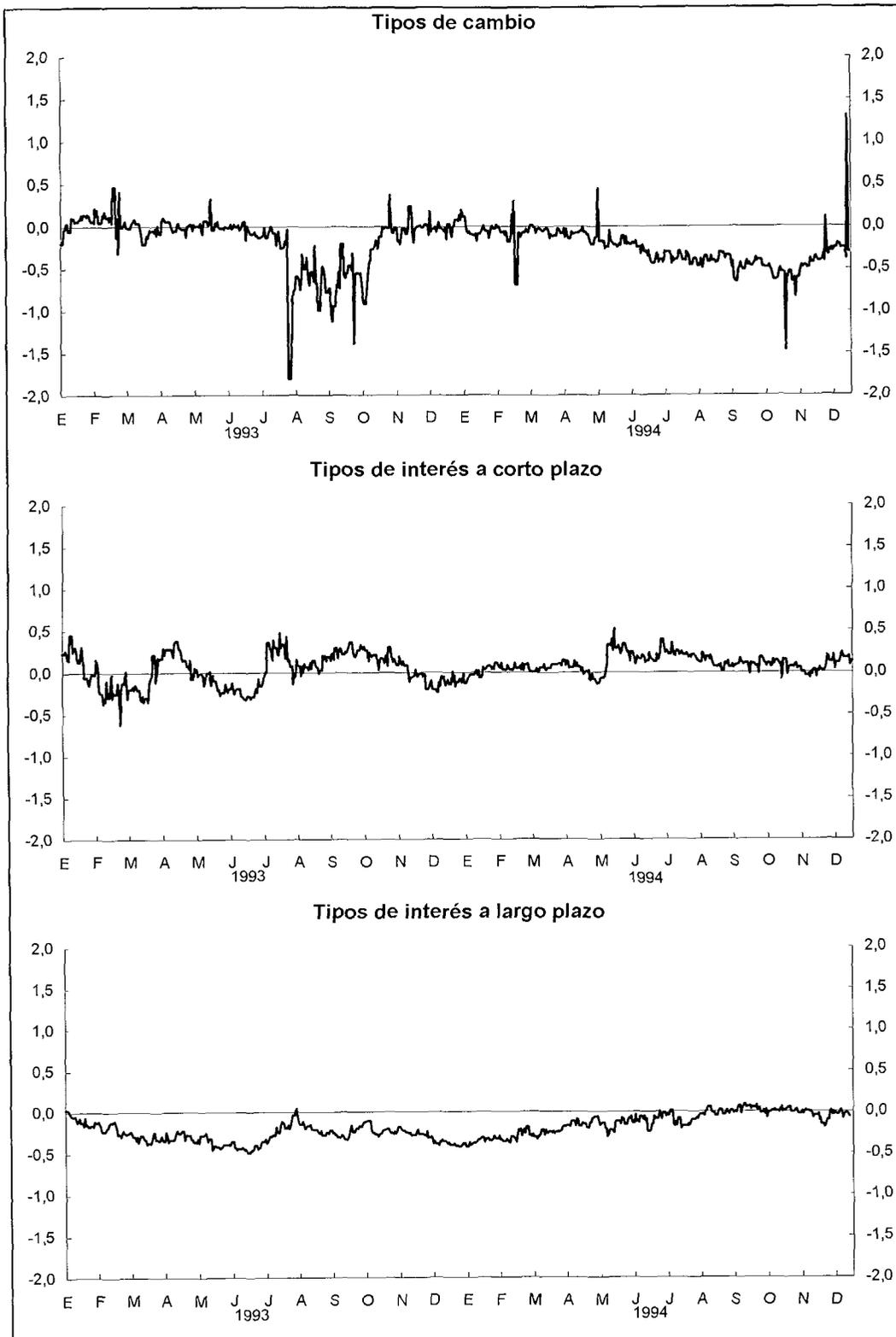
En contraste con lo ocurrido en el segundo semestre de 1992, las tensiones en el Mecanismo de Cambios del SME durante el primer semestre de 1993 no originaron la aparición de un diferencial significativo entre el valor teórico de la cesta y el tipo de cambio de mercado del ECU, excepto en el período anterior y posterior a la ampliación de las bandas de fluctuación del Mecanismo de Cambios del SME, en que el diferencial alcanzó 150 puntos básicos. El retorno gradual a condiciones de mercado más tranquilas contribuyó a estrechar los diferenciales sustancialmente, a finales de 1993. A partir del segundo trimestre de 1994, el diferencial se amplió, de nuevo, hasta 50 puntos básicos y permaneció en dichos niveles hasta el final de septiembre de 1994. En el último trimestre de dicho año, el diferencial prácticamente desapareció. Las ventas de bonos en ECUs en condiciones de mercado poco líquidas, anteriormente mencionadas, contribuyeron a explicar, en parte, este fenómeno.

Los diferenciales entre los tipos de interés de mercado y los teóricos se mantuvieron dentro de un rango relativamente estrecho a lo largo de 1993 y 1994. Para los vencimientos a corto plazo (tipos del eurodepósito a tres meses), el diferencial alcanzó alternativamente valores positivos y negativos en un rango no superior a 50 puntos básicos. Para vencimientos a más largo plazo, las variaciones del diferencial siguieron más estrechamente que en períodos pasados la evolución contemporánea del diferencial de tipos de interés a corto plazo. Hasta mediados de 1994, los tipos de mercado se situaron ligeramente por debajo del rendimiento teórico (dentro de una banda comprendida entre 10 y 50 puntos básicos); durante el segundo semestre de 1994, no se observó prácticamente diferencial alguno.

Respecto a la situación legal del ECU, es preciso destacar que un muestreo llevado a cabo por el precedente Comité de Gobernadores en noviembre de 1993, siguiendo una

Gráfico 9

Diferencia entre el ECU de mercado y el ECU cesta
(en puntos porcentuales)



Fuente: Datos nacionales.

amplia revisión realizada por la Comisión Europea sobre la existencia de obstáculos legales al uso del ECU, confirmó que en todos los Estados miembros, salvo dos, el ECU tenía la consideración formal de divisa. Además, la abolición de las restricciones pendientes a los movimientos de capital había reducido el tratamiento diferencial de las divisas, incluido el ECU, en relación con las monedas nacionales.

Recientemente, se han emprendido diversas iniciativas para mejorar la cobertura estadística de la utilización del ECU en transacciones no financieras, de la denominación de flujos financieros en el presupuesto de la UE, y de las transacciones denominadas en ECUs en las estadísticas de balanza de pagos. Entre estas iniciativas, destaca la emprendida por la Comisión Europea, a finales de 1994, consistente en dirigir un muestreo basado en el análisis de las transacciones que dan lugar a pagos procesados a través del Sistema de Compensación y Liquidación en ECUs. Los resultados del muestreo estiman un volumen anual de transacciones no financieras en ECUs, equivalente a unos 88 mil millones de ECUs, que representa aproximadamente un 1% de todas las transacciones en ECUs pagadas a través del Sistema de Compensación y Liquidación en ECUs.

3.2 Supervisión del Sistema de Compensación y Liquidación en ECUs

El Sistema de Compensación y Liquidación en ECUs se estableció en febrero de 1986 y alcanzó su plena capacidad operativa en abril de 1987. Es un sistema privado concebido y desarrollado con el objetivo de sustituir al antiguo esquema de compensación para el pago de saldos en ECUs, basado en cuentas de pago mutuo denominadas en las monedas componentes de la cesta, que había sido establecido en 1982 por un pequeño grupo de bancos comerciales activos en el mercado del ECU. Es el único sistema que procesa y liquida transacciones en ECUs. Los bancos participantes en dicho Sistema procesan sus propias órdenes de pago y las ejecutadas en nombre de sus corresponsales que mantienen cuentas en ECUs con ellos. Los bancos del Sistema liquidan sus posiciones netas multilaterales a través de cuentas abiertas en el Banco de Pagos Internacionales.

En 1994, participaban en el Sistema 45 bancos que procesaron alrededor de 6.000 transacciones por día, con un volumen medio negociado de 50 mil millones de ECUs. El Sistema de Compensación y Liquidación en ECUs es el tercer sistema de pagos netos automatizados más grande de la Unión Europea, tras el EAF en Alemania y el CHAPS en el Reino Unido.

La supervisión del Sistema de Compensación y Liquidación en ECUs por parte del Comité de Gobernadores se inició en 1992. A partir de enero de 1994, el IME recogió esta responsabilidad en virtud de las tareas que se le asignaban en el Tratado. La supervisión del Sistema de Compensación y Liquidación en ECUs tiene por objetivo fundamental asegurar a los bancos centrales de la UE que: (a) las operaciones de compensación no planteen un riesgo de sistema inaceptable tanto para el mercado del ECU como para los mercados nacionales de la UE; (b) los riesgos asumidos por los bancos, como consecuencia de su participación en el Sistema, estén limitados.

Dentro de este marco, el IME tiene por objetivo asegurar que la Asociación Bancaria del ECU (ABE), que administra el Sistema, tome las medidas necesarias para reducir sustancialmente el nivel de riesgos de sistema. Esta política es consistente con las políticas de reducción de riesgos que están siguiendo los bancos centrales de la UE en sus propios países. A través de contactos regulares con la Secretaría de la ABE, el IME recibe información sobre el funcionamiento de la compensación periódicamente e informa a los bancos centrales de la UE al respecto. La actuación del IME viene complementada por el dialogo directo que mantienen los bancos participantes en la compensación con sus respectivos bancos centrales.

A lo largo del tiempo, se ha mantenido un intenso diálogo con la ABE y se ha tomado una serie de medidas para mejorar el grado de cumplimiento de las directrices de seguridad, que se establecieron en el informe sobre sistemas de compensación interbancaria de 1990. La primera medida, instrumentada en 1993, consistió en establecer un sistema de límites a las posiciones netas multilaterales, que los participantes están autorizados a mantener al final de cada día laborable. El propósito de esta medida es el de fomentar que los bancos administren sus flujos de pagos más eficientemente, con el objeto de reducir los riesgos que afrontan y que generan a otros participantes. Estos límites constituyen la base para establecer un acuerdo que permita compartir la liquidez y las pérdidas, con objeto de asegurar la liquidación de la compensación al final del día, incluso en el caso de que el banco con el mayor saldo deudor sea incapaz de cumplir sus obligaciones al final del día.

Los actuales acuerdos sólo prevén la imposición de sanciones financieras cuando se sobrepasen los límites, pero no impiden que el Sistema pueda aceptar un pago que implique que uno de los bancos compensadores exceda dichos límites. La ABE ha aceptado, no obstante, la necesidad de introducir límites diarios obligatorios, que entrarán en vigor a partir de junio de 1996, y que habrán de respetarse durante todo el día laborable. Además, aunque la financiación técnica para los límites diarios no se establecerá antes de junio de 1996, la capacidad de supervisar las posiciones diarias estará disponible con antelación a esa fecha y debería permitir un acuerdo voluntario previo entre los bancos compensadores para no exceder los límites. Además de estas medidas, el Consejo del IME ha indicado también a la ABE la necesidad de introducir créditos con garantía para asegurar el proceso de pagos, así como de mejorar las bases legales de la compensación a través de acuerdos contractuales.

En relación con el futuro del Sistema de Compensación y Liquidación en ECUs durante la tercera etapa de la UEM, se considera que el Sistema podría continuar operando en dicha fase como un sistema privado de pagos netos, que funcione paralelamente y compitiendo con otros sistemas, siempre que cumpla unas medidas de seguridad aceptables.

4. Cooperación entre bancos centrales

4.1 Sistemas de pagos

La cooperación entre los bancos centrales nacionales en el terreno del sistema de pagos se ha centrado en tres cuestiones principales: a) la supervisión cooperativa de los sistemas de pagos; b) el establecimiento de características comunes mínimas en los sistemas de pagos nacionales; y c) tarjetas prepagadas.

Supervisión cooperativa en el terreno de los sistemas de pagos

Los bancos centrales de los Estados miembros supervisan la evolución de sus mercados interbancarios nacionales y de los sistemas de liquidación de pagos correspondientes a dichos mercados. Esta tarea es consecuencia directa de su función principal como proveedor de dinero bancario, el medio de pago básico en la economía. El principal objetivo de la supervisión es asegurar el adecuado funcionamiento del sistema de pagos y proteger al sistema financiero frente al posible "efecto dominó" que puede presentarse cuando uno o más participantes en el sistema incurren en problemas de crédito o de liquidez. En contraste con la supervisión bancaria, la supervisión del sistema de pagos está dirigida a un sistema dado (por ejemplo, un sistema de transferencias de fondos) más que a los participantes individualmente considerados.

Los principios para la supervisión cooperativa de la participación de entidades no residentes en los sistemas de pagos nacionales fueron establecidos por los bancos centrales de la UE en respuesta a las cuestiones derivadas de la implantación de la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria aprobada por el Consejo de la CE en 1988. La directiva estableció unos principios de acuerdo con los cuales la responsabilidad principal de la supervisión de las sucursales de las entidades de crédito autorizadas en otro país de la UE fuera asumida por las autoridades del país de origen (es decir, el Estado miembro en el que la entidad de crédito esté registrada) limitando las competencias del país anfitrión (es decir, el Estado miembro en el que se localiza el sistema de pagos). Así, a finales de noviembre de 1994, eran 162 las sucursales de entidades de crédito extranjeras que participaban directamente en diferentes sistemas de transferencias de fondos de grandes pagos de la UE, correspondientes a 107 sucursales de bancos de la UE y 55 sucursales de bancos no comunitarios. En ausencia de esta supervisión cooperativa, los bancos centrales anfitriones podrían adolecer de la falta de información necesaria para la supervisión de sus sistemas de pagos, información que antes se obtenía de la supervisión directa de dichas sucursales extranjeras.

Los acuerdos de cooperación entre las diferentes autoridades fueron establecidos en 1993 dentro del marco del Comité de Gobernadores. Consisten en acuerdos generales que presiden el intercambio de información entre bancos centrales y otros supervisores bancarios, dentro de los límites del deber de confidencialidad de los supervisores. Se acordó que en circunstancias normales el intercambio transfronterizo de información tendría lugar sólo entre bancos centrales o entre supervisores bancarios y que sería establecido en el IME un "Observatorio" de los sistemas de pagos de la UE.

El Observatorio, creado en septiembre de 1994, almacena y suministra información de bajo nivel de confidencialidad, y mantiene actualizados datos sobre: las reglas operativas de los sistemas interbancarios de transferencias de fondos de los países miembros; la relación de los gestores de los bancos centrales europeos designados como interlocutores ante los problemas que pudieran surgir en el ámbito del sistema de pagos, a fin de que faciliten los flujos de información entre bancos centrales, especialmente ante la eventualidad de situaciones de crisis; y los participantes transfronterizos (y participantes remotos, en su caso) en los sistemas interbancarios de transferencias de fondos de la UE.

Definición de las características comunes mínimas de los sistemas de pagos de la UE

Bajo la dirección del Comité de Gobernadores, se llevó a cabo en 1992 un análisis comparativo de los sistemas de pagos de la UE, que está recogido en un informe, publicado en septiembre de ese mismo año, bajo el título "Los sistemas de pagos en los países de la CE", también conocido como "El libro azul" (cuya nueva edición será publicada en 1996). Dicho informe ponía de manifiesto diferencias significativas entre los sistemas comunitarios de transferencias de fondos de alto importe, especialmente en cuanto a condiciones de acceso, medidas de control de riesgo, aspectos legales y técnicos, política de precios y horarios de funcionamiento.

Las diferencias entre los sistemas de pagos interbancarios nacionales pueden afectar la fluidez de los pagos transfronterizos y distorsionar las condiciones competitivas. Pueden generar también riesgos para la integridad y estabilidad de los compromisos de pagos nacionales y transfronterizos, puesto que la integridad del conjunto del sistema quedará condicionada a sus elementos más débiles. Finalmente, estas diferencias pueden propiciar oportunidades de arbitraje de regulación, induciendo a los participantes a canalizar sus pagos a través de los sistemas menos costosos, pero posiblemente también menos protegidos. Los efectos de estas distorsiones pueden aumentar en el área de la moneda única. Para prevenir estos riesgos, es necesario que los sistemas interbancarios de transferencias de fondos

mantengan ciertas condiciones comunes mínimas, de las cuales dependen la integridad y seguridad del conjunto del sistema. Los objetivos de los bancos centrales comunitarios en ese terreno se describen en el documento titulado "Características comunes mínimas de los sistemas de pagos nacionales", publicado por el Comité de Gobernadores en noviembre de 1993. Este documento establece diez principios para la armonización de los sistemas nacionales relativos al acceso, control de riesgos y condiciones legales, técnicas y operativas.

La principal línea de actuación, con vistas a minimizar el riesgo de sistema asociado a los circuitos interbancarios de pagos, consiste en establecer, en todos los países miembros, un sistema bruto de liquidación en tiempo real (SBLTR) para los grandes pagos. Este tipo de sistema permite eliminar los riesgos derivados del desfase que se produce en los sistemas netos entre la formalización de la orden de transferencia de pago y su liquidación correspondiente. Además, proporcionan una ventaja importante no sólo para la liquidación última de las obligaciones de pago derivadas de las transacciones canalizadas a través de otros sistemas netos, sino también para la liquidación de diferentes tipos de compromisos de entrega contra pago en los mercados de valores y de compraventa de divisas. Por añadidura, los sistemas brutos de liquidación en tiempo real serán conectados entre sí para disponer de un SBLTR de ámbito europeo en la tercera fase.

Una segunda línea de actuación es permitir que los sistemas netos de grandes pagos, que liquidan sobre las cuentas del banco central, continúen operando en paralelo con los SBLTR, siempre que liquiden con valor mismo día y cumplan totalmente con las medidas de aseguramiento establecidas en el "Informe sobre los sistemas interbancarios netos" publicado por el Banco de Pagos Internacionales en 1990.

