

INFORME ANUAL DEL COMITE DE GOBERNADORES DE LOS BANCOS CENTRALES DE LA COMUNIDAD EUROPEA

Resumen y comentarios de Ricardo Cortes

Este importante informe, que refleja la opinión de los gobernadores de los bancos centrales, responsables de la política monetaria de los países miembros, sobre el desarrollo de la economía comunitaria y las medidas a tomar para reanimarla, tiene una especial relevancia en las presentes circunstancias de pesimismo y confusión ante la actual recesión. El informe recoge la evolución de la economía y las actividades del Comité hasta el 28 de Febrero de este año, en especial las encaminadas a preparar el paso a la segunda fase de la UME (Unión Monetaria y Económica Europea) según el mandato que recibió el año pasado del Consejo Europeo. El informe fue presentado a la prensa por su presidente el gobernador del banco central holandés, Wim Duisenberg, el 20 de Abril en Basilea. A continuación expondremos su mensaje central y resumiremos lo más importante del mismo y de la exposición de Duisenberg, añadiendo cuando proceda un breve comentario en cursiva y letra menor, entre corchetes.

MENSAJE CENTRAL Y PUNTOS MAS IMPORTANTES DEL INFORME.

El mensaje central es muy simple: el informe reconoce que existe una recesión pero insta a los países miembros a que no tomen medidas expansivas poco meditadas [*que sin duda serían populares, pero que tras una breve reanimación dejarían las cosas peor de lo que estaban. Ahora tenemos recesión y paro; si se afloja el rigor de las políticas monetaria y fiscal tras esa breve reanimación, tendríamos más de lo mismo y encima inflación y déficit presupuestario acrecentados*].

Es necesario reducir ese déficit aumentando los impuestos y/o recortando el gasto público a pesar de la debilidad presente de la economía. Si el déficit continúa a las elevadas tasas actuales caería sobre la sola política monetaria la tarea de corregir los desequilibrios presentes y reducir la inflación, una carga demasiado pesada, que la obligaría a mantener tipos de interés muy elevados que harían imposible el crecimiento. Además tras la turbulencia cambiaria que empezó el pasado septiembre, y que aún no se ha calmado del todo, esa reducción del déficit fiscal es indispensable para que los mercados financieros recobren la confianza y puedan bajar los tipos de interés, permitiendo de nuevo un crecimiento estable de la economía.

El deterioro de la situación fiscal se ha ido agravando en los últimos cuatro años: el déficit global de la Comunidad Europea (CE) fue ya del 4,2% del PIB en 1990, subió al nivel insostenible de 4,7% en 1991, y el año pasado llegó incluso al 5,3.

El Comité no es nada optimista sobre las posibilidades de crecimiento: estima que no llegará al 1% del PIB en 1993, en parte porque faltará el estímulo de la demanda externa: las procedentes de EE.UU. y Japón crecerán poco. Desde hace dos años el crecimiento es cada vez más lento: en 1992 el PIB creció 1,1%, y en 1991, 1,2. Sin embargo a pesar de la debilidad de

la coyuntura en los próximos meses, es necesario avanzar en la reducción del déficit fiscal para poder cumplir en un plazo no muy largo el objetivo del Tratado de Maastricht de un máximo del déficit del 3% del PIB.

Esa debilidad de la coyuntura hará que los gastos de subsidio de paro aumenten y los ingresos fiscales, VAT sobre todo, disminuyan. Habrá que esforzarse para que el aumento del déficit no exceda de los efectos normales de esa débil coyuntura a través de los estabilizadores automáticos. En 1992 el déficit aumentó, sobre todo en Italia, llegando al 10% del PIB, en Grecia al 9%, en Bélgica, al 6,9% y en Gran Bretaña, donde subió del 2,7% en 1991 a 6,9% en 1992.

Por el contrario, se han hecho progresos notables en reducir la inflación durante 1991 y 1992, y es probable que la presión inflacionaria mengüe algo este año. Pero aún así todavía no se ha ganado la batalla contra la inflación. Para contenerla, será necesaria una moderación salarial de cierta importancia en los países [como España] donde los costes laborales unitarios están creciendo demasiado aprisa.

Sin embargo, la reducción de la inflación hubiese podido ser mayor si la economía europea hubiese estado más expuesta a la competencia internacional, especialmente en los servicios. Esa protección frente a la competencia internacional puede crear un obstáculo adicional a la UME que, en la opinión tanto en bienes como en servicios. Según el informe, la inflación en el sector no comerciable -es decir, los bienes y servicios destinados preferentemente al comercio interior-, fue de 6,6%, claramente superior al 3,2% de inflación en los precios de las mercancías vendidas más allá de las fronteras nacionales. Esa diferencia de 3,4 puntos entre ambas tasas es casi la mayor en los últimos 10 años, dice el informe. En 1991 fue de 3,2 puntos y en 1992 de 3,1.

La alta tasa de inflación en los precios del sector no comerciable ha sido en parte responsable de la resistencia a la baja de la inflación de los precios al consumo. El Comité se muestra decepcionado ante el hecho de que la inflación de los precios al consumo en la CE fue de 4,3%, el año pasado, aunque bajó del 5,11% en 1991 y 5,7% en 1990.