La tercera línea de actuación defiende la necesidad de establecer criterios para controlar el acceso a los sistemas de pagos. El acceso a los sistemas interbancarios de transferencias de fondos debe quedar estrictamente restringido a las entidades de crédito sujetas a supervisión, como establece la 2DCB, a algunas instituciones públicas y a entidades financieras adecuadamente supervisadas, puesto que sólo estas entidades pueden cumplir los criterios apropiados en cuanto a capacidad financiera y de gestión para suministrar liquidez en un período muy breve. La no discriminación entre las entidades nacionales y las registradas en otros países miembros debe prevalecer en este terreno. Además, la transparencia de las condiciones de acceso, así como de los procedimientos de exclusión o suspensión de los participantes en cada sistema, deben establecerse mediante un documento público. Finalmente, se contemplan también en el informe antes mencionado otros principios relativos a la base legal de los sistemas de pagos, a la necesidad de compatibilizar los procedimientos y unos canales eficientes de comunicación entre los sistemas de pagos nacionales, a las políticas de precios de los bancos centrales y a los horarios de funcionamiento de los principales sistemas de pagos comunitarios.

Con la ayuda de los bancos centrales comunitarios, el IME llevó a cabo una valoración general de las principales características de los sistemas interbancarios de transferencias de fondos de la UE de cara a los principios establecidos en el informe de noviembre de 1993. Los resultados principales se recogen en el informe "Desarrollos en los sistemas de pagos de la UE en 1994", el cual representa la respuesta al informe de 1993 y fue difundido a la comunidad bancaria en febrero de 1995.

El informe confirma que el trabajo más importante actualmente en desarrollo en el terreno del sistema de pagos es el de diseño e implantación de los SBLTR en todos los países miembros. Aunque los SBLTR están en vigor sólo en seis países y la mayor parte de los grandes pagos son liquidados a través de sistemas netos, se prevé que los SBLTR de grandes pagos operarán en todos los países comunitarios, excepto en dos, a finales de 1996. Está previsto, asimismo, que en nueve países miembros la totalidad de los grandes pagos

sea procesada a través de los SBLTR en dicha fecha. Por consiguiente, debe continuar la cooperación entre las entidades de crédito y los bancos centrales, a fin de evitar retrasos en la implantación de estos sistemas, particularmente con vistas al establecimiento del sistema TARGET en la tercera fase.

En algunos sistemas de liquidación neta, han sido introducidas medidas de control de riesgos. En otros países, tales sistemas probablemente desaparecerán, al menos para las transferencias de alto importe, cuando los SBLTR sean totalmente operativos. Además, están previstos otros horizontes de actuación para el IME y los bancos centrales nacionales. En primer lugar, serán objeto de estudio las condiciones bajo las cuales las entidades de crédito pueden llegar a ser participantes directos en el sistema de pagos de un país miembro en el que no tengan establecimiento físico (el tema del "acceso remoto"). En segundo lugar, el estudio continuará con el fin de asegurar que la base legal de los sistemas de pagos nacionales es sana y consistente. Actualmente, se está trabajando para eliminar en 1996 las incertidumbres existentes en los sistemas de pagos nacionales y las inconsistencias que hay entre los mismos.

Finalmente, se prestará una mayor atención a los asuntos relativos a los pagos al detalle, en cumplimiento de lo previsto en el tratado de Maastricht al encomendar al IME la tarea de "promover la eficiencia de los pagos transfronterizos" de cara a la tercera fase. En particular, el IME estimulará a los bancos para que éstos eviten la proliferación de normas no compatibles.

Tarjetas prepagadas

La tarjeta prepagada multiuso (o monedero electrónico) es una tarjeta de plástico que incorpora un poder efectivo de compra por el cual el cliente ha pagado previamente. Las tarjetas que se utilizan para un único fin (por ejemplo, las tarjetas telefónicas) o para una serie limitada de servicios (por ejemplo, en los locales de una empresa) no se consideran dentro de esta categoría. Aunque el desarrollo del monedero electrónico está todavía en una etapa inicial, existe realmente la posibilidad de que tales tarjetas proliferen en el futuro. En concreto, si los monederos electrónicos fueran utilizados en un gran número de puntos de venta, llegarían a ser un competidor directo no sólo de los instrumentos de pago que se utilizan para movilizar el dinero bancario, sino también de los billetes y monedas emitidas por los bancos centrales y demás autoridades monetarias.

Dada la potencialidad de las tarjetas prepagadas para alcanzar amplia aceptación, el asunto ha sido analizado por el IME y por los bancos centrales nacionales. Un informe sobre tarjetas prepagadas fue difundido entre la comunidad bancaria y otras instituciones interesadas en mayo de 1994. El análisis contenido en el informe tenía dos objetivos: (a) comprobar que la introducción de este nuevo instrumento de pago no tendría efectos adversos sobre la credibilidad del sistema de pagos y de los medios de pago; y (b) evaluar las implicaciones prácticas del posible desarrollo de las tarjetas prepagadas sobre las actividades de los bancos centrales.

La principal conclusión del análisis fue que el derecho de emisión de los monederos electrónicos debe quedar limitado a las entidades de crédito con objeto de: (a) proteger a los consumidores frente a las consecuencias del fallo de los emisores; (b) proteger la integridad de los sistemas de pagos al detalle; (c) facilitar el control de la política monetaria; y (d) asegurar la justa competencia entre las instituciones emisoras.

En el caso de las tarjetas prepagadas que hayan iniciado su funcionamiento con anterioridad a mayo de 1994, el banco central nacional correspondiente puede autorizar que los emisores de monederos electrónicos no tengan que ser entidades de crédito en sentido estricto, siempre que: primero, provean solamente servicios de pagos nacionales; segundo,

estén sujetos a las normas adecuadas, particularmente en cuanto a requerimientos de liquidez; y tercero, estén supervisados por la autoridad nacional encargada de la supervisión de las entidades de crédito.

Bajo el patrocinio del IME, los bancos centrales de la UE continuarán intercambiando información sobre el esquema principal de las tarjetas prepagadas y controlando el desarrollo de este nuevo instrumento de pago.

4.2 Supervisión bancaria

De acuerdo con los Estatutos del IME, es una función principal del IME "mantener consultas sobre temas que sean competencia de los bancos centrales nacionales y que afecten a la estabilidad de entidades y mercados financieros". Aunque la responsabilidad en la ejecución de la supervisión cautelar permanecerá entre las competencias de las autoridades nacionales, el IME tiene encomendada la tarea de promover la cooperación en temas de naturaleza macro-prudencial que afecten a la estabilidad de las entidades y mercados financieros. Para cumplir esta función, el IME está asistido por el Subcomité de Supervisión Bancaria, que está compuesto por representantes de los bancos centrales y de los organismos especializados de supervisión. Durante 1993-94, las consultas entre autoridades supervisoras nacionales han tratado una serie de cuestiones, incluyendo: a) aplicación de la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria; b) gestión en caso de crisis; c) insolvencia; d) fragilidad financiera; e) centrales de información de riesgos.

Segunda Directiva de Coordinación Bancaria (2 DCB)

El 1 de enero de 1993, entró en vigor la 2DCB, estableciendo el Mercado Único en el sector bancario. Esta Directiva proporciona a las entidades de crédito constituidas en la UE la libertad de prestar servicios financieros en toda la Unión Europea a través del establecimiento de sucursales o de forma transfronteriza. En este contexto, la actividad de supervisión se basa en el principio de "control por parte del país de origen", según el cual la responsabilidad de la supervisión descansa, en primer lugar, en las autoridades del Estado miembro donde la entidad de crédito ha sido autorizada. Este principio también se aplica a las entidades de crédito que han sido autorizadas en países que son miembros del Acuerdo EEE (excepto en aquellos casos en que existan acuerdos bilaterales de reciprocidad con terceros países).

La aplicación de este principio requiere una cooperación estrecha entre las autoridades supervisoras del país de origen y de acogida. Este objetivo se ha conseguido por medio de acuerdos bilaterales (memorando de colaboración) entre las autoridades supervisoras de los Estados miembros. Las consultas entre los órganos de supervisión han dedicado mucha atención al análisis de distintos aspectos de principio relacionados con la aplicación práctica de la Directiva, que han surgido principalmente en el curso de la realización de los memorandos de colaboración.

Gestión en caso de crisis

Teniendo como telón de fondo la aplicación de la 2DCB y las dificultades a las que se han enfrentado algunos bancos internacionales, se han considerado cuestiones relacionadas con el origen de las crisis bancarias y su gestión en la perspectiva de la supervisión de entidades de crédito con base en la Unión Europea. En particular, el intercambio de puntos de vista se centró principalmente en la necesidad tanto del intercambio de información entre supervisores bancarios como de la coordinación de la acción supervisora en una situación de crisis incipiente, dado que los memorandos de colaboración tratan principalmente del

intercambio regular de información, y, en menor proporción, de la cooperación en la gestión de crisis bancarias.

A pesar de que cada crisis tiene características únicas y debe ser gestionada a la luz de sus circunstancias particulares, se consideró que valía la pena redactar un conjunto de principios para ayudar a los supervisores bancarios que se enfrentasen con una crisis incipiente en un banco con presencia múltiple en la Unión Europea. Uno de los principios básicos es que el supervisor del país de origen debe ser el coordinador ("supervisor jefe") de los flujos de información y de cualquier acción supervisora. Para que estos principios sean completamente efectivos, deben tener en cuenta la actuación de los supervisores que no pertenecen a la Unión Europea en aquellos casos en que las entidades de crédito operen fuera de la Unión Europea.

En el contexto de la gestión de crisis bancarias, se ha analizado la conexión entre la actividad de supervisión bancaria y la función de "prestamista en última instancia" con el objeto de facilitar un estudio descriptivo de la situación actual en los Estados miembros.

Cuestiones sobre insolvencias

Las consultas trataron sobre aspectos relacionados con la liquidación ordenada de un banco que tenga una presencia múltiple en la Unión Europea. Se reconoce que las diferencias en medidas judiciales y procedimientos de insolvencia en cada Estado miembro pueden crear dificultades en la coordinación de la acción supervisora.

En primer lugar, está el tema de la consistencia entre el principio en virtud del cual la responsabilidad básica en la supervisión cautelar de las sucursales descansa en el supervisor del país de origen y los procedimientos de insolvencia, que permanecen sujetos a la legislación nacional. En concreto, los supervisores de países de la UE, en cuanto autoridades del país de acogida, no tienen todos las mismas facultades para iniciar un procedimiento contra una sucursal de un banco extranjero, lo cual puede representar un obstáculo en la coordinación de la actividad con los supervisores de otros Estados miembros. En segundo lugar, es posible que los procedimientos de insolvencia que se inician contra un banco en el país de origen no sean reconocidos en otras jurisdicciones donde el banco tiene sucursales. En tercer lugar, puede que la existencia de varios regímenes de liquidación que implican un tratamiento distinto de los activos (sistemas basados en la universalidad y sistemas basados en la territorialidad) tenga como resultado la discriminación entre depositantes de los Estados miembros.

Estos temas fueron elevados al Consejo de las Comunidades Europeas por el presidente del Comité de Gobernadores, quien apremió a que, como asunto prioritario, se continúe el trabajo sobre la propuesta de la Directiva de Saneamiento y Liquidación con vistas a establecer acuerdos de insolvencia armonizados en toda la Unión Europea. Dado que los procedimientos de insolvencia pueden abarcar países fuera de la Unión Europea, se ha tomado en cuenta el trabajo en paralelo llevado a cabo por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea.

Fragilidad financiera

La fragilidad financiera de las entidades de crédito (la existencia de presiones actuales o futuras que puedan minar la solvencia financiera de una entidad) está en el núcleo de la función supervisora. Las dificultades experimentadas por una entidad de crédito individual pueden afectar a otros bancos, de tal forma que puedan poner en peligro el sistema bancario en su conjunto (riesgo de sistema). En el contexto del proceso consultivo, se ha llevado a cabo un estudio sobre las formas en que se manifiesta la fragilidad financiera en el sistema bancario y sus efectos. Una de las principales conclusiones que han surgido de este análisis es que parece que el grado de fragilidad financiera dentro del sistema bancario ha aumentado significativamente en los últimos años. Se ha prestado una atención especial al hecho de que el riesgo de crédito sigue siendo la categoría principal de riesgo a la que se enfrentan las entidades de crédito y ha sido la primera causa de pérdidas.

En un entorno operativo cambiante, las entidades de crédito se enfrentan a presiones competitivas cada vez más intensas, no sólo dentro del mismo sistema bancario, sino también, en cierta medida, provenientes de entidades financieras no bancarias. Las actividades de crédito tradicionales se llevan a cabo en un contexto más competitivo y esto puede estar llevando a un debilitamiento a largo plazo de la rentabilidad de las entidades de crédito. Además, las presiones competitivas, junto con los avances tecnológicos, inducen a las entidades de crédito a apartarse del negocio bancario tradicional y a buscar oportunidades de beneficio en nuevas áreas de actividad (valores, derivados, instrumentos no financieros, etc.), que les exponen a una amplia variedad de riesgos.

La rápida evolución del sistema financiero plantea nuevos retos a la función supervisora, a la cual se le requiere valorar la idoneidad de la estrategia de las entidades de crédito a la luz de sus recursos de gestión y de las condiciones globales del mercado. En este sentido, el estudio mencionado anteriormente resalta algunas preocupaciones de los supervisores surgidas del análisis de las reacciones de los bancos a las fuerzas del mercado.

A la luz de los resultados del estudio comparativo, se ha decidido seguir trabajando en esta área, centrándose en los cambios que han ocurrido en los últimos años en las formas en que los bancos gestionan el riesgo de crédito, con especial atención a las actividades de selección del riesgo, fijación de precios y seguimiento. En el futuro, se prestará atención a las señales de alerta de fragilidad financiera y a los factores que pueden afectar a la viabilidad competitiva de los bancos a largo plazo.

Centrales de información de riesgos

El análisis de las características y funciones de las centrales de información de riesgos (CIRs) en los Estados miembros y el impacto de la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria sobre su efectividad representó otro tema de discusión.

En 1994, se llevó a cabo un experimento que duró seis meses entre las centrales de información de riesgos de cinco países (Bélgica, Francia, Alemania, Italia y España) para intercambiar información sobre acreditados con fines supervisores. El experimento se consideró un éxito, por lo que se ha decidido continuar con el intercambio regular de información; éste incluirá a los otros dos países de la UE que mantienen centrales de información de riesgos (Austria y Portugal) tan pronto como solucionen una serie de problemas legales.

Con el fin de mostrar a los Estados miembros que no disponen de una central de información de riesgos la utilidad de tal instrumento, como un experimento, se permitirá a dichos países tener acceso -libre de costes, por un período limitado de seis meses y sólo

para fines supervisores- a los datos mantenidos en los registros; a cambio, esos países facilitarán información sobre grandes riesgos, si sus contrapartes así se lo piden.

Muchas de las CIRs están diseñadas para facilitar datos a los bancos declarantes, ya que ésto se considera una parte integrante del proceso de supervisión. La información contenida en los registros puede ser utilizada por los bancos para mejorar los procedimientos de gestión de riesgos. Por tanto, se van a analizar los problemas técnicos y legales que impiden a los bancos declarantes tener acceso a los registros transfronterizos con la intención de encontrar soluciones.

5. Otras tareas

5.1 Tareas operativas (SME/FECOM)

De acuerdo con el artículo 109f(2) del Tratado, el IME asumió las tareas previamente ejecutadas por el Fondo Europeo de Cooperación Monetaria (FECOM), con efectos desde el 1 de enero de 1994. Estas tareas se refieren a la administración de los mecanismos del Sistema Monetario Europeo (SME) (mecanismo de financiación a muy corto plazo, apoyo monetario a corto plazo, creación de ECUs con la finalidad de instrumentar el acuerdo del SME), y la administración de las operaciones de crédito y endeudamiento realizadas por la Comunidad a través del mecanismo de asistencia financiera a medio plazo.

En conformidad con el artículo 1.3 de los Estatutos del IME, todos los activos y pasivos del Fondo Europeo de Cooperación Monetaria (FECOM) se transfirieron automáticamente al IME, con efecto desde el 1 de enero de 1994. No obstante, los aspectos administrativos de las funciones operativas del IME las ha venido ejecutando, hasta ahora, el BIS sobre la base de un acuerdo entre éste último y el IME. Desde mayo de 1995, esta función administrativa será asumida en la práctica por el IME.

Mecanismos del SME

El IME lleva a cabo las operaciones asociadas con la creación, utilización y remuneración de los ECUs oficiales. Dichas operaciones surgen como consecuencia de los *swaps* realizados con los bancos centrales de la UE que participan en el Mecanismo de Cambios del SME, o de contribuciones voluntarias de activos de reservas a cambio de ECUs oficiales. Fruto de estas operaciones de *swap*, los ECUs oficiales se emiten a favor de los bancos centrales participantes, como contrapartida a su contribución del 20% de sus tenencias de oro y del 20% de sus reservas brutas en dólares USA. Dichos *swaps* se renuevan cada tres meses, lo que permite realizar los ajustes necesarios con el fin de: primero, asegurar que la contribución de cada banco central al IME continúa representando al menos un 20% de sus tenencias de oro y de sus reservas de dólares USA, al final del mes precedente a la fecha de renovación; y segundo, tener en cuenta las variaciones en el precio del oro y en el tipo de cambio del dólar USA en relación con el ECU. Los resultados de estas operaciones están reflejados en las cuentas anuales que figuran adjuntas a este Informe.

El volumen de ECUs oficiales emitidos por el IME en el último *swap* a tres meses realizado durante el período de referencia, que tuvo lugar el 11 de octubre de 1994, alcanzó 56,6 miles de millones de ECUs. Comparado con finales de 1993, el saldo de ECUs creados a través de los *swaps* aumentó en más de 3 mil millones de ECUs. Este incremento se debió, fundamentalmente, al aumento en las contribuciones en dólares USA de los bancos centrales y en el precio del oro, que contrarrestó el efecto negativo que tuvo la depreciación en el tipo de cambio del dólar USA frente al ECU.