Las fuertes diferencias en muchos países entre la inflación del sector no comerciable y el destinado al consumo interno "sugiere la presencia de obstáculos estructurales que están impidiendo la reducción de la inflación". [En España, esa diferencia es aún mayor: la inflación en el sector no comerciable llegó a los dos dígitos, lo que revela las fuertes limitaciones a la competencia en nuestro país]. Son necesarias, pues, "medidas de política económica que refuercen la libre competencia y aumenten la productividad en el sector no comerciable".

La salida de Gran Bretaña e Italia del Sistema Monetario Europeo (SME) y la devaluación de las monedas de España, Portugal e Irlanda han corregido, al menos en parte, los desequilibrios existentes, aumentando la competitividad de algunas ellas y permitido bajas en los tipos de interés de algunas; por ejemplo, cuatro puntos en los tipos a corto británicos. Pero el Comité añade que sería un grave error concluir que esa salida o devaluación ha arreglado la situación, y que ya son posibles políticas monetarias y fiscales más expansivas. Por otra parte, la creciente integración de las economías nacionales obliga a una coordinación estrecha de las políticas económicas de los miembros.

Al presentar el informe a la prensa, Wim Duisenberg afirmó, siguiendo al informe, que el recurso excesivo del sector público al mercado de capitales en toda Europa está poniendo en peligro la convergencia económica necesaria para la unión monetaria, recalcando que el año pasado excedió ampliamente los niveles máximos establecidos por el Tratado de Maastricht para

acceder a la UME. Teme que parte del aumento de ese recurso al mercado no se debe al déficit causado por los menores ingresos fiscales y por el aumento del gasto público debido a la acción de los estabilizadores automáticos en la presente recesión, sino que obedezca a un deterioro estructural de las finanzas públicas ampliamente extendida en Europa que será difícil de corregir.

Duisenberg dijo que los gobernadores creían que el MTC del SME es técnicamente sólido y que es beneficioso para Europa continuar con él a pesar de las presentes tensiones. Refiriéndose a la afirmación hace unos meses de John Major en los Comunes, según la cual el MTC tenía grietas de resquebrajamiento (*faul lines*), afirmó: "Los gobernadores hemos examinado el MTC con una lente de aumento y no las hemos encontrado".

Sin embargo, temperando el optimismo de Duisenberg que afirmaba que "había vuelto la calma al SME", el gobernador del Banco de España, Luis Angel Rojo, dijo que el SME aún tiene elementos de inestabilidad, en parte a consecuencia de los altos tipos alemanes. El ataque especulativo contra la peseta el 22 de Abril, después de la baja de los tipos alemanes, le ha dado la razón.

LA POLITICA MONETARIA EN UN ENTORNO DE TENSIONES CAMBIARIAS.

La inflación media de la CE bajó del 5,1% en 1991 a 4,3 el año pasado, una baja menor de lo que hubiera podido esperarse dada la debilidad de la coyuntura y la influencia favorable de los factores externos.

Un evento decisivo fue el rechazo danés al Tratado de Maastricht y las tensiones que produjo en los mercados cambiarios. La política monetaria de Alemania y sus satélites económicos, Holanda y Bélgica, continuó restrictiva. El resto de los miembros del SME se vio obligado a elevar sus tipos. Las tensiones culminaron en la tormenta cambiaria de septiembre pasado. Gran Bretaña e Italia se salieron del SME, España, Portugal e Irlanda tuvieron que devaluar. Desapareció la estabilidad cambiaria de los años anteriores y se produjeron fuertes ataques especulativos contra las monedas consideradas vulnerables, que aún continúan.

Las causas fundamentales de la crisis cambiarias fueron: Primera, durante los 5 años anteriores [*de tipos de cambio congelados*] no se avanzó en la convergencia económica entre los miembros del SME, sino que en muchos casos el ritmo de inflación y los déficit fueron divergiendo entre ellos. Por eso, al ponerse en peligro la ratificación del Tratado de Maastricht, los mercados pensaron que las paridades existentes no iban a mantenerse. Y segunda, los altos tipos de interés nominales necesarios para mantener la paridad [*con la moneda base del SME, el deutschmark (DM)*] hacían imposible la salida de la recesión en muchos países, especialmente cuando en ellos se elevaron los tipos de interés reales (descontada la inflación) al disminuir ésta. Los mercados cambiarios, empezaron a pensar sus gobiernos, acabarían bajando los tipos.

Los gobiernos de los países con monedas amenazadas recurrieron, para defenderlas a intervenciones en el mercado a una escala sin precedentes, a ajustar sus tipos de interés y, en algún caso, a ciertos controles de cambios.

Hay consenso en que el SME, por la estabilidad cambiaria que produce, es beneficioso para la CE, y en que es muy importante mantener su credibilidad. Para ello, es preciso:

Primero, políticas macroeconómicas en los miembros que aseguren la convergencia indispensable para mantener las paridades, sin descartar reajustes en ellas cuando sean necesarios; es decir, el SME debe ser flexible, pero sin perder de vista que los reajustes no suprimen la necesidad de continuar con políticas económicas orientadas a la estabilidad.

Y segundo, en una situación de plena libertad de circulación de capitales como la actual, pueden producirse ataques especulativos, aunque los datos fundamentales de la economía con moneda atacada no los justifiquen; para vencerlos, es preciso una estrecha cooperación entre los miembros que no haga olvidar al país con moneda atacada que debe continuar con su política orientada hacia la estabilidad. Para ello, la independencia de los bancos centrales es fundamental.

LA ORIENTACION DE LA POLITICA MONETARIA EN 1993.