En su calidad de "otros tenedores" de ECUs, el *Oesterreichische Nationalbank* y el *Swiss National Bank* adquirieron ECUs a través de operaciones de *swap* con algunos bancos centrales de la UE; a finales de 1994, los ECUs oficiales mantenidos por estos dos bancos centrales alcanzaban los 60 y 63,5 miles de millones de ECUs, respectivamente.

Tras la adhesión de Austria, Finlandia y Suecia a la UE el 1 de enero de 1995, el *Oesterreichische Nationalbank*, el *Suomen Pankki* y el *Sveriges Riksbank* se incorporaron al acuerdo de 13 de marzo de 1979, que estableció el procedimiento operativo del Sistema Monetario Europeo (SME), y al acuerdo de 9 de febrero de 1970, que estableció el apoyo monetario a corto plazo (AMCP). El *Oesterreichische Nationalbank* se incorporó como miembro del Mecanismo de Cambios del SME, con efecto a partir del 9 de enero de 1995, lo que supuso su participación en el mecanismo de swaps en ECUs desde dicha fecha; su condición de "tercer tenedor" fue consecuentemente anulada. A pesar de que el *Suomen Pankki* y el *Sveriges Riksbank* decidieron no participar, por el momento, en el Mecanismo de Cambios del SME, expresaron su intención de realizar contribuciones voluntarias al IME de oro y dólares USA a cambio de ECUs. El *Suomen Pankki* realizó su contribución voluntaria inicial, con ocasión de la renovación trimestral de los *swaps*, el 11 de enero de 1995.

Además de la creación de ECUs oficiales, el IME también se ocupa de la utilización de las tenencias en ECUs oficiales de los bancos centrales participantes. Dicha utilización se realiza a través de transferencias de ECUs oficiales entre las cuentas de reservas en ECUs de los bancos centrales -especialmente, las relacionadas con el pago de las deudas procedentes de la intervención cambiaria financiada a través del mecanismo de la financiación a muy corto plazo (FMCP), transacciones voluntarias entre los bancos centrales participantes en el SME, pagos de intereses devengados por las posiciones netas en ECUs de los bancos centrales y operaciones realizadas como consecuencia del mecanismo de movilización de ECUs. Este último mecanismo no se ha puesto en funcionamiento desde 1986.

El IME registra en sus libros -en ECUs- los activos y pasivos frente al IME de los bancos centrales de la UE participantes en el Mecanismo de Cambios del SME, que provienen de las intervenciones realizadas por dichos bancos centrales en monedas de otros países miembros y financiadas a través de la FMCP. También registra los pagos de dichos saldos de la FMCP. Durante 1994, no se ha recurrido a la FMCP. Tras la amortización anticipada de la deuda de la *Banque de France*, en enero de 1994, se liquidaron todas las cuentas deudoras y acreedoras.

El IME registra, igualmente, en sus libros las operaciones efectuadas en el marco del mecanismo de apoyo monetario a corto plazo (AMCP), que se estableció con la finalidad de permitir que los bancos centrales participantes pudieran solicitar apoyo financiero a corto plazo, en caso de necesidad como consecuencia de un déficit temporal de balanza de pagos, debido a dificultades no previstas o a divergencias coyunturales. Sin embargo, esta facilidad crediticia no se ha utilizado desde 1974.

Préstamos Comunitarios

De acuerdo con el artículo 10 del Reglamento del Consejo (CEE) número 1969/88 de 24 de junio de 1988, el IME administra las operaciones de préstamo y endeudamiento realizadas por la Comunidad a través del mecanismo de asistencia financiera a medio plazo. Este mecanismo permite la concesión de préstamos a los Estados miembros que estén experimentando o estén seriamente amenazados por dificultades en sus balanzas de pagos (por cuenta corriente o de capital). El IME efectúa los pagos derivados de dichas operaciones de préstamo y endeudamiento. Verifica, igualmente, las fechas de vencimiento establecidas

en los contratos de préstamo, tanto para los pagos de intereses como para la amortización del principal, e informa a la Comisión de las operaciones efectuadas por cuenta de la UE.

En 1994, el IME continuó recibiendo de los prestatarios, es decir, Grecia e Italia, y pagando a los acreedores frente a la Comunidad, las sumas debidas en concepto de intereses, comisiones y gastos por los créditos pendientes. El siguiente cuadro muestra el saldo vivo pendiente de las operaciones de préstamo comunitario a 31 de diciembre de 1994.

Cuadro 12 **Préstamos comunitarios**
(Saldos a 31 de diciembre de 1994, en millones)

	Saldos vivos en marcos alemanes	Saldos vivos en ECUs	Total de saldos vivos en ECUs
Grecia	536	740	1 021
Italia	3 900	1 975	4 022
Total	4 436	2 715	5 043

Fuente: IME

5.2 Funciones consultivas

El artículo 109f(6) del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea y el artículo 5.3 de los Estatutos del IME requieren que éste sea consultado por el Consejo de la Unión Europea o por las autoridades nacionales responsables en su caso, sobre cualquier proyecto de disposición legal comprendida en su ámbito de competencia. Los límites y condiciones relativos a las consultas de proyectos de disposiciones emanados de las autoridades nacionales se establecen en la Decisión del Consejo 93/717/CE de 22 de noviembre de 1993. El artículo 1 de esta Decisión establece que los Estados miembros consultarán al IME, en particular en las siguientes materias:

- la legislación monetaria, el régimen del ECU y los instrumentos de pago;
- los estatutos y competencias de los bancos centrales nacionales y los instrumentos de política monetaria;
- la recopilación, elaboración y difusión de estadísticas en los ámbitos monetario, financiero, bancario y de la balanza de pagos;
- los sistemas de compensación y de pago, en particular los relacionados con las operaciones transfronterizas;
- las normas aplicables a las entidades de crédito, siempre que puedan influir en la estabilidad de las entidades y de los mercados financieros.

Durante 1994, se recibieron doce solicitudes de consulta: cinco tuvieron su origen en el Consejo de la Unión Europea, y las otras siete, en las autoridades nacionales.

Las consultas del Consejo de la Unión Europea se referían a las siguientes materias: un Reglamento del Consejo relativo a la consolidación de la normativa comunitaria existente en relación con la definición del ECU, una vez entrado en vigor el Tratado de la Unión Europea; un Reglamento del Consejo relativo a la acción comunitaria en el terreno estadístico; una modificación de la Directiva sobre coeficiente de solvencia para entidades de crédito a resultas de la aceptación de varias formas de compensación contractual bilateral; una modificación de la Directiva de Entidades de Inversión Colectiva en valores mobiliarios (EICVM) y una modificación de una Decisión del Consejo estableciendo un Comité de Estadísticas Monetarias, Financieras y de Balanza de Pagos.

De las siete consultas formuladas por las autoridades nacionales, cuatro se referían al régimen legal y competencias de los bancos centrales nacionales o a instrumentos de política monetaria, mientras que en dos casos se referían a la estabilidad de instituciones financieras y de mercados.

El punto de referencia del IME para evaluar las consultas fue principalmente el de la compatibilidad de la normativa propuesta con el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, aun cuando también fue examinado su impacto potencial en futuras medidas relativas a la tercera fase de la UEM y, en su caso, la cuestión de si la estabilidad de las instituciones financieras y de los mercados se vería afectada por dicha normativa.

5.3 Cooperación con otras instituciones

En la ejecución de sus tareas, el IME coopera con otros organismos de la Unión Europea en diversas formas y a diferentes niveles. En conformidad con el artículo 11.1 y 11.2 de los Estatutos, el presidente del Consejo de la Unión Europea y un miembro de la Comisión Europea pueden participar en las reuniones del Consejo del IME, sin derecho a voto. A su vez, el presidente del IME podrá ser invitado a asistir a las reuniones del Consejo de la Unión Europea, siempre que se discutan materias relacionadas con los objetivos y funciones del IME. Dentro de esta facultad, se incluiría, por ejemplo, la asistencia del presidente del IME a las reuniones informales del Consejo ECOFIN, que se celebran normalmente dos veces al año. El presidente del IME podrá también comparecer ante los comités competentes del Parlamento Europeo, a petición del mismo o a iniciativa del presidente del IME.

Desde el punto de vista operativo, el IME es invitado a asistir a las reuniones del Comité Monetario, como observador. Los lazos de cooperación se extienden también a la Comisión Europea, incluyendo EUROSTAT (su oficina estadística) y el Comité de Estadísticas Monetarias, Financieras y de Balanza de Pagos. Además, el IME coopera con los directores nacionales de las fábricas de moneda y timbre, que representan a las instituciones responsables de la fabricación de las monedas que circularán junto a los billetes únicos europeos en la tercera fase.

También se mantienen contactos con diversas instituciones no comunitarias. Por ejemplo, en el marco del denominado "procedimiento de concertación" -que permite el intercambio de datos sobre la evolución del mercado de divisas, intervenciones y otras transacciones oficiales en divisas-, el Subcomité de Política Cambiaria intercambia información regularmente con los bancos centrales que no pertenecen a la UE fundamentalmente, los bancos centrales que son miembros del Grupo de los Diez-.

Los lazos que había establecido el Comité de Gobernadores con los bancos centrales de Noruega y Suiza se han mantenido, así como las consultas mutuas sobre temas de interés común. Además, los acuerdos bilaterales de *swap* con el *Norges Bank*, que se realizaron por primera vez en diciembre de 1990 con la finalidad de proporcionar fondos a corto plazo para la instrumentación de la política cambiaria noruega, se renovaron, a finales de 1994, por un período adicional de un año.

El IME mantiene una amplia gama de relaciones con el Banco de Pagos Internacionales (BIS), que desde 1964 ha proporcionado los recursos técnicos y humanos para el funcionamiento del Secretariado del Comité de Gobernadores, así como asistencia técnica para el establecimiento del IME. Tras el traslado del IME a Francfort, la cooperación ha continuado, especialmente en el terreno estadístico. El BIS ha continuado ejerciendo las funciones de agente del IME durante un período transitorio (véase sección 5.1).

El IME ha establecido también contactos con las instituciones de Bretton Woods: el IME ha sido invitado a asistir a las reuniones anuales del Fondo Monetario Internacional (FMI) y del Banco Mundial como observador. Desde el punto de vista técnico, la cooperación entre el FMI y el IME tiene lugar en el terreno estadístico y en el marco de la supervisión regional, sobre la que el FMI ha mostrado un creciente interés.

CAPITULO III

CARACTERISTICAS INSTITUCIONALES DE LOS BANCOS CENTRALES NACIONALES

INTRODUCCION

El Tratado implica que algunas de las características institucionales de los bancos centrales nacionales habrán de ser modificadas en el curso de la realización de la UEM. De acuerdo con el artículo 108 del Tratado, a más tardar en la fecha de constitución del SEBC,¹ cada uno de los Estados miembros velará por que su legislación nacional, incluidos los estatutos de su banco central, sea compatible con el Tratado y con los Estatutos del SEBC. El artículo 109e (5) establece que el proceso conducente a la independencia de los bancos centrales deberá iniciarse durante la segunda fase. La prohibición de los bancos centrales de conceder descubiertos o cualquier otro tipo de crédito al sector público, prevista en el artículo 104 del Tratado, se aplica desde el comienzo de la segunda fase (ver artículo 109e (3) del Tratado).² Además, cualquier medida que concediera un acceso privilegiado de los organismos públicos a las instituciones financieras, debería haber sido suprimida, a más tardar, el primero de enero de 1994.

A. ESTATUTOS E INDEPENDENCIA

Antes del comienzo de la segunda fase, los estatutos de los bancos centrales de los Estados miembros han de ser adaptados a fin de hacerlos compatibles con los del SEBC, en particular en lo que respecta a las disposiciones relativas a la independencia y al objetivo primordial de promover la estabilidad de precios. El progreso hacia la compatibilidad con el Tratado es una materia en la cual el IME ha de informar al Consejo de la Unión Europea, de acuerdo con el artículo 109j (1). El IME prevé realizar un primer informe de esta naturaleza en el otoño de 1995, de acuerdo con el artículo 7 de sus Estatutos.

El Tratado de la Unión Europea establece claramente el mandato para el 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 dicho objetivo.

En consecuencia, los Estatutos del SEBC establecen un número de disposiciones que aseguran que el Sistema será independiente en el cumplimiento de las funciones asignadas. En particular, los Estatutos especifican 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, los Estatutos garantizan 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 los Estatutos, confirman la independencia económica y práctica del Sistema.

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

² Sujeto a la sección 1.1 del Protocolo sobre determinadas disposiciones relativas al Reino Unido que permiten al gobierno el derecho a mantener *ways and means* con el *Bank of England*, en tanto en cuanto el Reino Unido no participe en la tercera fase de la UEM. El Protocolo de Portugal también estipula una exención temporal para las líneas de descubiertos sin interés de las regiones autónomas de Azores y Madeira con el *Banco de Portugal*.

1. Principales cambios institucionales en 1993 y 1994

El Informe Anual del Comité de Gobernadores de 1992 (capítulo III y anejo II) contenía una descripción de las características institucionales de los bancos centrales con especial atención en su independencia. Un extracto de estas características se ofreció en el cuadro 7 de dicho Informe. Desde 1992, varios bancos centrales nacionales han acometido cambios de sus características institucionales preparándose para la tercera fase a fin de cumplir los requisitos del Tratado.

Los dos ejemplos más relevantes son los de la *Banque de France* y del *Banco de España*. La legislación relativa al *National Bank of Belgium*, al *Deutsche Bundesbank*, a la *Banca d'Italia* y al *Nederlandsche Bank* también ha sido modificada.

El régimen legal de la *Banque de France* fue modificado por las Leyes 93-980 de 4 de agosto de 1993 y 93-1444 de 31 de diciembre de 1993, que entró en vigor el primero de enero de 1994. Estas nuevas leyes tienen por objeto regular la independencia en la definición de la política monetaria y la prohibición del banco central de financiar a instituciones públicas. La formulación y ejecución de la política monetaria es competencia del *Conseil de la politique monétaire*, el cual no puede solicitar ni recibir instrucciones del gobierno. Un representante del gobierno está facultado para asistir a las reuniones del Consejo, aunque sin derechos de voto o de veto. Los miembros del Consejo están sujetos a las reglas de dedicación exclusiva y secreto, y su designación y sustitución están definidas de manera precisa. El Consejo se ocupa exclusivamente de las decisiones de política monetaria, mientras que un *Conseil Général* ejercita todas aquellas otras competencias de gestión de la *Banque de France*. El *Conseil Général* está compuesto por los miembros del *Conseil de la politique monétaire* más un representante del gobierno y otro del personal del Banco.

El régimen legal del *Banco de España* se modificó por la Ley 13/1994 de 1 de junio de 1994, de Autonomía del Banco de España. Esta Ley expresa su objetivo de introducir las disposiciones del Tratado de la Unión Europea en materia de política monetaria y de independencia de los bancos centrales. Por tanto, la citada Ley establece la estabilidad de precios como el objetivo primordial de la política monetaria y concede al Banco plena capacidad e independencia para definir y ejecutar la política monetaria. En particular, prohíbe expresamente que el gobierno o cualquier otra autoridad pública dé instrucciones al Banco en relación con los objetivos, o con la ejecución de la política monetaria. Otras disposiciones se refieren a la designación, duración y terminación del mandato del gobernador y de los miembros del Consejo, reflejando los requisitos generalmente aceptados para la independencia de los órganos rectores de los bancos centrales. La Ley, asimismo, aborda otras materias de tipo sustantivo: se prevé un nuevo régimen legal para los actos y decisiones del Banco y para su status presupuestario; las competencias y funciones del Banco se determinan en detalle, con especial atención en lo relativo a la formulación y ejecución de la política monetaria y a la relación del Banco con el gobierno en lo concerniente a la política de tipo de cambio; y, asimismo, en temas relativos a los sistemas de pagos y a la emisión de billetes. Sin embargo, en otras áreas, la Ley no entraña modificaciones sustanciales en el régimen legal de otras funciones que la legislación anterior atribuía al Banco. En concreto, las funciones supervisoras del mismo continúan reguladas por la Ley 26/1988 de 29 de julio, sobre Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito y demás normativa aplicable.

En Italia, la Ley 82 de 7 de febrero de 1992 confirió la competencia para determinar los tipos de descuento al gobernador de la *Banca d'Italia* (con anterioridad a esta Ley, los tipos de descuento eran fijados por el ministro del Tesoro). Además, la Ley 483 de 26 de noviembre de 1993 canceló la línea de crédito permanente concedida al Tesoro por la *Banca d'Italia* y confirió a ésta última la competencia para establecer obligaciones de constitución de reservas dentro de determinados límites.

En Bélgica, una Ley de 22 de marzo de 1993 introdujo disposiciones modificando la competencia del Gobierno para controlar las decisiones y operaciones del *National Bank of Belgium*. Con anterioridad a esta Ley, si bien no existía un derecho de dar instrucciones por parte de las autoridades políticas, el comisario del gobierno y el ministro de Finanzas tenían, respectivamente, el derecho de suspensión y el derecho de oposición a cualquier decisión del Banco que fuera contraria a los intereses del Estado, a la ley o a los Estatutos del Banco. La nueva Ley restringió estos derechos de suspensión y oposición en las materias concernientes a la definición y ejecución de la política monetaria, al desarrollo de las operaciones exteriores, la tenencia y gestión de reservas exteriores oficiales, y la facultad de promover el buen funcionamiento de los sistemas de pagos. Esos derechos únicamente pueden ser ejercitados en la actualidad cuando las decisiones en estas materias sean contrarias a la Ley y a los Estatutos del Banco. Por tanto, se ha concedido un alto grado de autonomía al Banco en el terreno de la política monetaria.