Hubo acuerdo total en el Comité de Gobernadores en que el objetivo a medio plazo de la política monetaria debe continuar siendo la estabilidad de precios. Su relajación prematura sólo produciría beneficios efímeros, pronto seguidos por costes económicos importantes cuya absorción sería difícil y dolorosa. Se necesita una política que asegure una nueva reducción de la inflación sin restringir el margen para una nueva recuperación económica sostenible. *[Pero, dada la estructura económica y social de muchos países, el compatibilizar ambos objetivos ¿no será intentar la cuadratura del círculo?]*

Esa política monetaria sólo será efectiva si se ve acompañada de una política presupuestaria estricta y de una moderación salarial. El déficit presupuestario medio, según los cálculos de la Comisión Europea, alcanzará este año el 5,75% del PIB, muy por encima del máximo del 3% del Tratado de Maastricht. En muchos países *[por ejemplo, España]* los costes laborales están creciendo a un ritmo elevado, y existen considerables rigideces en el mercado de trabajo *[es decir, es imposible, o muy caro, despedir a un empleado cuando no hay trabajo que darle]*.

EVOLUCION ECONOMICA Y APLICACION DE LA POLITICA MONETARIA.

1. El entorno económico de la política monetaria.

Después de una fuerte expansión en los años 80 el crecimiento económico en la CE fue mucho menor en 1991 y continuó muy bajo en 1992, a causa de un entorno externo desfavorable y una demanda externa deprimida. La inflación continuó bajando en 1992, pero menos de lo que hubiera podido esperarse por culpa de fuertes aumentos de precios en ciertos sectores, como los servicios, no sometidos a la competencia del exterior.

1.1 El entorno exterior.

Mejóro poco en 1992. En EE.UU., el crecimiento fue menor del usual en una fase de recuperación, que a veces parecía en peligro, lo que obligó a la Reserva Federal (el banco central norteamericano) a bajar los tipos de interés varias veces. En Japón el crecimiento se desaceleró notablemente y bajaron fuertemente los precios de los activos *[tanto acciones como inmuebles]*; para contrarrestarlo, se rebajaron los tipos y se aprobó en agosto un importante paquete de medidas expansivas.

1.2. Evolución económica y convergencia en la CE.

El crecimiento económico bajó hasta el 1,1%. Menguó la confianza de los consumidores y de las empresas en un ambiente de altos tipos de interés reales en la mayoría de los miembros. La caída del crecimiento de la demanda en Alemania después del primer trimestre [*al disiparse el boom de la unificación*] afectó a toda la CE. España y Holanda, después de un crecimiento relativamente rápido en 1991, se desaceleraron notablemente. El desempleo aumentó como consecuencia de esa debilidad de crecimiento, llegando a una media muy cerca del 10%.

La inflación media bajó de nuevo del 5,1% en 1991 a 4,3 en 1992, menos de lo que hubiera podido esperarse, dada la debilidad de la coyuntura, por culpa del aumento de los costes internos y de los precios de los bienes y servicios poco o nada sometidos a la competencia externa. Aunque el crecimiento de los salarios se desaceleró, se mantuvo por encima del 5% en la mayoría de los miembros.

La inflación aumentó desusadamente en Alemania, llegando a un 4%; en Gran Bretaña se desaceleró fuertemente, bajando del 5,9% al 3,7% a causa de la recesión y del aumento del paro. La inflación se mantuvo al mismo nivel en España, donde el aumento del IVA en tres puntos ocultó una baja de la inflación antes de impuestos.

RECUADRO NUM. 1: ENDEUDAMIENTO DEL SECTOR PRIVADO DE LA CE.

El grado de endeudamiento varía mucho según los países. (Ver gráfico núm. 1)⁽¹⁾

El británico es el más elevado; subió enormemente desde los años 80 a causa de la desregulación financiera, optimismo sobre ingresos futuros y fuertes aumentos del precio de los activos, llegando en 1990 al 78% de la renta bruta, gran parte a interés variable. Por el contrario en Francia era sólo del 45% y en Alemania del 37, ambos generalmente a largo plazo y a tipo fijo.

Las variaciones en los precios de las viviendas han sido considerables. En Alemania han subido un 30% desde 1986. En Francia han bajado moderadamente en 1991 y 1992, después del fuerte aumento de años anteriores. En Gran Bretaña los altos tipos de interés y la depresión económica han hecho que bajen alrededor del 14% desde su máximo en 1989; más de un millón de familias sufren una deuda hipotecaria superior al valor de su vivienda.

El nivel de endeudamiento de la empresa privada no financiera subió hasta el 332% de la renta en Francia, el 206% en Alemania y el 144% en Gran Bretaña, reflejando la preferencia relativa por los recursos ajenos frente a la financiación por emisión de acciones. En la mayoría de la CE, salvo Gran Bretaña e Irlanda, la mayor parte de la deuda es a tipo de interés fijo. (Ver gráfico núm. 2)⁽¹⁾

RECUADRO NUM. 2: TENDENCIAS INFLACIONISTAS POR SECTORES.

Es notable la diferencia entre la inflación de los precios de productos que se comercian en los mercados internacionales y los que, como los servicios, se consumen sobre todo en el interior y están protegidos frente a la competencia exterior. La inflación en los primeros es muy inferior a la de los segundos; la diferencia entre ambas fue en 1992 una de las mayores en la última década.

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

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

Países	Puntos Porcentuales					Pro memoria	
	1990	1991	1992 ^(b)	Media 1982-1986	Media 1987-1991	En porcentaje	
						Inflación en el sector de bienes no comerciables 1992 ^(b)	Inflación en el sector de bienes comerciables 1992 ^(b)
Bélgica	0,6	1,4	1,8	-0,7	0,1	4,2	2,4
Dinamarca	-0,1	1,4	3,3	0,9	1,3	3,5	0,2
Alemania (Oeste)	0,7	0,6	2,8	1,6	1,2	5,5	2,7
Grecia	3,6	5,0	4,5	0,3	5,5	19,2	14,7
España	6,8	7,5	4,3	0,3	5,3	8,8	4,5
Francia	3,4	1,9	2,9	1,0	3,3	4,5	1,6
Irlanda	2,0	1,5	1,4	2,8	1,5	3,9	2,5
Italia	5,4	4,9	4,7	4,5	4,2	7,5	2,8
Holanda	1,5	2,6	1,5	1,4	1,5	4,1	2,6
Portugal	10,1	7,1	3,8	1,1	3,3	11,2	7,4
Reino Unido	1,6	3,4	3,5	1,4	2,0	7,3	3,8
Media CE	3,1	3,2	3,4	1,8	2,8	6,6	3,2
Dispersión CE ^(c)	2,3	2,1	0,9	1,4	1,5	2,4	1,9

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

^(b) En parte, estimaciones.

^(c) Desviación típica ponderada.

El déficit público del conjunto de la CE subió en 1992 al 5,3% del PIB desde el 4,7 de 1991. (Ver gráfico núm. 3)

2. Evolución monetaria y cambiaria.

En 1992, el objetivo básico de la política monetaria fue reducir la inflación. La creciente interdependencia financiera entre los miembros les obligó a seguir políticas monetarias semejantes, basadas en la alemana, que, a ser restrictiva para reducir las presiones inflacionistas en ese país, ha obligado a otros miembros con baja o decreciente inflación o/y en recesión a seguir políticas restrictivas perjudiciales para sus economías.

En la segunda mitad del año, se agudizaron las tensiones en el mecanismo de tipos de cambio (MTC) del SME, al darse cuenta los operadores en los mercados cambiarios de que las crecientes divergencias entre los datos fundamentales de las economías y esa contradicción entre sus objetivos internos y externos acabarían obligando a devaluar a los países con moneda débil. En ocasiones, la necesidad de defender la moneda contra ataques especulativos se convirtió en el factor decisivo de la política monetaria y condujo a una ampliación sustancial de los diferenciales