En Holanda, una Ley de 9 de diciembre de 1993 introdujo una disposición requiriendo que el gobierno consulte con el *Nederlandsche Bank* las decisiones relativas a los acuerdos de tipo de cambio o a las modificaciones en los tipos de cambio centrales, debiendo hacerse público su informe. Una Ley de 15 de diciembre de 1994 confió al *Nederlandsche Bank* la supervisión de las oficinas de cambio.

2. Características actuales de los bancos centrales nacionales de la Unión Europea

El Informe Anual del Comité de Gobernadores de 1992 contenía una descripción detallada de las características institucionales de los bancos centrales nacionales de los entonces Estados miembros de la Comunidad. El cuadro 13 contiene las características institucionales básicas de los bancos centrales nacionales de la Unión Europea. De acuerdo con el artículo 7 de los Estatutos del IME, un informe especial del IME analizará las características institucionales de los bancos centrales nacionales y evaluará el progreso de convergencia en materia de requisitos estatutarios que habrán de realizar los bancos centrales nacionales a fin de convertirse en parte integral del SEBC.

Cuadro 13

Características institucionales de los bancos centrales de la UE

	NATIONAL BANK OF BELGIUM	DANMARKS NATIONALBANK	DEUTSCHE BUNDESBANK	BANK OF GREECE	BANCO DE ESPAÑA
OBJETIVO ESTATUTARIO PRIMORDIAL	Ninguno, aunque se sobreentiende la salvaguardia de la moneda	El mantenimiento de un sistema monetario seguro y sólido	La salvaguardia de la moneda	El control de la moneda en circulación y del crédito	Lograr la estabilidad de precios
AUTORIDAD LEGAL EN CUANTO A:					
1- Régimen cambiario	1 - Gobierno	1 - Gobierno	1 - Gobierno	1 - Gobierno	1 - Gobierno, previa consulta al Banco Central
2- Fijación de objetivos de: - crecimiento monetario - inflación	2 - Banco Central ^(a) Banco Central ^(a)	2 - Banco Central ^(a) Banco Central ^(a)	2 - Banco Central Banco Central ^(a)	2 - Banco Central Gobierno ^(a)	2 - Banco Central ^(b) Banco Central
3- Modificación de los tipos de interés de intervención	3 - Banco Central	3 - Banco Central	3 - Banco Central	3 - Banco Central	3 - Banco Central
COMPETENCIAS:					
1- Fijación de las políticas monetaria y cambiaria	1 - Sí	1 - Sí	1 - Sí (Es posible, a petición del gobierno, la suspensión de las decisiones por 2 semanas, aunque nunca utilizado)	1 - Sí	1 - Sí
2- Emisión de billetes	2 - Sí	2 - Sí	2 - Sí	2 - Sí	2 - Sí
3- Sistema de pagos	3 - Sí	3 - Sí	3 - Sí	3 - Sí	3 - Sí
4- Banco de bancos y del gobierno	4 - Sí	4 - Sí	4 - Sí	4 - Sí	4 - Sí
5- Inspección de instituciones financieras	5 - No	5 - No	5 - No	5 - Sí	5 - Sí
6- Defensa de la estabilidad financiera	6 - Sí	6 - Sí	6 - Sí	6 - Sí	6 - Sí
7- Gestión de las reservas oficiales	7 - Sí	7 - Sí	7 - Sí	7 - 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 <i>Länder</i>	- Consejo General - Gobernador (- Subgobernadores)	- Gobernador - Subgobernador - Consejo de Gobierno - Comisión Ejecutiva
NOMBRAMIENTO DEL GOBERNADOR					
Por:	- La Corona, a propuesta del Gobierno	- La Corona, a propuesta del Gobierno	- Presidente Federal, a propuesta del Gobierno Federal, después de consultar con el Consejo del Banco Central	- Presidente de la República, a propuesta del Gobierno, después de haber sido propuesto por el Consejo	- La Corona, a propuesta del Presidente del Gobierno
Mandato:	- 5 años (renovable)	- Sin especificar	- Normalmente 8 años, mínimo 2 años (renovable)	- 4 años (renovable)	- 6 años (no renovable)
MODIFICACIONES RECIENTES Y EN PERSPECTIVA	El 22 de marzo de 1993 se aprobó legislación para asegurar la independencia del banco central en las decisiones sobre política monetaria.	Ninguna	Ninguna	El <i>Bank of Greece</i> ha propuesto al Gobierno cambios normativos para aumentar su propia independencia y para que sus estatutos sean íntegramente compatibles con el Tratado de Maastricht.	La Ley 13/1994 de primero de junio de 1994 ha incorporado las disposiciones del Tratado de Maastricht relativas a los bancos centrales.

(a) Actualmente no se fija ningún objetivo, (b) Actualmente no se fija ningún objetivo, solamente bandas/tasas de referencia.

Cuadro 13 (continuación)

Características institucionales de los bancos centrales de la UE

	BANQUE DE FRANCE	CENTRAL BANK OF IRELAND	BANCA D'ITALIA	INSTITUT MONÉTAIRE LUXEMBOURGEOIS	NEDERLANDSCHE BANK
OBJETIVO ESTATUTARIO PRIMORDIAL	Lograr la estabilidad de precios	La salvaguardia de la integridad de la moneda	Ninguno, aunque se sobrentiende la salvaguardia de la moneda	Incluye el promover la estabilidad de la moneda	La salvaguardia del valor de la moneda
AUTORIDAD LEGAL EN CUANTO A: 1- Régimen cambiario 2- Fijación de objetivos de: - crecimiento monetario - inflación 3- Modificación de los tipos de interés de intervención	1 - Gobierno 2 - Banco Central Banco Central 3 - Banco Central	1 - Gobierno 2 - Banco Central ^(a) Banco Central ^(a) 3 - Banco Central	1 - Gobierno 2 - Conjuntamente con el Gobierno Gobierno 3 - Banco Central	1 - Gobierno 2 - Banco Central ^(a) Conjuntamente con el Gobierno ^(a) 3 - Banco Central ^(a)	1 - Gobierno 2 - Banco Central ^(a) Banco Central ^(a) 3 - Banco Central
COMPETENCIAS: 1- Fijación de las políticas monetaria y cambiaria 2- Emisión de billetes 3- Sistema de pagos 4- Banco de bancos y del gobierno 5- Inspección de instituciones financieras 6- Defensa de la estabilidad financiera 7- Gestión de las reservas oficiales	1 - Sí 2 - Sí 3 - Sí 4 - Sí 5 - Sí, a través de la Comisión Bancaria 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 (Conjuntamente con la Oficina de Cambios italiana)	1 - Sí (en parte) 2 - Sí 3 - Sí 4 - No 5 - Sí 6 - Sí 7 - Sí	1 - Sí (Existe formalmente un derecho de instrucción del Gobierno, nunca utilizado) 2 - Sí 3 - Sí 4 - Sí 5 - Sí 6 - Sí 7 - Sí
ORGANOS RECTORES	- Consejo de Política Monetaria - Consejo General	- Consejo de Directores	- Gobernador, Director General, 2 Vicedirectores Generales (Directorio) - Consejo de Directores	- Dirección - Consejo	- Consejo de Gobierno - Consejo de Supervisión
NOMBRAMIENTO DEL GOBERNADOR Por: Mandato:	- Consejo de Ministros - 6 años (renovable)	- Presidente, a propuesta del Gobierno - 7 años (renovable)	- Consejo de Directores, con aprobación del Gobierno - Vitalicio	- Gran Duque, a propuesta del Consejo de Ministros - 6 años (renovable)	- Propuesta conjunta de la Junta del Consejo de Gobierno y el Consejo de Supervisión, y nombrado por la Corona, a propuesta del Consejo de Ministros - 7 años (renovable)
MODIFICACIONES RECIENTES Y EN PERSPECTIVA	Las leyes de 4 de agosto y 31 de diciembre de 1993, relativas a los Estatutos de la <i>Banque de France</i> , introdujeron las disposiciones del Tratado de la Unión Europea relativas a los bancos centrales.	Determinadas modificaciones de importancia menor serán incluidas en la normativa venidera.	Ninguna.	Un Proyecto de Ley para ejecutar los cambios legislativos requeridos por el Tratado de la Unión Europea está pendiente de aprobación por el Parlamento.	La Ley de 9 de diciembre de 1993 introdujo las disposiciones del Tratado de la Unión Europea relativas a los bancos centrales. Se están estudiando modificaciones finales para adecuarse al Tratado.

(a) Actualmente no se fija ningún objetivo.

Cuadro 13 (continuación)

Características institucionales de los bancos centrales de la UE

	OESTERREICHISCHE NATIONALBANK	BANCO DE PORTUGAL	SUOMEN PANKKI	SVERIGES RIKSBANK	BANK OF ENGLAND
OBJETIVO ESTATUTARIO PRIMORDIAL	Mantenimiento del valor interno y externo de la moneda	El mantenimiento de la estabilidad monetaria nacional y de la solvencia externa de la moneda	Mantener un sistema monetario estable y seguro y favorecer y facilitar la circulación fiduciaria	Ninguno, aunque se sobrentiende la salvaguardia de la moneda	Ninguno, aunque se sobrentiende la salvaguardia de la moneda
AUTORIDAD LEGAL EN CUANTO A: 1- Régimen cambiario 2- Fijación de objetivos de: - crecimiento monetario - inflación 3- Modificación de los tipos de interés de intervención	1 - Banco Central en cooperación con el Gobierno 2 - Banco Central ^(a) Banco Central ^(a) 3 - Banco Central	1 - Gobierno, previa consulta al Banco Central 2 - Banco Central ^(a) Banco Central ^(a) 3 - Banco Central	1 - Gobierno, a propuesta del Banco Central 2 - Banco Central ^(b) Banco Central 3 - Banco Central	1 - Banco Central 2 - Banco Central ^(a) Banco Central 3 - Banco Central	1 - Gobierno 2 - Gobierno ^(b) Gobierno 3 - Gobierno
COMPETENCIAS: 1- Fijación de las políticas monetaria y cambiaria 2- Emisión de billetes 3- Sistema de pagos 4- Banco de bancos y del gobierno 5- Inspección de instituciones financieras 6- Defensa 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 - Sí 6 - Sí 7 - Sí	1 - Sí 2 - Sí 3 - Sí 4 - No 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 (como agente del Gobierno)
ORGANOS RECTORES	- Consejo de Gobierno - Consejo de Directores Ejecutivos	- Gobernador - Consejo de Directores - Consejo de Auditores - Consejo Asesor	- Consejo Parlamentario de Supervisión - Consejo	- Consejo de Gobierno - Gobernador	- Consejo de Directores
NOMBRAMIENTO DEL GOBERNADOR Por: Mandato:	- Presidente de la República Federal, a nominación del Gobierno Federal - 5 años (renovable)	- Consejo de Ministros, a propuesta del Ministro de Finanzas - 5 años (renovable)	- Presidente de la República, a propuesta del Consejo Parlamentario de Supervisión - Indefinido	- Consejo de Gobierno - 5 años (renovable)	- La Corona, a propuesta del Primer Ministro - 5 años (renovable)
MODIFICACIONES RECIENTES Y EN PERSPECTIVA	Ninguna	Se encuentran en estudio modificaciones para reforzar la independencia del banco central, en línea con los artículos 109e(5) y 108 del Tratado de la Unión Europea.	Se está estudiando normativa a fin de cumplir con los requisitos del Tratado de la Unión Europea.	Durante el actual período legislativo se presentará un proyecto de ley para cumplir con las exigencias del Tratado.	Ninguna. Serán necesarios ciertos cambios si el Reino Unido participa en la tercera fase.

(a) Actualmente no se fija ningún objetivo. (b) Actualmente no se fija ningún objetivo, solamente bandas/tasas de referencia.

3. Cambios legales en perspectiva

En Luxemburgo, un proyecto de Ley relativo al *Institut Monétaire Luxembourgeois* (IML) fue remitido al Parlamento en diciembre de 1993, estando pendiente de aprobación.

El proyecto establece en su *Exposé des Motifs* su propósito de poner en práctica todas las disposiciones del Tratado relativas a la segunda fase, así como introducir algunas características relativas a los bancos centrales nacionales que deben adoptarse antes de la tercera fase. El principal objetivo del IML es el de asegurar la estabilidad de precios y su objetivo secundario apoyar la política económica del Gobierno de Luxemburgo. Se da, asimismo, una definición clara de las competencias del IML, entre las que se incluyen las de definición y ejecución de la política monetaria. El IML deberá desarrollar sus operaciones de acuerdo con el principio de economía de mercado. No obstante, la asociación monetaria entre Bélgica y Luxemburgo permanecerá inalterada durante la segunda fase.

El proyecto refleja el artículo 107 del Tratado y establece la independencia del IML respecto del gobierno, al prohibir instrucciones u orientaciones de las autoridades públicas. El artículo 24 del proyecto traspone el contenido del artículo 104 del Tratado a la legislación nacional, al prohibir la concesión de cualquier tipo de crédito financiero a las administraciones públicas. Otros artículos del proyecto reflejan el contenido del sistema previsto en el Tratado para el SEBC, adaptando, por tanto, la normativa nacional a los requisitos de la tercera fase. El proyecto prevé que a su debido momento se dicte normativa adicional para la tercera fase.

En Finlandia se han acometido los trabajos preliminares para preparar una Ley que introduzca determinadas disposiciones del Tratado relativas a los bancos centrales nacionales, especialmente la autonomía en materia monetaria y la prohibición de financiación monetaria al sector público. El gobierno finlandés está examinando el proyecto, el cual no ha sido todavía remitido al Parlamento. Dicho proyecto define como objetivo primordial del *Suomen Pankki* el de la "salvaguarda del valor del dinero" y como finalidad secundaria la consecución de otros objetivos de política económica. Asimismo, establece la independencia respecto del gobierno, a través tanto de modificaciones institucionales, como al manifestarse que no podrán ni solicitarse ni aceptarse instrucciones de las autoridades gubernamentales.

El *Nederlandsche Bank* está estudiando actualmente, en cooperación con el Ministerio de Finanzas, qué normas del Tratado requieren que se dicten nuevas disposiciones o simplemente que se modifique la legislación nacional existente. Un trabajo similar se está desarrollando, asimismo, en el *National Bank of Belgium*. En Portugal se está acometiendo un trabajo preliminar a fin de preparar las modificaciones del Estatuto del *Banco de Portugal*, y reforzar su independencia. En Irlanda, aunque no se prevén cambios institucionales significativos, un cierto número de modificaciones de pequeña importancia serán incluidas en la legislación venidera. El gobierno sueco ha anunciado qué cambios normativos son necesarios a fin de cumplir con los requisitos del Tratado, los cuales serán propuestos durante el período parlamentario en curso.

B. FINANCIACION MONETARIA Y ACCESO PRIVILEGIADO

1. Observaciones generales y papel del IME

Tanto la experiencia histórica como la más reciente muestran que la implicación del banco central en la financiación del presupuesto público puede llegar a hacer peligrar la posibilidad misma de una política monetaria orientada a la estabilidad de precios. La prohibición, por lo tanto, de que el sector público pueda disponer de financiación monetaria o pueda tener acceso privilegiado a las instituciones financieras es un aspecto clave del marco institucional inherente a la UEM (artículos 104 y 104a del Tratado).

La financiación monetaria del banco central y el acceso privilegiado a las instituciones financieras no sólo están prohibidos en la tercera, sino también en la segunda fase de la UEM, ya que se consideran incompatibles con el proceso de convergencia hacia la estabilidad monetaria.³ Dichas prohibiciones están, por ello, en vigor desde el 1 de enero de 1994 (véase artículo 109e (3) del Tratado). La legislación derivada (Reglamentos del Consejo (CE) nº 3603/93 y nº 3604/93, de 13 de diciembre de 1993) establece las definiciones necesarias para la aplicación de dichas prohibiciones. Las disposiciones que prohíben la financiación monetaria cubren, entre otras operaciones, los descubiertos y el denominado "otro tipo de crédito" al sector público, así como la compra directa de instrumentos de deuda del sector público. La categoría "otro tipo de crédito" incluye una amplia gama de otras modalidades de financiación resultante de transacciones o de servicios diversos que los bancos centrales realizan con o para el sector público.⁴ Por su parte, las disposiciones relativas al acceso privilegiado prohíben cualquier disposición legal o reglamentaria, o en todo acto jurídico de carácter vinculante adoptado en el ejercicio de la autoridad pública, que obligue a las instituciones financieras a adquirir o mantener derechos frente al sector público, o que conceda ventajas fiscales que beneficien únicamente a las entidades financieras, o ventajas financieras que no se atengan a los principios de economía de mercado, para favorecer la adquisición o el mantenimiento de tales derechos por parte de esas entidades. La no observancia de dichos principios podrá ser justificada solamente sobre la base de "consideraciones cautelares".

Según lo dispuesto en el artículo 169 del Tratado, es tarea de la Comisión Europea asegurar el cumplimiento legal de dichas disposiciones por parte de los Estados miembros, correspondiéndole al IME, de acuerdo con lo dispuesto en los artículos 109f (9) y 180 (d) del Tratado, la vigilancia del cumplimiento del Tratado por parte de los bancos centrales.

El Comité de Gobernadores examinó estas cuestiones con anterioridad al comienzo de la segunda fase y participó en la preparación de la legislación derivada. En 1994, el IME estableció un procedimiento de vigilancia periódica del cumplimiento por parte de los bancos centrales de sus obligaciones derivadas de los artículos 104 y 104a del Tratado y de la legislación derivada que los desarrolla. Esta vigilancia se lleva a cabo trimestralmente.

³ Ver nota a pie de página 2, en este mismo capítulo.

⁴ En el caso de Italia, el Instituto Nacional de Moneda Extranjera (*Ufficio italiano dei cambi*) se debe considerar, a estos efectos, conjuntamente con la *Banca d'Italia*.

2. Cumplimiento de la prohibición de concesión de crédito al sector público por el banco central

La mayoría de los Estados miembros adelantó el cumplimiento de las obligaciones fijadas en el artículo 104 del Tratado y en el Reglamento del Consejo (CE) nº 3603/93, adaptando sus respectivas legislaciones nacionales antes del comienzo de la segunda fase. Del procedimiento de vigilancia aplicado por el IME en 1994, se desprende que las medidas necesarias para asegurar el cumplimiento de las referidas prohibiciones han sido, en su mayoría, adoptadas, estando aún pendiente y en consideración un pequeño número de ajustes menores.

El Reglamento del Consejo permite la tenencia por parte de los bancos centrales nacionales de stocks de deuda del sector público, siempre y cuando los activos correspondientes fueran adquiridos con anterioridad al 1 de enero de 1994 y tengan vencimiento fijo, con independencia de la fecha de dicho vencimiento y de que estén o no remunerados a tipos de mercado.

La mayor parte de la deuda viva no negociable ha sido convertida en créditos de vencimiento fijo. No obstante, en un pequeño número de Estados miembros, algunas deudas residuales del sector público frente al banco central están aún pendientes de conversión; esta cuestión es actualmente objeto de consideración. El cuadro 14 ofrece el resumen del saldo de deuda viva no negociable del sector público en poder de los bancos centrales a finales de 1994.

Cuadro 14 Activos de los bancos centrales frente al sector público *
(Situación a finales de diciembre de 1994)

	BE	DK	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	PT	UK
Saldos totales (% del PIB)	...	-	0,3	27,8	3,3	0,5	0,4	4,8	1,5	-	1,4	...
de los que:												
activos sin vencimiento fijo	...	-	-	-	-	0,2	-	-	1,5	-	0,03 (a)	... (b)
Ultimo vencimiento	(c)	-	2033	2023	2023	2003	2000	2043	(c)	-	2002	(c)
Tipos de interés aplicados a los activos con vencimiento fijo (% anual)	(c)	-	0-1	0-10	0-11	5	5,3- 5,5	1	(c)	-	1,3- 10,5 (d)(e)	(c)

Fuente: bancos centrales nacionales.

* Activos no negociables y activos no sujetos a condiciones de mercado, excepto moneda, crédito derivado de la compensación de cheques y activos frente a instituciones de crédito públicas adquiridos fuera del contexto de la oferta de activos de caja de los bancos centrales.

(a) El Protocolo del Tratado relativo a Portugal exime a los descubiertos sin interés de las Regiones Autónomas de Azores y Madeira en las cuentas en el *Banco de Portugal*.

(b) El Protocolo relativo a determinadas disposiciones del Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte exime los *ways and means* del gobierno del Reino Unido.

(c) Ningún activo no negociable tiene vencimiento fijo.

(d) Tipos de interés (parcialmente) ligados a tipos de mercado.

(e) Tipo de interés ligado al tipo de mercado: en el primer año (1993) el tipo aplicado fue del 10% del tipo anual básico para las letras del Tesoro anunciado por el *Banco de Portugal* (p.e. el tipo de interés medio anual ponderado de las doce últimas emisiones de letras del Tesoro), porcentaje que será incrementado 10 puntos básicos cada año, hasta su vencimiento. En 1993, el tipo de interés aplicado fue 1,3%. El 31 de diciembre de 1994, el tipo básico anunciado por el *Banco de Portugal* para las letras del Tesoro fue el 10,5%.

La prohibición de descubiertos del sector público en los bancos centrales ha sido en general respetada. En algunos casos, se han registrado ocasionalmente descubiertos, casi siempre causados, bien por ajustes imperfectos a la nueva situación legal, bien por retrasos en pagos de terceros. En cualquier caso, estas anomalías no reflejan, en opinión de los bancos centrales respectivos, una situación estructural y no han tenido impacto en la ejecución de la política monetaria. En la actualidad se están considerando medidas para suprimir dichas anomalías.

Durante 1994, no se han observado, por parte de ningún banco central, compras en el mercado primario de instrumentos de deuda emitidos por el propio sector público nacional. La adquisición de instrumentos de deuda pública en el mercado secundario se ajusta al Tratado, siempre y cuando no menoscabe los objetivos del artículo 104. En 1994, solamente un número reducido de bancos centrales llevó a cabo compras de deuda pública en el mercado secundario en volúmenes significativos; se consideró, no obstante, que tales compras no eran incompatibles con la prohibición de adquisición directa de instrumentos de deuda del sector público.

Está igualmente prohibido que, al desempeñar las funciones relativas al servicio de la deuda del sector público, los bancos centrales concedan, en cualquiera de sus formas, crédito a los entes públicos. El Reglamento del Consejo prevé algunas excepciones a este principio general y permite, entre otras operaciones, y dentro de ciertos límites o bajo ciertas condiciones, el crédito intra-día al sector público o el crédito resultante del desfase entre las fechas valor de cargo y de abono de los cheques emitidos a favor del sector público y el crédito que pueda derivar de las tenencias por parte del banco central de moneda metálica emitida por el sector público. Se contemplan tales excepciones, dado que una prohibición absoluta de la financiación resultante de tales prácticas resultaría innecesaria desde un punto de vista económico, o de aplicación demasiado costosa⁵.

El mencionado reglamento autoriza los créditos intra-día, ya que facilitan la operativa del sistema de pagos. En consecuencia, el crédito intra-día es compatible con el objetivo del artículo 104 del Tratado, siempre y cuando se limiten al día y no puedan prorrogarse. Así, en aquellos Estados miembros donde existe la posibilidad del crédito intra-día, se han arbitrado medidas a fin de prevenir la posibilidad de que el crédito intra-día se transforme en crédito *overnight*. Por ejemplo, algunos Tesoros mantienen en el banco central depósitos relativamente elevados, a fin de evitar el riesgo de una posición deudora de la cuenta del Tesoro al final de cada día; de igual manera, algunos Tesoros han contratado con la banca comercial líneas de crédito susceptibles de ser utilizadas al final de cada día.

Los procedimientos de cobro y abono de cheques vigentes en los bancos centrales pueden igualmente desembocar en un crédito temporal y sin intereses al sector público, si los cheques se abonan en las cuentas del sector público antes de que sean cargados al librador. El Reglamento del Consejo establece, por lo tanto, límites estrictos al volumen de crédito al sector público que pudiera resultar de la compensación de los cheques, permitiendo únicamente créditos resultantes de un posible desfase entre abonos y cargos, siempre que éste sea "excepcional, de pequeña cantidad y se suprima en un corto plazo". En la mayoría de los Estados miembros, el procedimiento en vigor, a finales de 1994, ha cesado de causar desfases importantes favorables al sector público.

Finalmente, la concesión de crédito al sector público podría ser también resultante del mantenimiento y abono por parte del banco central de moneda metálica emitida por el sector público. El Reglamento del Consejo ha establecido un límite superior al volumen de tales

⁵ También está exenta, sin ningún tipo de condición, la financiación de los bancos centrales, por cuenta del sector público, de las obligaciones referentes al FMI o a la utilización de la asistencia financiera a medio plazo en la Unión Europea.

créditos, fijado en el 10% del volumen de moneda metálica en circulación.⁶ Dicho límite ha sido generalmente respetado en 1994, aun cuando, en el primer cuatrimestre del año, el límite fue excedido en un Estado miembro.

3. Cumplimiento de la prohibición del acceso privilegiado a las instituciones financieras

Al igual que con la prohibición de financiación monetaria, la mayoría de los Estados miembros se adelantaron en la aplicación de las disposiciones establecidas en el artículo 104a y en el Reglamento del Consejo (CE) nº 3604/93 relativas a la prohibición del acceso privilegiado del sector público a las instituciones financieras. Los Estados miembros derogaron las disposiciones que podrían ser consideradas formas de acceso privilegiado, antes incluso de la ratificación del Tratado de Maastricht. La causa de este adelanto fue, en primer lugar, la Directiva de movimientos de capital, que entró en vigor en la mayoría de los Estados miembros el 1 de junio de 1990; y, en segundo lugar, la creciente competencia en la industria de servicios financieros, que ha inducido una progresiva adaptación de la operativa del sector público en el área financiera a las prácticas de mercado, incluyendo el pago de intereses a tipos de mercado.

La prohibición del acceso privilegiado incide principalmente en la relación entre el sector público, por una parte, y las instituciones financieras, por otra. De acuerdo con lo dispuesto en el Reglamento del Consejo, los bancos centrales nacionales no son considerados ni instituciones financieras ni parte del sector público. Aun así, el Reglamento afecta a los bancos centrales, y en particular a las normas de movilización o de constitución de garantías por las que se rigen respecto a los instrumentos de deuda utilizables en sus operaciones. El examen de dicha normativa por el IME no revela, sin embargo, que ésta suponga actualmente la concesión de alguna forma de acceso privilegiado.

Otra área donde la normativa de los bancos centrales pudiera eventualmente originar el otorgamiento del acceso privilegiado al sector público es la relativa al coeficiente de caja. Hasta muy recientemente, en algunos Estados miembros se consideraban computables para la cobertura del coeficiente de caja las letras del Tesoro. Pero estas normas han sido revisadas al no cumplir con las disposiciones del Tratado y del Reglamento del Consejo.

⁶ En el caso de Alemania, por motivos de la unificación, el límite permitido es del 15% hasta finales de 1996.

CUENTAS ANUALES DEL IME

CUENTAS ANUALES DEL IME

Balance a 31 de diciembre de 1994

	ECUs		ECUs
I Activos relacionados con el SME		I Pasivos relacionados con el SME	
Oro	28.624.566.048	ECUs emitidos para los bancos centrales de la CE	56.575.849.005
Dólares USA	<u>27.951.282.957</u>		
	<u>56.575.849.005</u>		<u>56.575.849.005</u>
 II Otros activos		 II Otros pasivos	
(1) Caja y depósitos bancarios a la vista	499.203	(1) Acreedores y otros pasivos	3.639.743
(2) Valores	12.358.418	(2) Provisiones para pensiones y obligaciones similares	377.803
(3) Activos tangibles	6.595.995	(3) Otras provisiones	3.566.464
(4) Otros activos	1.277.793	(4) Cuenta de revalorización	117.401
		(5) Contribuciones de los bancos centrales nacionales (de acuerdo con el artículo 16.2 de los Estatutos).	13.029.998
	<hr style="width: 100%;"/>		<hr style="width: 100%;"/>
	<u>20.731.409</u>		<u>20.731.409</u>
 Total activos	 <u>56.596.580.414</u>	 Total pasivos	 <u>56.596.580.414</u>
<i>Pro memoria:</i>		<i>Pro memoria:</i>	
Compromisos a cobrar en ECUs (swap trimestral renovable)	56.575.849.005	Compromisos a pagar en oro y dólares USA	56.575.849.005

Cuenta de resultados del ejercicio de 1994

	<u>ECUs</u>
Ingresos	
Intereses de valores	341.956
Total ingresos	<u>341.956</u>
Gastos	
Gastos de personal	3.388.001
Otros gastos de administración (incluidos gastos de establecimiento por: 6.862.916)	14.692.575
Amortización de activos tangibles	<u>231.382</u>
Total gastos	<u>18.311.958</u>
Resultados del ejercicio (Pérdidas)	<u>(17.970.002)</u>
Distribución de los resultados del ejercicio	
Contribuciones de los bancos centrales nacionales de acuerdo con el artículo 17.6 de los Estatutos	<u>17.970.002</u>

Francfort
31 de enero de 1995

INSTITUTO MONETARIO EUROPEO

A. Lamfalussy
Presidente

Presidente y Consejo del
Instituto Monetario Europeo

Francfort

Hemos auditado las cuentas financieras adjuntas del Instituto Monetario Europeo. La Dirección del Instituto es la responsable de la preparación de las cuentas; nuestra responsabilidad es la de emitir una opinión independiente sobre las mismas, basada en nuestra auditoría, y comunicársela a Vdes.

Hemos realizado la auditoría de acuerdo con las normas internacionales de auditoría. Una auditoría incluye el examen, basado en un muestreo representativo, de los datos relevantes en relación con el volumen de las cuentas y su transparencia. También incluye una evaluación de las apreciaciones y criterios utilizados en la preparación de las cuentas, así como de la correspondencia de las normas contables con las circunstancias del Instituto Monetario Europeo y de la existencia de una publicidad adecuada de dichas normas.

En nuestra opinión, las cuentas financieras, que han sido preparadas de acuerdo con las normas contables establecidas en el apartado 2 de las notas sobre las cuentas del Instituto Monetario Europeo, ofrecen una imagen fiel y verdadera de la situación financiera del Instituto Monetario Europeo al 31 de diciembre de 1994 y del resultado de las operaciones realizadas en ese año.

Francfort, 14 de Febrero de 1995.

C&L TREUARBEIT
DEUTSCHE REVISION
Aktiengesellschaft

(Wagener)
Auditor

(Kern)
Auditor

1. Introducción

1.1 El artículo 16 de los Estatutos del IME establece que los bancos centrales nacionales deberán dotar a éste de recursos propios y que estos recursos deberán utilizarse para generar los ingresos que se consideren necesarios para sufragar sus gastos de administración. Según el artículo 16.2, dichos recursos debían desembolsarse en el momento de establecerse el IME, pero hasta que el IME no alcanzó un nivel operativo suficiente para permitir realizar una previsión razonable del nivel de gastos administrativos en los que iba a incurrir, no fue posible decidir el nivel exacto de los recursos requeridos para este fin. Por esta razón, durante 1994, los bancos centrales nacionales realizaron aportaciones que permitieron al IME comenzar sus operaciones, equipar sus locales, reclutar a su personal y atender a los gastos del día a día. Los doce bancos centrales nacionales, que eran entonces miembros de pleno derecho del IME, pagaron un total de 31 millones de ECUs en tres entregas, de acuerdo con la clave especificada en el artículo 29.1 de los Estatutos del SEBC.

1.2 De esta contribución inicial, 18,3 millones de ECUs fueron utilizados para atender gastos corrientes de administración y provisiones. De ellos, 6,9 millones de ECUs correspondieron a gastos de establecimiento relacionados con la compra y preparación de las instalaciones y con el reclutamiento, traslado e instalación del personal en Francfort. El IME comenzó el año sin un fondo general de reservas ni ingresos propios, por lo que las contribuciones de los bancos centrales nacionales utilizadas para cubrir estos gastos -18,0 millones de ECUs, netos de ingresos por intereses sobre sus saldos de tesorería- han sido tratadas como pagos realizados de acuerdo con el artículo 17.6 de los Estatutos, que regula la cobertura de la financiación de las pérdidas del ejercicio.

1.3 Los restantes 13,0 millones, de los pagos realizados en 1994 por los bancos centrales nacionales, se han tratado como contribuciones a los recursos del IME, realizadas de acuerdo con el artículo 16.2 de los Estatutos. De éstos, 6,6 millones de ECUs corresponden a activos fijos, netos de amortización, y 6,4 millones a fondo de maniobra sin asignación fija (activo circulante).

1.4 En su reunión del 3 de enero de 1995, el Consejo del IME estuvo en condiciones para decidir sobre el nivel total de recursos requerido. El 17 de enero, los bancos centrales nacionales realizaron contribuciones adicionales por 602,5 millones de ECUs, utilizando una clave recalculada para tomar en consideración a los nuevos miembros del Consejo (*Oesterreichische Nationalbank*, *Suomen Pankki* y *Sveriges Riksbank*) desde el 1 de enero de 1995. Las contribuciones realizadas en 1994 de acuerdo con el artículo 16.2 se redistribuyeron con arreglo a la nueva clave. El total de las contribuciones del artículo 16.2 suman 615.573.495 ECUs. De estos recursos, 597,2 millones se han colocado en depósitos a plazo para generar los ingresos considerados necesarios para cubrir los gastos de administración del IME, y el resto corresponde a las inversiones en activos tangibles y al activo circulante.

2. Normas contables

2.1 Las cuentas anuales se han elaborado de acuerdo con los principios contables establecidos por el Consejo del IME con arreglo al artículo 17.3 de sus Estatutos, y están expresadas en ECUs oficiales.

2.2 Aunque el IME, como institución de las Comunidades Europeas, no está sujeto a las leyes y regulaciones nacionales sobre prácticas contables, sus normas se adecuan a los principios contables aceptados internacionalmente, excepto que materias específicas del IME requieran un tratamiento distinto. A pesar de la limitada vida del IME, las cuentas se han preparado en base al principio de empresa en funcionamiento.

2.3 Los activos y pasivos relacionados con el Mecanismo de Cambios del SME aparecen por su coste. Los valores a corto plazo a descuento se reflejan al coste más los intereses devengados. El resto de valores, distintos de los de a corto plazo a descuento, aparecen a valor de mercado de fin de año. El resto de activos y pasivos financieros aparecen a valor nominal.

2.4 Los activos tangibles se valoran al coste menos la amortización. La amortización se calcula sobre base lineal durante el tiempo de vida estimada del activo, comenzando en el trimestre posterior a su adquisición.

2.5 Al margen de los activos y pasivos relacionados con el Mecanismo de Cambios del SME, la conversión a ECUs de los saldos de las partidas del balance en moneda extranjera se realiza al cambio oficial del 31 de diciembre de 1994, publicado por la Comisión Europea. Las transacciones en moneda extranjera reflejadas en la cuenta de pérdidas y ganancias están valoradas al tipo de cambio medio oficial del período considerado. Para 1994, dichas transacciones comenzaron a registrarse en los libros del IME a partir del 18 de abril.

2.6 Los ingresos y gastos se reconocen según el principio de devengo. Las plusvalías no realizadas, procedentes de la revalorización de los activos respecto al precio de compra, no se reconocen como ganancias, sino que se recogen en una cuenta de revalorización; las minusvalías no realizadas se compensan con las plusvalías no realizadas recogidas previamente en la cuenta de revalorización, y las pérdidas potenciales remanentes se cargan contra la cuenta de resultados.