GRAFICO NUM. 1
PAGOS POR INTERESES DEL SECTOR FAMILIAS

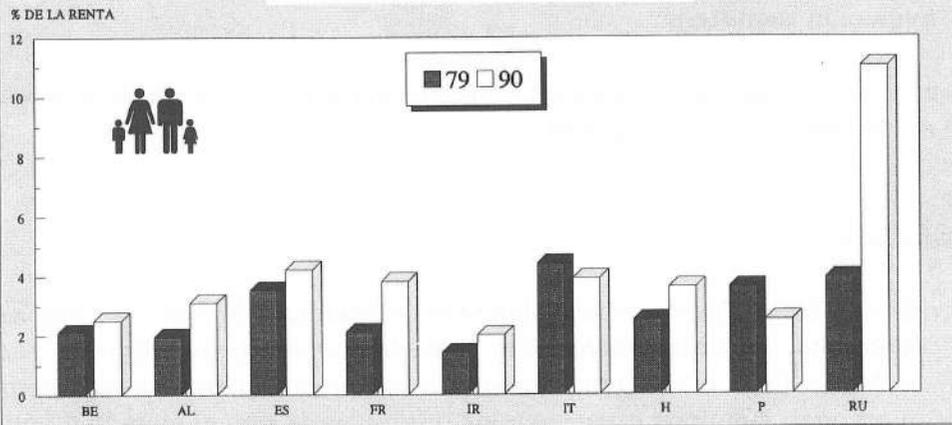


GRAFICO NUM. 2
PAGOS POR INTERESES DEL SECTOR EMPRESAS

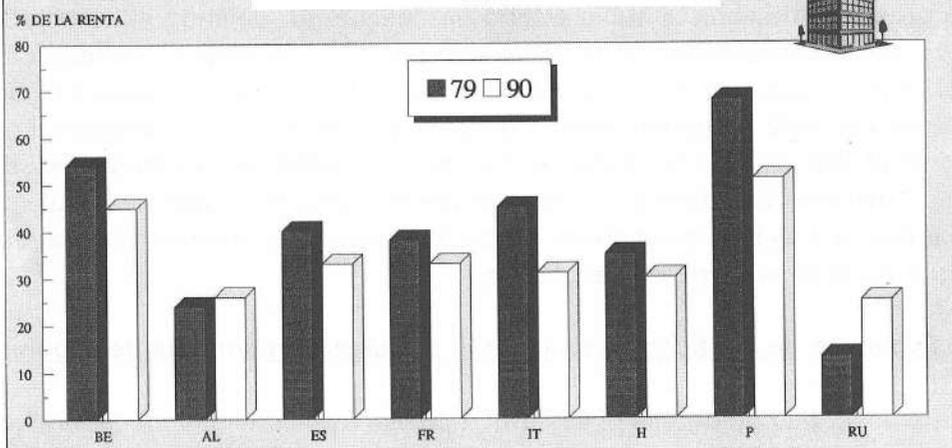
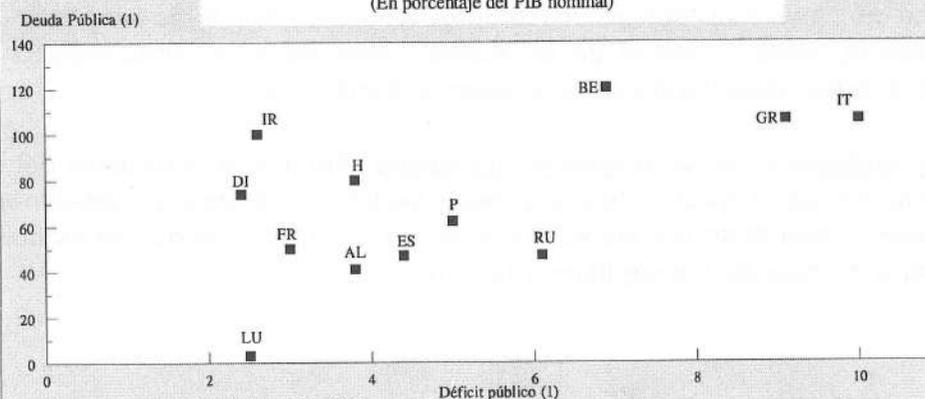


GRAFICO NUM. 3
SITUACION PRESUPUESTARIA DE LAS ADMINISTRACIONES PUBLICAS EN 1992
(En porcentaje del PIB nominal)



Fuentes: Datos nacionales; Comisión de la CE.

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

de tipos de interés frente a Alemania. Al salir del MTC, Italia y Gran Bretaña pudieron bajar sus tipos a corto plazo, como necesitaban urgentemente sus economías.

2.1. Evolución monetaria.

[Aunque el informe estudia la de los agregados monetarios y la de los tipos de interés, para no alargar demasiado este resumen nos referiremos sólo a la segunda].

Tipos de interés.

En diciembre de 1991, Alemania los subió para contrarrestar la creciente presión inflacionista. Los demás miembros del SME, salvo Gran Bretaña, tuvieron que seguirla para preservar la estabilidad cambiaria. En la primavera, cuando las condiciones cambiarias lo permitieron, varios países bajaron un poco sus tipos oficiales y los diferenciales con el alemán menguaron, a veces tanto que casi desapareció la posibilidad de seguirlos bajando, dado que los mercados creen que el DM seguirá siendo la moneda más fuerte, y por lo tanto que los tipos de interés de los otros países deben ser siempre superiores a los alemanes.

En julio, el Bundesbank, preocupado por el aumento de la cantidad de dinero y por la persistente presión inflacionista subió el tipo de descuento, dejando el Lombard y los "repos" (mediante venta de certificados de depósito con pacto de recompra) inalterados para limitar el impacto sobre la moneda de otros países. Los mercados creyeron que eso significaba que los otros miembros del SME no podían bajar sus tipos, y disminuyó la confianza en que los tipos de cambio frente al DM podían mantenerse. Excepto en Bélgica y Holanda [*cuyas monedas siguen estrechamente al DM*] los tipos a corto y a largo subieron como resultado de la subida de las primas de riesgo cambiario. Las tensiones en los mercados cambiarios acabaron causando la turbulencia cambiaria que empezó en septiembre pasado.

2.2. Evolución de los tipos de cambio: la turbulencia monetaria de septiembre.

El informe describe con detalle el desarrollo de esa turbulencia, y en general se muestra más bien crítico de las medidas tomadas por los gobiernos para dominarla. Concluye que cometieron bastantes errores en sus esfuerzos para calmar los mercados financieros. Dieron la impresión de que "las medidas para dominar las tensiones se tomaron de un modo poco sistemático, sin prestar suficiente atención a la credibilidad del sistema de paridades en su conjunto". Añade que una de las causas de la turbulencia fue la falta de confianza de los mercados financieros causada por las fuertes diferencias entre la situación económica de los diferentes estados miembros.

El informe concluye que "el nivel de los tipos nominales de interés necesario durante la crisis para mantener la paridad central de la moneda atacada en el SME resulta muchas veces incompatible con las necesidades de la economía doméstica".

Factores explicativos de la turbulencia cambiaria. Aunque las paridades del MTC se habían mantenido inalteradas en los últimos cinco años y las tensiones que esporádicamente aparecieron fueron contenidas con éxito por las autoridades, en los últimos años esa estabilidad empezó a estar en peligro a causa de los siguientes factores:

- Dificultad de alcanzar una mayor convergencia hacia tasas de inflación bajas. Por ello los países [como España] con inflación y salarios creciendo más que la media perdieron competitividad.

- Ampliación de las divergencias cíclicas: En 1991, en la mayoría de los países de la CE, la economía creció poco; en Alemania, mucho, a causa de la unificación.

- Ese fuerte crecimiento alemán causó tensiones inflacionistas, que el Bundesbank combatió endureciendo la política monetaria, lo que, unido al déficit presupuestario alemán creciente, elevó los tipos alemanes e impidió o dificultó grandemente que los otros miembros del SME pudieran suavizar sus políticas monetarias como pedía la situación recesional de sus economías.

- En muchos países de la CE, la reducción del déficit público fue inferior a la esperada, con lo que la política monetaria tuvo que pechar casi sola con la tarea de conseguir la estabilidad, haciéndose muy restrictiva.

De todos modos, antes de junio de 1992 los mercados cambiarios esperaban que el proceso hacia la unión económica y monetaria, consecuencia del Tratado de Maastricht, supondría que no habría por ahora modificaciones en los tipos de cambio. El no danés a Maastricht, y luego el escaso sí francés, cambiaron radicalmente esas expectativas. Ahora los mercados creían que cambios en las paridades eran muy posibles y se produjeron los ataques especulativos consiguientes.

Respuestas a la crisis. Para defender las paridades cambiarias, los gobiernos acudieron a los siguientes medios:

- Subir los tipos de interés. En algunos casos no era posible, ya porque hubiese agravado la recesión, como en Gran Bretaña, donde la mayoría de la deuda es a corto plazo o a interés variable, ya porque, al ser gran parte de la deuda a tipos de interés variable, como en Italia, ello hubiese aumentado fuertemente la carga de su servicio y, por lo tanto, el déficit público, ya muy elevado. En Alemania, el que las autoridades y la opinión pública considerasen su inflación intolerable [aunque en otros países, como España, se hubiese considerado aceptable] reducía la posibilidad de rebajar los tipos. De todos modos, las bajas que se decretaron no aliviaron demasiado las tensiones en los mercados cambiarios.

- Intervenciones intramarginales [es decir, antes de que la moneda atacada hubiese llegado al límite mínimo respecto al DM] en los mercados de cambios a veces consiguieron derrotar la especulación.

Las intervenciones intramarginales alcanzaron volúmenes sin precedentes, reflejando los masivos movimientos de capital consecuencia de su libertad de movimientos y del alto grado de integración financiera en la CE. Al ser tan grandes, tuvieron consecuencias monetarias muy importantes, reduciendo la cantidad de dinero en los países con monedas atacadas, con el consiguiente impacto contractivo, y aumentándola en Alemania, con serio impacto expansivo [que obligaba al Bundesbank a continuar con su política de altos tipos de interés].

Cuando esas medidas no consiguieron derrotar la especulación, no hubo más remedio que devaluar. Hubo cuatro devaluaciones en cinco meses [lo que prueba la profunda falta de confianza de los mercados en la posibilidad de mantener las paridades y llegar en los plazos fijados a la unión económica y monetaria (UME) prevista en Maastricht].

3. Perspectivas económicas y cuestiones de política monetaria.

3.1. Perspectivas económicas.

Muy probablemente, el estímulo de la demanda externa sobre la actividad económica de la CE será modesto, y lento el ritmo de recuperación del comercio mundial. Dado el bajo nivel de confianza de las empresas y consumidores de la CE, la demanda interna crecerá poco. Por todo ello, se estima que el crecimiento económico de la CE en 1993 no llegará al 1%.

El déficit presupuestario global seguirá siendo elevado, aunque se espera que algunos países miembros -España, Portugal, Italia, Bélgica y Grecia- con elevados niveles de deuda pública y/o déficit puedan reducirlos, a pesar de que la continuación de la recesión dificulta esa reducción a causa de los estabilizadores automáticos. En Francia y Gran Bretaña, esos estabilizadores y algunas medidas discrecionales pueden aumentar el déficit. En Alemania, aumentará en proporción al PIB a pesar de las medidas correctoras anunciadas en enero de 1993.

El Comité considera probable una relajación de las presiones de costes este año. La moderación salarial debería reducir los costes laborales, en la medida en que el producto se sitúe por debajo de su nivel potencial. La influencia de los precios exteriores podría también ser favorable, a menos que aumente la cotización del dólar.

3.2. Cuestiones de política monetaria.

Orientaciones de la política monetaria en 1993. El Comité de Gobernadores recalca que, en la presente incertidumbre sobre el futuro de la economía y la inestabilidad cambiaria en el SME, es necesaria una política monetaria orientada a conseguir, a medio plazo, un descenso sostenido de la inflación en la CE.

El Bundesbank continúa su política inflacionista, fijando un objetivo de crecimiento del M3 (efectivo, más cuentas corrientes y de ahorro, más cuentas a corto plazo) para 1993 entre 4,5 ó 6,5%, con un ligero aumento sobre 1992, en que fue del 3,5 al 5,5%, justificado por el aumento de la actividad en Alemania Oriental y aumentos de precios debidos a medidas administrativas. En Francia, el objetivo es mantener la paridad del franco francés con el DM y controlar la inflación, fijando el crecimiento de M3 entre 4 y 6,5%, casi el mismo que el de 1992, entre 4 y 6%. El aumento del límite superior se debe a la expectativa de una recuperación no inflacionaria. En España, el objetivo de crecimiento de los ALP (activos líquidos en manos del público) se fijó entre 4,5 y 7,5% (en 1992 fue del 8 al 11%); reflejando la perspectiva de un crecimiento económico moderado, y para seguir reduciendo la inflación.

En los demás países del SME, la política monetaria se dirige principalmente a conseguir la estabilidad de precios fijando un objetivo de tipo de cambio respecto al DM [*algunos economistas objetan que si el objetivo es el mantenimiento de la paridad con el DM, se hace depender la política monetaria del país de la evolución del M3 alemán, en vez de del M3 nacional, lo cual puede dar lugar a situaciones aberrantes; sin embargo, dada la libre circulación de capitales en la CE, de hecho es imposible que ningún miembro de la SME siga una política monetaria autónoma; les guste o no les guste, tienen que seguir al Bundesbank*].