2.7 De acuerdo con el artículo 17.4 de los Estatutos, el Consejo ha nombrado a *C&L Treuarbeit Deutsche Revision* como auditor externo independiente.

3. Notas al balance

3.1 Activos y pasivos relacionados con el Mecanismo de Cambios del SME

Estas partidas están relacionadas con los *swaps* trimestrales renovables de ECUs oficiales, creados en contrapartida a las contribuciones de los bancos centrales nacionales al IME por el 20% de sus tenencias de oro y dólares USA. Estas operaciones se describen en el capítulo II B.5.1 del Informe. Los respectivos activos y pasivos aparecen en los libros del IME, pero su registro contable no conlleva ningún pago o cobro de intereses. Los intereses correspondientes a las reservas oficiales intercambiadas por ECUs continúan devengándose a favor de los propietarios iniciales. Los intereses sobre las tenencias de ECUs procedentes de los *swaps* solamente se devengan cuando las tenencias de ECUs de un banco central exceden a sus pasivos a pagar en ECUs; en tales casos, los pagos se cubren con los intereses debidos por los bancos centrales cuyos pasivos pagaderos en ECUs exceden a sus tenencias de ECUs.

El primero de enero de 1994, el IME asumió los activos y los pasivos del Fondo Europeo de Cooperación Monetaria, unos y otros por un importe de 56,96 miles de millones de ECUs. De éstos, 53,48 miles de millones correspondían a la emisión de ECUs para los bancos centrales de la Comunidad Europea en contrapartida de las reservas de oro y dólares USA y 3,48 miles de millones a las operaciones de financiación a muy corto plazo.

3.2 Otros activos

II (1) *Caja y cuentas bancarias a la vista*: la tesorería se mantuvo en cuentas corrientes en marcos alemanes, moneda en la que se pagan casi todas las transacciones día a día del IME. Esta cuenta se utilizó exclusivamente en conexión con los cobros y pagos relacionados con la administración diaria del IME.

II (2) *Valores*: Los excedentes de tesorería se invirtieron, diariamente, en letras del Tesoro de la República Federal de Alemania. A 31 de diciembre de 1994, no se mantenía ningún otro valor.

II (3) *Activos tangibles*: A final de año, dichos activos comprendían:

Equipamiento	4.676.422 ECUs
Ordenadores y software	1.717.027 ECUs
Otros	<u>202.546 ECUs</u>
Total	<u>6.595.995 ECUs</u>

El "equipamiento" incluye los costes capitalizados de las instalaciones especiales, en la sede del IME en la *Eurotower*, requeridas para satisfacer sus particulares necesidades operativas. Las partidas aparecen netas de amortizaciones. Estas totalizaron 231.382 ECUs, que fueron cargados íntegramente a la cuenta de resultados de 1994.

II (4) *Otros activos*: Esta partida representa fundamentalmente un derecho frente al ministerio federal alemán de finanzas referido al IVA recuperable y a otros impuestos indirectos pagados sobre bienes y servicios. Estos impuestos son reembolsables de acuerdo con los términos del artículo 3 del Protocolo sobre los privilegios e inmunidades de las Comunidades Europeas, aplicables también al IME en virtud del artículo 21 de los Estatutos.

3.3 Otros pasivos

II (1) *Acreedores y otros pasivos*: Esta partida incluye fundamentalmente pagos debidos a proveedores e impuestos deducidos en la fuente, correspondientes a salarios, pendientes de traspaso a las Comunidades Europeas, así como las contribuciones a pensiones acumuladas y los intereses de las mismas reembolsables al personal. Según los acuerdos provisionales vigentes al día de la fecha del balance, el personal aporta al régimen de pensiones un porcentaje de su salario base (complementado con una contribución de dos veces este importe por el IME -véase II (2)-). Dichas contribuciones son reembolsables al término del contrato de trabajo junto con los intereses devengados por las mismas.

II (2) *Provisión para pensiones y obligaciones similares*: Esta partida incluye las contribuciones acumuladas del IME respecto al régimen de pensiones del personal y son necesarias para cubrir el coste eventual de las indemnizaciones por despido y pensiones por enfermedad.

II (3) *Otras provisiones*: Incluyen los fondos establecidos con relación a la rehabilitación de los locales del IME al final de su contrato de arrendamiento (véanse las notas a la cuenta de resultados); la elaboración del Informe Anual y las cuentas de 1994; y los pagos que se devenguen por el Banco de Pagos Internacionales de Basilea por sus trabajos como agente del IME.

II (4) *Cuenta de revalorización*: La apreciación del marco alemán frente al ECU, durante 1994, supuso unas ganancias no realizadas en el valor neto de los activos denominados en marcos alemanes, que se han incluido en esta cuenta.

II (5) *Contribuciones de los bancos centrales nacionales, de acuerdo con el artículo 16.2 de los Estatutos*: Representan el saldo que resta, después de cubrir el déficit operativo del ejercicio, de las contribuciones realizadas por los bancos centrales nacionales en 1994 (véase la introducción de este capítulo y la nota "Distribución de resultados (pérdidas)" en la cuenta de resultados); el importe ha sido tratado como un pago anticipado de las contribuciones a realizar según el artículo 16 de los Estatutos.

4. Notas a la cuenta de resultados

4.1. Ingresos

Esta partida representa los intereses obtenidos por la inversión de los excedentes de tesorería en letras del Tesoro (véase Otros Activos, nota II (2)).

4.2. Gastos

Gastos de personal: Esta partida corresponde a los salarios y complementos de tipo general, y a las contribuciones empresariales para pensiones y seguros de enfermedad y accidentes del personal del IME. A 31 de diciembre de 1994, la plantilla del IME estaba compuesta por su presidente y 126 empleados, de los que cinco ocupaban puestos de alta administración. El coste del personal empleado por el BIS en Basilea (fundamentalmente en la anterior Secretaría del Comité de Gobernadores), antes de su traslado a Francfort en noviembre y diciembre, formaba parte del acuerdo general de servicios con el BIS pendiente del establecimiento definitivo del IME en su sede, y está incluido en "Otros Gastos Administrativos". Los salarios y complementos del personal incluyen los emolumentos de los puestos de alta administración y son comparables con el régimen de remuneraciones vigente en las Comunidades Europeas, que ha servido de patrón para su diseño.

Otros gastos administrativos: Cubren el resto de los gastos corrientes, incluidos los alquileres, mantenimiento de locales y equipamiento, bienes fungibles, honorarios profesionales, otros servicios (incluidos los prestados temporalmente por el BIS) y material de oficina. Del importe total, los "gastos de establecimiento" incluyen los gastos extraordinarios que no son de inversión en los que se incurrió durante el año en el proceso de establecimiento del IME en su sede, en concreto para la rehabilitación de los locales, honorarios a las agencias relacionados con el alquiler y equipamiento, y los gastos relacionados con el reclutamiento, traslado e instalación del personal. Estos costes incluyen también una provisión frente a la obligación contractual del IME para restaurar los locales alquilados y dejarlos en su condición original, al final del contrato.

4.3 Distribución de resultados

Dado que el IME no tenía un fondo de reserva general al comienzo del año, el déficit operativo se cubrió completamente con los pagos realizados durante 1994 por los bancos centrales nacionales, de acuerdo con lo previsto en el artículo 17.6 de los Estatutos.

ANEJOS

ESTADO ACTUAL DE LAS ESTRATEGIAS E INSTRUMENTOS DE POLITICA MONETARIA EN LOS PAISES DE LA UNION EUROPEA

1. Estrategias

Todos los bancos centrales de la UE están de acuerdo en que el objetivo final de la política monetaria es la consecución y el mantenimiento de la estabilidad de precios. Sin embargo, tal y como se describe en el capítulo I.A.3.2, en la actualidad se emplean en los distintos países miembros diversas estrategias monetarias (véase cuadro 15). La mayoría de los países pertenecientes al Mecanismo de Cambios del SME utiliza una estrategia indirecta. Dicha estrategia presenta, en un solo país (Alemania), un agregado monetario como objetivo intermedio, mientras que en el resto de países se utilizan objetivos de tipo de cambio. Uno de estos últimos (Francia) tiene un agregado monetario como objetivo y, simultáneamente, realiza un seguimiento del endeudamiento total, mientras que otro (España) persigue directamente un objetivo de inflación y mantiene como referencia el crecimiento de la cantidad de dinero. Los países de la UE no pertenecientes al Mecanismo de Cambios del SME, aunque también atribuyen cierta importancia a la estabilidad del tipo de cambio, utilizan un objetivo monetario intermedio o un objetivo directo de inflación.

Sin embargo, estas diferencias no deberían exagerarse, puesto que tanto el enfoque directo como el indirecto han sido seguidos últimamente de manera pragmática. Por una parte, en los países en los que se utiliza un enfoque directo se han seguido estrechamente las evoluciones de los agregados monetarios y del tipo de cambio. Por otra, en aquellos países que utilizan un objetivo monetario intermedio, los bancos centrales también han valorado en alguna medida la relevancia de los cambios en dichos agregados tomando en consideración otros indicadores de la evolución de la inflación, tales como costes laborales, déficit fiscales, precios de importación o medidas de la brecha entre el PIB potencial y el PIB real.

2. Instrumentos

Los instrumentos de política monetaria usados en la actualidad en los países de la UE son numerosos. Dichos instrumentos pueden agruparse en tres categorías fundamentales: coeficientes de caja, líneas disponibles y operaciones de mercado abierto. La existencia de coeficientes de caja obliga a los bancos a mantener unas reservas mínimas en forma de depósitos en el banco central, que pueden ser remuneradas o no; estas reservas mínimas se calculan generalmente como un porcentaje sobre los pasivos monetarios de los bancos. Las líneas disponibles representan ofertas permanentes de los bancos centrales para realizar ciertas operaciones (descuento, refinanciación, toma de depósitos) a iniciativa de las entidades de crédito, si bien las condiciones son previamente anunciadas por el banco central; el acceso de las entidades de crédito líneas disponibles puede estar sujeto a límites cuantitativos (cuotas). Las operaciones de mercado abierto son transacciones con participantes privados en el mercado, llevadas a cabo por el banco central a iniciativa propia, ya sea para inyectar liquidez en el mercado, ya sea para drenarla; pueden tomar la forma de operaciones simples o de operaciones dobles y realizarse con diferentes tipos de activos financieros (deuda pública, valores privados, valores emitidos por el banco central y divisas).

Las características específicas de los distintos instrumentos y sus respectivas funciones varían entre países, tal y como se muestra en el cuadro 15.

Por ejemplo, en algunos países en los que el coeficiente de caja (Alemania, España, Francia, Italia, Austria y Portugal) o las líneas disponibles (Holanda) están diseñados en términos medios (es decir, donde el nivel de activos de caja o las cuotas se aplican a valores medios durante un determinado período de cómputo), ésto puede contribuir a la estabilización de los tipos de interés a corto plazo. Como resultado de ello, la intervención del banco central en los mercados monetarios sólo es precisa con una frecuencia relativamente baja. Por el contrario, en los países en los que no existe coeficiente de caja o bien no está diseñado principalmente para estabilizar los tipos de interés (por ejemplo, Bélgica, Irlanda y el Reino Unido), esta tarea recae en mayor medida sobre operaciones frecuentes de *fine-tuning* realizadas por el banco central o sobre las líneas disponibles en el mismo. Con el fin de limitar la variabilidad de los tipos de interés a corto plazo, la mayoría de los bancos centrales de la UE también utiliza diversas combinaciones de dichas líneas disponibles (financiación marginal, toma de depósitos y descuento) mediante las que puede drenarse o inyectarse liquidez a iniciativa de las entidades de crédito a los tipos de interés establecidos y previamente anunciados por el banco central. Generalmente, dichos tipos de interés también constituyen una señal del tono de la política monetaria.

En varios países (Bélgica, Alemania, Grecia, Irlanda, Italia, Portugal, Finlandia y Suecia), dos de los tipos de interés de las líneas disponibles forman un corredor dentro del cual se mueven normalmente los tipos de interés a corto plazo. Aunque en algunos países la importancia cuantitativa de las líneas disponibles en el suministro (o retirada) de liquidez es relativamente alta, en la mayor parte de los casos esta función se lleva a cabo principalmente mediante operaciones de mercado abierto. Sin embargo, existen diferencias considerables entre países en relación con el tipo de operaciones de mercado abierto utilizadas de manera predominante (operaciones simples en Grecia y Finlandia, operaciones dobles en la mayoría del resto de países), así como en lo que se refiere a los activos financieros utilizados, los sistemas de subasta y la frecuencia de las operaciones. No obstante, puede observarse cierta convergencia. En conjunto, la importancia de las intervenciones en mercado abierto ha crecido en los últimos años, probablemente reflejando también los esfuerzos de las autoridades para fomentar el desarrollo de los mercados y apoyarse de manera creciente en mecanismos de mercado. Al mismo tiempo, esta tendencia ha venido acompañada por el amplio recurso de los bancos centrales a las operaciones con pacto de retrocesión.

Una descripción más precisa de los principales instrumentos de política monetaria puede contribuir a una mejor comprensión de las diversas estructuras operacionales existentes en la UE.

2.1 Coeficiente de caja

En la mayoría de los países de la UE, se impone al sistema bancario el mantenimiento de unas reservas mínimas, generalmente con el objetivo de alcanzar una combinación de varios fines de política monetaria: (a) aumentar la demanda de activos de caja por parte de los bancos; (b) contribuir a la estabilización de los tipos de interés a corto plazo, a través de computar para su cálculo valores medios, método que reduce la necesidad de intervenciones frecuentes por parte del banco central; (c) estabilizar y hacer más predecible el multiplicador monetario; y (d) incrementar la elasticidad de la demanda de dinero respecto a los movimientos en los tipos de interés, mediante la introducción de un diferencial entre los tipos de interés de los activos monetarios y los correspondientes a los activos no monetarios. En general, la importancia adjudicada a estas funciones varía según los países. En aquellos en los que no existe coeficiente de caja (es decir, Bélgica, Dinamarca y Suecia), o en aquellos

donde su objetivo principal no está relacionado con la política monetaria (el Reino Unido), algunas de las funciones del coeficiente de caja son desempeñadas a través de otros instrumentos: por ejemplo, ajustando el volumen y la frecuencia de las operaciones de mercado abierto.

Las características técnicas de los distintos coeficientes de caja también difieren significativamente entre países (véase cuadro 16), reflejando, en parte, la importancia atribuida a las distintas funciones, y, en parte, diferencias estructurales entre los sistemas financieros nacionales. Las diferencias principales se refieren a: (a) la definición de los pasivos bancarios sujetos al coeficiente (tipos de instrumentos, moneda de denominación, sectores tenedores); (b) la longitud de los períodos de cómputo y de mantenimiento y el desfase entre ambos; (c) la inclusión o no de medidas para el cálculo en términos medios; (d) el nivel de remuneración (que es cero en algunos países, positivo por debajo del nivel de los tipos de mercado en otros y cercano a los tipos de mercado únicamente en Holanda); (e) el nivel del coeficiente y su diferenciación entre distintos tipos de pasivos; y (f) las instituciones sujetas a esta regulación. En los últimos años, ha habido una tendencia general en el coeficiente de caja hacia niveles relativamente bajos, reflejando, en parte, la necesidad de reducir los incentivos para la desintermediación y la deslocalización financieras, aunque estas últimas dependen del grado en que las reservas obligatorias estén remuneradas. No obstante, todavía existen importantes diferencias entre países en relación con el volumen de las reservas obligatorias, ya medido como porcentaje sobre los pasivos computables ya medido en relación al PIB.

2.2 Líneas disponibles

Si bien las líneas disponibles no se usan hoy en día tan intensamente como en el pasado, probablemente seguirán teniendo un papel importante. Todos los bancos centrales de la UE, con la única excepción del *Banco de España*, utilizan actualmente las líneas disponibles en la instrumentación de la política monetaria. Sin embargo, existen diferencias importantes entre países en relación con la combinación de líneas disponibles usadas, con sus características principales y con las funciones a ellas atribuidas. Resumiendo, existen tres tipos principales de líneas disponibles: (a) refinanciación marginal a tipo penalizador, instrumento vigente en todos los países de la UE salvo en tres; (b) crédito a tipos inferiores a los de mercado, instrumento usado en seis países de la UE; y (c) toma de depósitos (u otros instrumentos con funciones equivalentes), instrumento utilizado en seis países de la UE. En la actualidad, únicamente en Bélgica se encuentran en uso los tres tipos reseñados de líneas disponibles.

La refinanciación marginal generalmente desempeña un papel importante para facilitar el funcionamiento del sistema de pagos mediante la financiación a tipo penalizador de descubiertos en la liquidación que se realiza al final de cada día. De manera similar, la toma de depósitos por el banco central sirve para absorber excesos de liquidez. En los países en los que alguna de estas dos líneas disponibles, o ambas, no existen, sus funciones pueden ser llevadas a cabo a través de operaciones de mercado abierto. El crédito a tipos inferiores a los de mercado, es decir, el descuento, se usa en varios países, aunque con importancia cuantitativa en la refinanciación total distinta. En general, puesto que este instrumento proporciona una forma subvencionada de refinanciación, el acceso al mismo por parte de los bancos está sujeto a cuotas individuales.

2.3 Operaciones de mercado abierto

A lo largo de la última década, las operaciones de mercado abierto han ganado importancia en la mayoría de los países de la UE, mientras que se ha producido un uso decreciente de las líneas disponibles para suministrar liquidez y una disminución del nivel del coeficiente de caja. La mayor parte de los bancos centrales de la UE utiliza en la actualidad las operaciones de mercado abierto, tanto de una forma regular como con propósitos de *fine-tuning*. Desde el punto de vista de los bancos centrales, las operaciones de mercado abierto tienen la gran ventaja de que favorecen el desarrollo de los mercados monetarios nacionales, otorgándoles mayor profundidad al mismo tiempo que funcionan de acuerdo con los principios de mercado. De este modo, las operaciones de mercado abierto no implican subvenciones o impuestos implícitos y hacen uso de los mecanismos de mercado para la distribución de la liquidez y la transmisión de las señales de política monetaria.

En la actualidad, todos los países de la UE usan las operaciones dobles con valores nacionales, y, en la mayoría de ellos, constituyen el instrumento de política monetaria más importante. El plazo de las operaciones se sitúa principalmente entre un día y un mes, salvo en Grecia, en que llega hasta los seis meses. El atractivo de estas operaciones reside en su gran flexibilidad y en que el banco central retiene la iniciativa para decidir la frecuencia, el momento, el plazo y el volumen (o, alternativamente, el tipo de interés). Además, las operaciones dobles pueden reducir en cierta medida el problema de tener que evaluar la calidad del activo subyacente y tienen efectos menos significativos sobre el precio de mercado del activo que en el caso de otras operaciones.

Las transacciones de mercado abierto simples se usan actualmente en cinco países de la UE, pero sólo son un instrumento fundamental en Finlandia, Grecia y el Reino Unido. Estas operaciones se realizan principalmente con deuda del Tesoro con una vida residual inferior a tres meses, excepto en Italia, donde se utilizan valores a largo plazo, en Finlandia, donde se usan valores emitidos por el banco central y certificados de depósito, y en el Reino Unido, donde predomina el uso de letras de cambio.

En la mayoría de los países de la UE, pueden usarse operaciones swap en divisas (una combinación de una operación al contado y una a plazo), pero, en la práctica, se utilizan de forma ocasional por motivos de *fine-tuning*.

La emisión de valores a corto plazo por parte del banco central es posible en siete países, pero solamente en cuatro de ellos (Dinamarca, Holanda, Finlandia y el Reino Unido) se realiza esta operación de manera regular. En cuatro países (Bélgica, Grecia, Holanda y Finlandia) el banco central puede llevar a cabo operaciones de préstamo y de toma de fondos en el mercado monetario. En Irlanda y Suecia, el banco central puede tomar depósitos a plazo fijo.

* * * * *

Esta visión general de la situación actual, en lo que se refiere a estrategias, instrumentos y procedimientos de política monetaria usados en los países de la UE, indica que, por un lado, está produciéndose un cierto grado de convergencia hacia una mayor confianza en instrumentos basados en el mercado, si bien todavía se mantienen diferencias considerables, tanto en la combinación de los instrumentos usados en cada país como en las características específicas de cada instrumento. Por otro lado, las diferencias que existen en las estrategias de política monetaria seguidas por los bancos nacionales están relacionadas, en muchos casos, con factores históricos, con diferencias en los sistemas financieros y en las condiciones económicas subyacentes, así como con las diferentes posiciones de los distintos países dentro del contexto del SME.

Cuadro 15

Estrategias, instrumentos y procedimientos de política monetaria

	BE	DK	DE	GR	ES	FR	
Estrategia de política monetaria^(a)	TC	TC	OM (M3)	TC, OM (M3)	OI, TC	TC, OM (M3)	
Coefficientes de caja con fines de política monetaria	no	no	si	si	si	si	
- Nivel (% del PIB) ^(b)	...	...	1,3	4,3	1,4	0,1	
- Remuneración	...	...	no	parcial	no	no	
Líneas disponibles^(c)							
- De crédito a tipos inferiores o cercanos a los tipos de mercado (tipo de interés)	<input type="checkbox"/> (inferior al mercado)	...	<input checked="" type="checkbox"/> (inferior al mercado)	<input type="checkbox"/> (inferior al mercado)	...	...
- De toma de depósitos	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	
- Refinanciación marginal	<input type="checkbox"/>	...	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	...	<input type="checkbox"/>	
Operaciones de mercado abierto							
1. Clases: ^(d)							
- Operaciones simples ^(e)	<input type="checkbox"/>	■	...	■	...	<input checked="" type="checkbox"/>	
- Operaciones dobles con valores nacionales	■	■	■	<input type="checkbox"/>	■	■	
- Operaciones <i>swap</i> en divisas	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	...	
2. Frecuencia de las operaciones: ^(e)	■	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	
3. Procedimientos de subasta: ^(e)							
- Por volumen	<input checked="" type="checkbox"/>	■	<input checked="" type="checkbox"/>	
- Por tipo de interés	■	...	■	<input type="checkbox"/>	■	■	

Fuente: Datos nacionales.

(a) Situación al final de 1994: TC = Objetivo de tipo de cambio; OI = Objetivo de inflación; OM = Objetivo monetario. Para los países con objetivo monetario, el agregado seguido se muestra entre paréntesis.

(b) Reservas obligatorias mantenidas en los bancos centrales en relación al PIB nominal (datos de mediados de 1994, excepto en Portugal, cuyos datos son de finales de 1994.).

(c) Importancia en el suministro (o retirada) de liquidez al (o del) mercado: Baja; Intermedia; Alta.

(d) Incluye emisiones de certificados de depósito del banco central en los casos de Dinamarca, Holanda y Finlandia, depósitos a plazo en los casos de Irlanda y Suecia, y la constitución o toma de depósitos en el mercado interbancario en los casos de Bélgica, Grecia, Holanda y Finlandia.

(e) Aproximadamente una vez a la semana; Varias veces por semana; Más de una vez al día.

en los Estados miembros de la UE

	IE	IT	NL	AT	PT	FI	SE	UK
	TC	OM (M2)	TC	TC	TC	OI	OI	OI
	si 1,3 cercana a tipos de mercado	si 6,7 parcial	si 3,7 cercana a tipos de mercado	si 2,8 no	si 1,8 no	si 1,3 no	no	no
	... <input checked="" type="checkbox"/> <input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/> (cercana a tipos de mercado) ... <input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/> (cercana a tipos de mercado)	<input checked="" type="checkbox"/> (cercana a tipos de mercado) <input checked="" type="checkbox"/> <input type="checkbox"/>	... <input type="checkbox"/> <input checked="" type="checkbox"/>	... <input type="checkbox"/> <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"/> <input 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"/>	... <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input 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"/> <input checked="" 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"/> ... <input checked="" type="checkbox"/> <input checked="" type="checkbox"/> <input checked="" type="checkbox"/>

Cuadro 16

Características del coeficiente de caja en los Estados
(Situación a fin de 1994)

	DE	GR	
1. Nivel del coeficiente	- Pasivos a la vista: 5% - Resto de pasivos computables: 2%	- Pasivos en moneda nacional: 9% - Depósitos en moneda extranjera mantenidos por residentes e inmigrantes hasta 100%	
2. Período de cómputo	1 mes	1 mes	
3. Período de mantenimiento	1 mes	1 mes	
4. Desfase^(a)	15 días	60 días	
5. Cálculo en medias	sí	no	
6. El efectivo es activo de caja	sí ^(c)	sí	
7. Compensación de excesos/déficit	no	sí ^(e)	
8. Remuneración	no	sí ^(g)	

	NL⁽ⁱ⁾	AT	
1. Nivel del coeficiente	Cambiado frecuentemente, según las condiciones de los mercados monetarios	- Pasivos a la vista: 9% - Depósitos a plazo o de ahorro: a menos de 1 año: 7% mayor o igual a 1 año: 6% - Valores a menos de 2 años: 6%	
2. Período de cómputo	3 meses ^(m)	1 mes ⁽ⁿ⁾	
3. Período de mantenimiento	variable	1 mes	
4. Desfase^(a)	variable	15 días	
5. Cálculo en medias	no	sí	
6. El efectivo es activo de caja	no	sí	
7. Compensación de excesos/déficit	no	no	
8. Remuneración	sí ^(p)	no	

(a) Intervalo de tiempo entre el final del período de cómputo y el final del período de mantenimiento.

(b) Los activos de caja diarios no pueden ser inferiores a un porcentaje determinado (en la actualidad el 91%) del nivel medio mensual exigido.

(c) Las entidades de crédito pueden deducir sus tenencias de billetes y monedas durante el período de mantenimiento, hasta un límite del 25% de las reservas obligatorias.

(d) Cada entidad de crédito ha de realizar un depósito a un mes en el banco central el día 20 de cada mes. El depósito es igual al 3% de los pasivos computables de la entidad al último día del mes anterior, menos sus tenencias de billetes y monedas en ese mismo día. Desde marzo de 1995, existe un límite máximo del 20% para el cómputo de las tenencias de billetes y monedas de las entidades de crédito en el coeficiente de caja.

(e) Sólo pueden trasladarse a períodos posteriores los déficit de reservas.

(f) Cuando el exceso es inferior al 2% de las reservas obligatorias, éste puede trasladarse a períodos posteriores hasta el 90%. Cuando el exceso es superior, sólo puede trasladarse un 75% de las reservas excedentarias. Los déficit de reservas no pueden trasladarse.

(g) La mitad de las reservas obligatorias se remuneran al 12,5%.

(h) Las reservas obligatorias están remuneradas a un tipo igual al 80% de los rendimientos de bonos públicos a corto plazo con una vida residual comprendida entre seis meses y tres años y medio. El tipo de interés se ajusta al comienzo de cada período de mantenimiento. Normalmente, el tipo de interés pagado a las reservas obligatorias se halla por debajo del tipo del depósito interbancario a un mes, aunque en el caso de una curva de rendimientos con una fuerte pendiente positiva, el tipo pagado puede superar el tipo interbancario a un mes.

miembros de la UE

	ES	FR	IE	IT
	2%	- Depósitos a la vista y libretas: 1% - Resto de pasivos computables: 0,5%	3%	15%
	10 días	1 día	1 día	1 mes
	10 días	1 mes	1 mes	1 mes
	2 días	15 días	50 días	45 días
	sí	sí	no	sí ^(b)
	no	sí	sí ^(d)	no
	no	sí ^(f)	no	no
	no	no	sí ^(h)	sí ^(f)

	PT	FI	UK^(k)	BE/DK/LU/SE
	2%	- Depósitos a la vista y a plazo: A menos de un mes: 2% - Otros depósitos: 1,5% - Otros pasivos: 1 %	0.35% ^(l)	En la actualidad no hay establecido un sistema de reservas obligatorias
	7 días	1 día	6 meses ^(o)	-
	7 días	1 mes	6 meses	-
	3 días	60 días	Aproximadamente 6 meses	-
	sí	no	no	-
	no	no	no	-
	no	no	no	-
	no	no	no	-

(i) Las reservas obligatorias están remuneradas al 5,5%. Las reservas excedentarias están remuneradas al 0,5%.

(j) La información de esta columna se refiere al coeficiente de caja del mercado monetario.

(k) La información de esta columna se refiere a los depósitos mantenidos por coeficiente de caja.

(l) 0,25% en el caso de pasivos computables de oficinas situadas en Irlanda del Norte correspondientes a bancos para los que dicha zona es su centro principal de operaciones dentro del Reino Unido.

(m) El volumen de pasivos computables le sirve al banco central para determinar el volumen de su "préstamo permisible". El préstamo permisible se establece para cada banco como un préstamo medio durante un período de tres meses y se calcula como la media de los pasivos bancarios durante los tres meses anteriores completos.

(n) Las reservas obligatorias se calculan como la media de los pasivos computables en los días 23 y último del mes anterior y en los días 7 y 15 del mes al que corresponde la información.

(o) El nivel de los depósitos requeridos a una entidad se calcula dos veces al año (en abril y en octubre) como el 0,35% de los pasivos computables medios comunicados en los seis meses anteriores.

(p) Media ponderada del tipo correspondiente a préstamos asegurados y del tipo de los préstamos especiales.

REGLAMENTO INTERNO DEL IME

El Consejo del Instituto Monetario Europeo, en adelante denominados el "Consejo" y el "IME", respectivamente,

- visto el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, modificado por el Tratado de la Unión Europea, denominado en adelante el "Tratado", y en particular el artículo 109f del mismo,
- visto el Protocolo sobre los Estatutos del Instituto Monetario Europeo, denominado en adelante los "Estatutos" y en particular sus artículos 9 y 10,

adopta el siguiente Reglamento interno del IME:

Artículo 1 - Tratado y Estatutos

Este Reglamento interno complementa el Tratado y los Estatutos teniendo los términos utilizados el mismo significado que en el Tratado y en los Estatutos. Las referencias a los artículos se entenderán hechas a aquéllos de los Estatutos, a menos que se indique otra cosa.

Artículo 2 - Vicepresidente

El vicepresidente será elegido por el Consejo de entre los gobernadores. En el caso de que el vicepresidente no complete su mandato, el Consejo elegirá un nuevo vicepresidente para el resto del mismo.

Artículo 3 - Fecha y lugar de celebración de las reuniones del Consejo

3.1 El Consejo se reunirá al menos 10 veces al año. La fecha de las reuniones se decidirá por el Consejo a propuesta del presidente.

3.2 El presidente podrá, asimismo, convocar reuniones del Consejo:

- cuando lo considere necesario; o
- a solicitud de un miembro del Consejo, habiendo consultado a los restantes miembros.

El presidente convocará una reunión del Consejo cuando lo soliciten al menos tres de sus miembros.

3.3 El Consejo se reunirá en principio en las oficinas del IME.

3.4 En circunstancias excepcionales, que serán determinadas por el presidente, las reuniones podrán asimismo tener lugar a través de teleconferencias.

Artículo 4 - Asistencia a las reuniones del Consejo

4.1 Cada gobernador podrá ser acompañado a las reuniones del Consejo por el respectivo miembro del Comité de Suplentes a que se refiere el artículo 7 de este Reglamento interno, y por un representante adicional de su institución. En circunstancias especiales, el gobernador podrá decidir que el miembro respectivo del Comité de Suplentes sea sustituido por cualquier otro representante de su banco central, a su elección, durante toda la reunión o durante parte de la misma.

4.2 El presidente podrá estar acompañado por el director general y hasta por un máximo de tres directores de departamento y, según lo requiera el orden del día, hasta por tres miembros adicionales del personal del IME.

4.3 El presidente del Consejo de la Unión Europea podrá estar acompañado por el secretario general del Consejo de la Unión Europea o por su representante. El miembro de la Comisión de la Comunidad Europea que represente a su institución podrá estar acompañado por un miembro de la misma.

4.4 El Consejo podrá invitar a sus reuniones, si lo estima apropiado, a los presidentes de los subcomités y grupos de trabajo a que se refiere el artículo 10 de este Reglamento interno.

4.5 El Consejo podrá asimismo invitar a otras personas a sus reuniones si lo estima apropiado, y en particular al presidente del Comité Monetario a que se refiere el artículo 109c del Tratado.

Artículo 5 - Votaciones

5.1 Si un miembro del Consejo se ve impedido de asistir a una reunión o a parte de la misma, podrá designar a otro representante de su institución, para actuar y votar en su representación. Esta circunstancia será comunicada al presidente.

5.2 Para las votaciones del Consejo se exigirá un quórum de dos tercios de sus miembros o de sus representantes.

5.3 Las decisiones podrán asimismo ser adoptadas por el procedimiento escrito, a menos que se opongan tres miembros del Consejo. Dichas decisiones se recogerán en el acta extractada en la siguiente reunión del Consejo mencionada en el artículo 6.2 del Reglamento interno.

5.4 Las abstenciones de los miembros del Consejo o de sus representantes no impedirán la adopción por el Consejo de los actos que requieran unanimidad.

5.5 En aquellos casos en los que el Consejo adopte una opinión actuando con las mayorías requeridas por el Tratado y los Estatutos, las minorías disidentes tendrán derecho a ver reflejado su punto de vista discrepante en un documento anejo a tal efecto.

5.6 El voto secreto únicamente podrá ser adoptado en el caso de asuntos de naturaleza personal.

Artículo 6 - Organización de las reuniones del Consejo

6.1 El orden del día de cada reunión será aprobado por el Consejo. El presidente preparará un orden del día provisional y lo remitirá, junto con los documentos relativos al mismo, a los miembros del Consejo y a los participantes de acuerdo con el artículo 11, al menos con ocho días de antelación a la celebración de la reunión, excepto en casos de urgencia, en cuyo supuesto el presidente actuará como proceda a la vista de las circunstancias existentes. El Consejo podrá decidir retirar o incorporar asuntos al orden del día provisional a propuesta del presidente o de un miembro del Consejo. Un asunto será retirado del orden del día a solicitud de, al menos, tres de sus miembros si los documentos relativos al mismo no fueron enviados a los miembros a tiempo.

6.2 Un acta extractada de las deliberaciones del Consejo será remitida a sus miembros para su aprobación en la siguiente reunión.

Artículo 7 - Comité de Suplentes

7.1 Se constituye un Comité de Suplentes que contribuirá a la preparación de las reuniones del Consejo y elaborará en consonancia su orden del día.

7.2 El Comité de Suplentes estará formado por representantes de los bancos centrales designados por sus respectivos gobernadores. Cada miembro del Comité podrá estar acompañado en sus reuniones por un representante adicional de su institución.

7.3 El Comité de Suplentes será presidido por el director general, el cual podrá estar acompañado por más de tres directores de departamento y, cuando así lo requiriera el orden del día, hasta por tres miembros adicionales del personal del IME. En ausencia del director general, el Comité de Suplentes será presidido por el miembro más antiguo.

Artículo 8 - Organización del IME

El Consejo, a propuesta de su presidente basada en las consultas previas celebradas con sus miembros, decidirá sobre

- la organización de los departamentos del IME;
- el nombramiento de director general y de los directores de departamento; y
- las condiciones de empleo del personal del IME.

Artículo 9 - Comité Financiero

9.1 Se constituye un Comité Financiero formado por el vicepresidente y dos de los miembros más antiguos, en sus cargos de origen, del Consejo. La duración de su mandato será de un año. Al vencimiento de su mandato, los dos miembros del Consejo siguientes en antigüedad en sus cargos de origen se convertirán en miembros del Comité Financiero.

9.2 En el caso de que un miembro del Comité Financiero no cumpla íntegramente su mandato, el Consejo designará un nuevo miembro por el tiempo restante de acuerdo con la misma regla, salvo que el tiempo restante sea inferior a seis meses. En este caso, el nuevo miembro cumplirá el tiempo restante de su predecesor y un período adicional de un año.