Retos a los que se enfrenta la política monetaria. El primero es restaurar la estabilidad de los tipos de cambio. Los países que han devaluado [*como España*] o se han salido del SME no deben cejar en su política monetaria vigilante para evitar presiones inflacionistas [*con el riesgo de nuevas devaluaciones*]. Ello no basta; es preciso además una política presupuestaria de consolidación en

los países con deuda pública y/o déficit presupuestarios excesivos. En los países en recesión, hay que evitar déficits superiores a los causados por los estabilizadores automáticos. Además, es necesaria la moderación salarial en los países en que los costes laborales crecieron fuertemente [como España, donde desde 1989 los salarios han crecido al ritmo de la inflación pasada más uno o dos puntos, lo que ha ocasionado una fuerte pérdida de competitividad, que ha debido ser compensada por las dos devaluaciones de la peseta]. Dado el papel crucial del mercado del trabajo, es preciso tomar sin demora las medidas necesarias para mejorar su flexibilidad [modo público de decir que es preciso hacer menos caro y más fácil el despido cuando la empresa no puede dar trabajo al empleado; la alternativa es muchas veces la quiebra de la empresa]. Finalmente, hay que eliminar las prácticas restrictivas de la competencia [muy frecuentes y dañosas en España; por ejemplo, las farmacias] que tanto están obstaculizando la reducción de la inflación.

El informe contiene a continuación varios cuadros describiendo la evolución de las magnitudes económicas más importantes en los países miembros de la CE que, por su gran interés reproducimos.

CUADRO NUM. 1

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

Fuentes: Datos nacionales; Comisión de la CE.

^(a) Estimaciones.

^(b) Para el año 1992, las cifras correspondientes son: 16,1% para Alemania oriental, y 1,9% para Alemania en su totalidad.

^(c) Ponderaciones del PIB de 1989 sobre la base de tipos de cambio PPP de 1989.

^(d) Desviación típica ponderada.

CUADRO NUM. 2

TASAS DE PARO^(a)

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

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

CUADRO NUM. 3

PRECIOS AL CONSUMO

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

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

CUADRO NUM. 4
REMUNERACION POR EMPLEO^(a)

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

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

CUADRO NUM. 5

NECESIDADES DE FINANCIACION DE LAS ADMINISTRACIONES PUBLICAS^(a)

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

Fuentes: Datos nacionales; Comisión de la CE.
^(a) Las cifras pueden no corresponder con los criterios a utilizar en el procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo previsto en el Tratado de Maastricht, que todavía están sujetos a discusión con vistas a su armonización.
^(b) Estimaciones.
^(c) hasta 1989, sólo Alemania occidental.
^(d) Préstamo neto.
^(e) Desviación típica ponderada.

CUADRO NUM. 6

BALANZAS POR CUENTA CORRIENTE

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

Fuentes: Datos nacionales; Comisión de la CE.
^(a) Estimaciones.
^(b) Hasta 1989, sólo Alemania occidental.
^(c) Desviación típica ponderada.

CUADRO NUM. 7

AGREGADOS MONETARIOS AMPLIOS^(a)

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

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

INSTRUMENTOS DE LA POLITICA MONETARIA EN LOS PAISES DE LA CE.

Aunque hay acuerdo unánime entre los bancos centrales en que el objetivo de la política monetaria es la estabilidad de precios, los instrumentos y técnicas para conseguirlo varían según los países. En todos ellos, los tipos de interés son un objetivo operativo importante, casi el objetivo clave [*el ritmo de aumento de la cantidad de dinero es también importante*]. El cuadro núm. 8 que se recoge a continuación, describe los instrumentos y técnicas de política monetaria utilizados en cada país.

INSTRUMENTOS DE LA POLITICA MONETARIA.

El *coeficiente de caja* [*reducido sustancialmente en Alemania hace poco tiempo*] crea o aumenta la demanda de activos de caja del banco central. Si está remunerado a tipos inferiores a los del mercado, supone un impuesto implícito sobre el negocio bancario que incita a la desintermediación, [*y disminuye la competitividad de los bancos del país frente a los de los países con menor coeficiente de caja*]. Las *líneas de crédito permanente* a tipos previamente anunciados, que los bancos pueden utilizar a iniciativa propia. Las a tipos inferiores a los del mercado sólo son importantes en Alemania (a través del redescuento de letras de cambio) y en Holanda. En los otros países o no existen o se utilizan poco. Las *cuentas de depósito* se utilizan en algunos países para drenar excesos de liquidez y fijan el límite inferior del tipo de interés a muy corto plazo. La mayoría de los bancos centrales proporcionan una *línea de descubierto* a un tipo de interés penalizador para cubrir los descubiertos [*de los bancos*] en los sistemas de compensación y liquidación al cierre de la sesión.

En la última década, en la CE, para instrumentar la política monetaria, se han utilizado cada vez más las *operaciones de mercado abierto*, y a expensas de las líneas de crédito.

Dichas operaciones consisten en *compraventas a vencimiento de títulos, compraventas dobles de valores*, en sus dos formas de *compra y reventa a precio y fecha fijados* para inyectar liquidez (los llamados "repos" en Alemania) y de *ventas con pacto de recompra* ("repos" invertidos) para drenarla. Las *operaciones swap de divisas* (combinaciones de compraventas al contado y a plazo) se utilizan cuando el banco central quiere evitar el impacto sobre la liquidez interna de grandes cambios en las reservas de divisas [*causados por fuertes entradas o salidas de capitales*].