9.3 El Comité Financiero será presidido por el vicepresidente y:

- examinará las propuestas del presidente al Consejo en relación con el presupuesto y cuentas anuales, así como las relativas a los informes periódicos sobre los gastos en que haya incurrido el IME durante el ejercicio anual; y
- facilitará su opinión al respecto al Consejo.

Artículo 10 - Subcomités y grupos de trabajo

10.1 El Consejo, a propuesta del presidente, podrá establecer subcomités y grupos de trabajo en áreas específicas, fijar sus mandatos y designar a sus presidentes.

10.2 La disposición contenida en el artículo 10.1 de este Reglamento interno no prejuzga el derecho del presidente a autorizar reuniones ad hoc entre el IME y representantes de los bancos centrales nacionales.

Artículo 11 - Confidencialidad

11.1 Las reuniones del Consejo y de cualquier comité o grupo establecido por el mismo serán secretas, a menos que el Consejo, por unanimidad, autorice a su presidente a hacer público el resultado de sus deliberaciones.

11.2 Sin perjuicio de los artículos 11.3 y 17.3, todos los documentos preparados por el IME serán secretos salvo que el Consejo decida otra cosa.

11.3 Los bancos centrales nacionales velarán por que sus representantes estén sometidos, en relación con sus actividades en el marco del IME, a la misma obligación de secreto que el personal del IME.

Artículo 12 - Informe anual

El informe anual del IME previsto en el artículo 11.3 será aprobado por el Consejo en el primer trimestre del ejercicio financiero siguiente, y se publicará en las lenguas oficiales de la Comunidad Europea en el transcurso del cuarto mes de dicho ejercicio.

Artículo 13 - Disposición final

El presente Reglamento interno podrá ser modificado en cualquier momento, en la medida en que sea necesario.

GLOSARIO

Acceso remoto al SITF: una institución de crédito tiene acceso remoto a un SITF si su oficina principal o una de sus sucursales tiene acceso directo a un SITF localizado en otro país, sin que la institución tenga establecimiento físico en dicho país.

Acta de Adhesión: es el tratado entre la Unión Europea y los países de la EFTA solicitantes, Austria, Finlandia, Noruega y Sueca, que establece los términos y condiciones de su adhesión a la CE. Las negociaciones de ampliación fueron concluidas formalmente en abril de 1994. El Acta de Adhesión, firmada con ocasión de la reunión del Consejo Europeo celebrada en Corfú en junio de 1994, entró en vigor el 1 de enero de 1995, para Austria, Finlandia y Suecia, después de que sus respectivos parlamentos la ratificaran.

Acuerdo Basilea-Nyborg: acuerdo alcanzado en Basilea por los gobernadores de los bancos centrales de los Estados miembros de la CEE, el 8 de septiembre de 1987, sobre medidas para fortalecer los mecanismos operativos del SME (extensión del plazo del mecanismo de financiación a muy corto plazo, aumento de las exigencias de intervención para financiar los mecanismos y mayor uso del ECU) y sobre el uso de instrumentos (flexibilidad cambiaria dentro de la banda, modificaciones de los tipos de interés, intervención y reajustes oportunos de los tipos de cambio centrales) diseñados para contrarrestar las presiones de los mercados. El acuerdo fue aprobado por los ministros de Economía y Hacienda de la CEE y los gobernadores de los bancos centrales, durante su reunión informal del 12 de septiembre de 1987, en Nyborg.

Agente liquidador: la institución que inicia la liquidación definitiva de la compensación, por cuenta de todos los participantes.

Banco corresponsal: acuerdo por el cual un banco proporciona pagos y otros servicios a otro banco. Generalmente, los pagos a través de corresponsales son efectuados mediante cuentas recíprocas (las denominadas cuentas nostro y loro) a las que se pueden adjuntar líneas de crédito. Los servicios de corresponsalía bancaria principalmente se efectúan en el área internacional.

Central de Información de Riesgos (CIR): sistema de información diseñado para proporcionar a los bancos comerciales, bancos centrales y demás autoridades supervisoras datos relativos al endeudamiento de entidades y personas frente al conjunto del sistema bancario.

Cláusula hora cero: disposición en las leyes de quiebra que retrotrae y deja sin efectividad todas las operaciones de una entidad quebrada después de las cero horas de la fecha en que haya sido declarada la quiebra.

Comité de Estadísticas, Monetarias, Financieras y de Balanza de pagos (CEMFB): establecido por el Consejo de Ministros para incrementar la cooperación estadística, entre los institutos estadísticos del EEE y la Comisión Europea, por una parte, y entre los bancos centrales del EEE y el Instituto Monetario Europeo, por otra parte; y para proporcionar a las partes pertinentes opiniones en asuntos estadísticos.

Comité de Supervisión Bancaria de Basilea: comité formado por autoridades de supervisión bancaria. Fue establecido, en 1979, por los gobernadores de los bancos centrales de los países del Grupo de los Diez. Está compuesto por representantes de alto rango de los organismos responsables de la supervisión bancaria y de los bancos centrales de Bélgica, Canadá, Francia, Alemania, Italia, Japón, Luxemburgo, Holanda, Suecia, Suiza, Reino Unido y Estados Unidos. Normalmente el comité se reúne en Basilea, en el Banco de Pagos Internacionales.

Directiva de saneamiento y liquidación: directiva sobre la coordinación de leyes, reglamentos y disposiciones administrativas relativas al saneamiento y liquidación de las entidades de crédito, propuesta por la Comisión Europea el 11 de enero de 1988, propuesta que ha sido modificada y que continúa siendo negociada por el Consejo de la UE.

ECU oficial: el ECU oficial es creado mediante operaciones swap contra el 20% de los activos en dólares USA y oro mantenidos por los bancos centrales que participan en el SME. El valor del ECU es calculado como media ponderada del valor de sus monedas componentes. La composición del ECU es invariable desde el 1 de noviembre de 1993, fecha en que entró en vigor el Tratado de la Unión Europea.

Entrega contra pago (ECP): condiciones que permiten a dos o más operadores liquidar al mismo tiempo dos instrucciones de transferencia referentes a la misma transacción. Por ejemplo, en el caso de transacción de bonos, los mecanismos ECP permiten a los participantes liquidar tanto los bonos como los fondos referentes al pago de dichos bonos al mismo tiempo.

Grandes pagos: pagos, generalmente de importes muy elevados -en general, muy por encima de 100.000 ECUs- que se realizan entre bancos o entre participantes en los mercados financieros y que requieren una liquidación inmediata. Por ejemplo, la liquidación de las operaciones de los sistemas netos son consideradas como grandes pagos, cualquiera que sea su importe, ya que tales pagos no admiten ningún tipo de aplazamiento.

Grupo de concertación: grupo compuesto por expertos en mercados de divisas de los bancos centrales de los Estados miembros de la UE, Noruega, Suiza, Japón, Canadá y Estados Unidos. El grupo intercambia regularmente información sobre comportamientos de los mercados de divisas.

Grupo de supervisión cambiaria: grupo compuesto por expertos en mercados de divisas de los bancos centrales de la UE, que revisan la evolución económica y monetaria y las políticas económicas aplicadas, para estudiar el funcionamiento del SME.

Intervención intramarginal: intervención llevada a cabo por los bancos centrales para mantener el tipo de cambio de su moneda, cuando ésta se encuentra dentro de los márgenes de fluctuación.

Intervención marginal: intervención efectuada por los bancos centrales cuando sus respectivas monedas están en los márgenes de fluctuación bilaterales superior e inferior, respectivamente.

Márgenes de fluctuación del Mecanismo de Cambios del SME: tipos de cambio bilaterales superior e inferior, entre los cuales las divisas del Mecanismo de Cambios del SME pueden fluctuar.

Ofertas a tipos de interés fijos: subasta de crédito del banco central a tipos de interés preanunciados (sistema opuesto a las ofertas a tipo de interés variable).

Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios (OICVM): según la Directiva 85/611/CEE, son organismos cuyo objetivo exclusivo es la inversión colectiva en valores mobiliarios de los capitales obtenidos del público. Sus participaciones son, a petición de los tenedores, vueltas a comprar o reembolsadas, directa o indirectamente, a cargo de los activos de estos organismos.

Participantes directos (acceso) en el SITF: participantes en un SITF que son responsables frente al agente liquidador, o al resto de los participantes directos, de la liquidación de los pagos en su propio nombre, en el de sus clientes y en el de aquellos participantes indirectos en nombre de los que realizan la liquidación.

Procedimiento de concertación: marco dentro del que los expertos que participan en el grupo de concertación intercambian información acerca de la evolución de los mercados.

Realineamiento: variación del tipo de cambio central del ECU y de los tipos de cambio bilaterales de una o varias divisas integradas en el Mecanismo de Cambios del SME.

Regla de distribución de pérdidas (o acuerdo para la distribución de pérdidas): acuerdo entre participantes en un sistema de compensación para la distribución de cualquier pérdida que pueda surgir cuando uno o más participantes incumplen sus obligaciones. El acuerdo estipula cómo será repartida la pérdida entre las partes, en caso de que el acuerdo tenga que aplicarse.

Regla de liquidez compartida (o acuerdo de liquidez compartida): acuerdo entre participantes en un sistema de compensación para la distribución de los riesgos de liquidez, que aparecen cuando uno o más participantes incumplen sus obligaciones. El acuerdo estipula cómo se compartirá el riesgo de liquidez entre las partes afectadas en caso de que el acuerdo tenga que aplicarse.

Riesgo de liquidación: término genérico usado para designar tanto los riesgos de crédito como de liquidez en un sistema de transferencias de fondos. Por ejemplo, el riesgo de que una parte no cumpla una o más de sus obligaciones con sus contrapartidas o con el agente liquidador.

Segunda Directiva de Coordinación Bancaria: directiva adoptada el 15 de diciembre de 1989 (89/646/CEE), que regula la coordinación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas relativas al acceso a la actividad y a su ejercicio de las entidades de crédito constituidas en la UE. La Segunda Directiva modifica la Primera Directiva de Coordinación bancaria, adoptada en 1977 (77/780/CEE).

Sistema Bruto de Liquidación en Tiempo Real (SBLTR): sistema de transferencia de fondos en que las órdenes de pago son procesadas una por una, según llegan, y que asegura siempre, para la liquidación inmediata de todos los pagos, la existencia de fondos suficientes o posibilidades de descubierto en la cuenta que las entidades ordenantes mantienen con el agente liquidador.

Sistema de liquidación neto (SLN): SITF en que los pagos son intercambiados durante la sesión, o parte de la misma, y liquidados a través de un esquema neto al final del día, o varias veces al día, aunque este último caso es menos frecuente.

Sistema de transferencia de fondos (STF): acuerdo formal, basado en un contrato privado o ley estatutaria, con varios miembros, normas comunes y acuerdos standard, para la transmisión y la liquidación de las obligaciones monetarias surgidas entre dichos miembros.

Sistema interbancario de transferencia de fondos (SITF): sistemas de transferencia de fondos en que la mayoría, o la totalidad, de los participantes son entidades de crédito.

Tipo de cambio central bilateral: paridad central entre cualquier par de divisas del Mecanismo de Cambios del SME, a partir de la cual se define el margen de fluctuación.

ABREVIATURAS

Países¹

BE	Bélgica
DK	Dinamarca
DE	Alemania
GR	Grecia
ES	España
FR	Francia
IE	Irlanda
IT	Italia
LU	Luxemburgo
NL	Holanda
AT	Austria
PT	Portugal
FI	Finlandia
SE	Suecia
UK	Reino Unido
JP	Japón
EE.UU	Estados Unidos

Monedas

BEF/LUF	Franco Belgo/Luxemburgués
DKK	Corona danesa
DEM	Marco alemán
GRD	Dracma griega
ESP	Peseta
FRF	Franco francés
IEP	Libra irlandesa
ITL	Lira italiana
NLG	Florín holandés
ATS	Chelín austríaco
PTE	Escudo portugués
FIM	Marco finlandés
SEK	Corona sueca
GBP	Libra esterlina
JPY	Yen japonés
USD	Dólar USA

¹ De acuerdo con la práctica comunitaria, los países están ordenados, en el Informe, por orden alfabético, según los idiomas nacionales.

Otras abreviaturas

ABE	Asociación Bancaria para el ECU
AMCP	Apoyo Monetario a Corto Plazo
BCE	Banco Central Europeo
BIS	Banco de Pagos Internacionales (<i>Bank for International Settlements</i>)
CE	Comunidad Europea
CEE	Comunidad Económica Europea
CIR	Central de Información de Riesgos
CHAPS	Sistema de Pagos por Cámara de Compensación Automática (<i>Clearing House Automated Payments System</i>)
ECOFIN Consejo	Consejo de Ministros de Economía y Finanzas
EEE	Espacio Económico Europeo
EUROSTAT	Oficina Estadística de la Unión Europea
FMCP	Mecanismo de Financiación Monetaria a Corto Plazo
FECOM	Fondo Europeo de Cooperación Monetaria
FMI	Fondo Monetario Internacional
IME	Instituto Monetario Europeo
IML	Instituto Monetario Luxemburgués
LIFFE	Mercado Internacional de Futuros Financieros de Londres (<i>London International Financial Futures Exchange</i>)
MATIF	Mercado de Instrumentos Financieros a Plazo (<i>Marché à Terme d'Instruments Financiers</i>)
OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico
PIB	Producto Interior Bruto
SBLTR	Sistema Bruto de Liquidación en Tiempo Real
SEBC	Sistema Europeo de Bancos Centrales
SITF	Sistema Interbancario de Transferencia de Fondos
SME	Sistema Monetario Europeo
TARGET	Sistema Automático de Transferencias Urgentes Transeuropeas con Liquidación Bruta en Tiempo Real (<i>Trans-European Automated Real-time Gross-settlement Express Transfer system</i>)
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria
2DCB	Segunda Directiva de Coordinación Bancaria

LISTA DE DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL IME *

Recent developments in the use of the private ECU: statistical review. Subcomité de Política Cambiaria. Marzo 1993.

Minimum common features for domestic payment systems. Grupo de Trabajo de Sistemas de Pagos. Noviembre 1993.

Recent developments in the use of the private ECU: statistical survey. Subcomité de de Política Cambiaria. Febrero 1994.

Prepaid cards. Grupo de Trabajo de Sistemas de Pagos. Mayo 1994.

Information Booklet. Octubre 1994.

Note on the EMI's intentions with regard to cross-border payments in Stage Three. Grupo de Trabajo de Sistemas de Pagos. Noviembre 1994.

Developments in EU payment systems in 1994. Grupo de Trabajo de Sistemas de Pagos. Febrero 1995.

* Algunos de estos documentos fueron publicados por el Comité de Gobernadores de los bancos centrales de la Comunidad Europea en el año 1993.

MIEMBROS DEL CONSEJO DEL IME

A. Lamfalussy	Presidente del IME
L. A. Rojo	<i>Banco de España</i> y Vice- presidente del IME ¹
A. Verplaetse	<i>Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique</i>
E. Hoffmeyer (hasta 31 de Octubre de 1994) B. Andersen (desde 1 de Enero de 1995)	<i>Danmarks Nationalbank</i>
H. Tietmeyer	<i>Deutsche Bundesbank</i>
Y. Boutos (hasta 26 de Octubre de 1994) L. Papademos (desde 26 de Octubre de 1994)	<i>Banco de Grecia</i>
J.-C. Trichet	<i>Banque de France</i>
M. Doyle (hasta 30 de Abril de 1994) ² M. O'Connell (desde 1 de Mayo de 1994)	<i>Central Bank of Ireland</i>
A. Fazio	<i>Banca d'Italia</i>
P. Jaans	<i>Institut Monétaire Luxembourgeois</i>
W. Duisenberg	<i>De Nederlandsche Bank</i>
M. Schaumayer (desde 1 de Enero de 1995)	<i>Oesterreichische Nationalbank</i>
M. Beleza (hasta 28 de Junio de 1994) A. de Sousa (desde 28 de Junio de 1994)	<i>Banco de Portugal</i>
S. Hämäläinen (desde 1 de Enero de 1995)	<i>Suomen Pankki</i>
U. Bäckström (desde 1 de enero de 1995)	<i>Sveriges Riksbank</i>
E. George	<i>Bank of England</i>

¹ Desde Julio de 1994.

² Vicepresidente del IME de Enero a Abril de 1994.

MIEMBROS DE LA DIRECCION DEL IME

A. Lamfalussy	Presidente
R. Raymond	Director General

Directores de Departamento

H. K. Scheller	Secretaría General
G.J. Hogeweg	Departamento Monetario, Económico y Estadístico
P.W. Schlüter	Departamento de Administración
J. Etherington	Departamento de Sistemas de Información y Comunicaciones

COMITE FINANCIERO

L. A. Rojo	<i>Banco de España</i>
E. Hoffmeyer (hasta 31 de Diciembre de 1994)	<i>Danmarks Nationalbank</i>
W. Duisenberg	<i>De Nederlandsche Bank</i>
A. Verplaetse (desde 1 de Enero de 1995)	<i>Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique</i>

PRESIDENTES DE LOS SUBCOMITES Y GRUPOS DE TRABAJO

L. Papademos (hasta 6 de Enero de 1995) J.-J. Rey (desde 9 de Enero de 1995)	Subcomité de Política Monetaria
F. Saccomanni	Subcomité de Política Cambiaria
B. Quinn	Subcomité de Supervisión Bancaria
T. Padoa-Schioppa	Grupo de Trabajo de Sistemas de Pagos de la UE
A. Jarvis	Grupo de Trabajo de Impresión y Emisión de un billete europeo
K. Hanau	Grupo de Trabajo de Estadísticas
H. Heemskerk	Grupo de Trabajo de Contabilidad
Y. Barroux	Grupo de Trabajo de Sistemas Informáticos