COMO INDICAN LOS BANCOS CENTRALES LA ORIENTACION DE LA POLITICA MONETARIA.

Lo hacen principalmente mediante los tipos de interés de referencia. Frecuentemente, son los que se aplican a las líneas de crédito permanente, pero también pueden ser aquellos a los que se inyecta o drena liquidez mediante operaciones de mercado abierto. Algunos bancos centrales utilizan varios tipos de referencia, lo que les puede conceder más flexibilidad para indicar sus intenciones y gestionar sus operaciones. [*Así, el Bundesbank utiliza tres, el de descuento, el Lombard y el "repo"*]. En algunos casos, un tipo de referencia fija el límite superior o inferior a los tipos de mercado y otro sirve para guiarlos. En Bélgica hay dos tipos máximo y mínimo de la banda de fluctuación de los tipos de mercado a corto, que el banco central maneja mediante operaciones de mercado abierto.

A veces, los bancos centrales señalan sus intenciones modificando sus procedimientos, en particular, el mecanismo de subasta y el vencimiento de las operaciones de mercado abierto. Así, el Bundesbank, en septiembre de 1992, pasó de realizar subastas a tipo de interés a subastas de volumen.

CARACTERISTICAS INSTITUCIONALES DE LOS BANCOS CENTRALES DE LA CE.

Descrita en el importantísimo cuadro núm. 9 que se reproduce a continuación.

Estatutos e independencia. El Tratado de Maastricht establece que el objetivo del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) será independiente. El estatuto del SEBC especifica que ni el BCE ni los miembros de sus órganos rectores ni los bancos centrales nacionales podrán recibir órdenes o directivas de los gobiernos nacionales o de los órganos de la CE, y establece garantías de seguridad en el cargo para dichos miembros y una serie de disposiciones de carácter funcional, operativo y financiero para garantizar esa independencia.

Los estados miembros deberán modificar su legislación nacional referente a sus bancos centrales para hacerla compatible con el estatuto del SEBC; en especial, estableciendo la prohibición de descubiertos y de cualquier tipo de créditos al favor del sector público.

Régimen de tipo de cambio. La mayoría de los miembros de la CE participan en el MTC del SME, y en algunos de ellos el tipo de cambio es el único objetivo intermedio de la política monetaria. En todos los países de la CE, la facultad de decidir sobre la participación en un acuerdo de tipos de cambio [*como el MTC*] pertenece al gobierno, que también fija y modifica, en su caso, la paridad central de su moneda. Sin embargo, los bancos centrales gozan de una considerable libertad operativa en la ejecución diaria de la política cambiaria, salvo en Francia, donde el Ministerio de Finanzas hace el seguimiento de la evolución de su divisa, y en Gran Bretaña, donde el banco central actúa como agente del Tesoro.

ACTIVIDADES DEL COMITE DE GOBERNADORES PARA PREPARAR LA UME.

La última parte del Informe describe la acción del Comité en la preparación de la segunda y tercera fases de la UME, obedeciendo a un mandato del Consejo Europeo el año pasado. En 1992, el Consejo Europeo encomendó al Comité la tarea de preparar la segunda y tercera fases de la UME. Según el Tratado de Maastricht, el Instituto Monetario Europeo sustituirá al Comité de Gobernadores al empezar la segunda fase de la UME, el 1 de enero de 1994. Después de ocuparse de las actividades del Comité, el Informe, además, describe también los cambios en los instrumentos y técnicas de realización de la política monetaria utilizados actualmente y las modificaciones que impone la UME. Las más importantes son la independencia de los bancos centrales, descrita más arriba, y la prohibición de que los bancos centrales financien al sector público. En el cuadro núm. 10, se describen los modos de financiación existentes hoy en los países de la CE.

El informe acaba con dos anexos que describen los cambios en los instrumentos y técnicas de la política monetaria desde el comienzo de la primera fase, y la situación institucional de los bancos centrales de los países de la CE, sintetizada en el cuadro núm. 9.

CUADRO NUM. 8

INSTRUMENTOS Y TECNICAS DE POLITICA MONETARIA

Concepto	Bélgica	Dinamarca	Alemania	Grecia	España	Francia	Irlanda	Italia	Holanda	Portugal	Reino Unido
COEFICIENTES DE CAJA OBLIGATORIOS MANTENIDOS CON FINES DE POLITICA MONETARIA											
- Nivel (% del PIB) ^(a)	-	-	2,7	3,9	2,0	0,1	1,8	8,0	-	16,1	-
- Remuneración	-	-	No	Parcialmente	No	No	(a tipo por debajo del de mercado)	Parcialmente	-	Parcialmente	-
LINEAS DISPONIBLES ^(b)											
- De crédito a tipos por debajo o próximos al de mercado (tipo de interés)	<input type="checkbox"/>	-	♦ (por debajo del de mercado)	-	-	-	-	♦ (próximo al de mercado)	■ (por debajo del de mercado)	-	-
- De depósito	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	-	-	-	-	♦	-	-	-	-
- Refinanciación marginal	<input type="checkbox"/>	-	<input type="checkbox"/>	♦	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	♦	♦	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	♦
OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO											
1. Clases ^(b)											
- Operaciones en firme ^(c)	<input type="checkbox"/>	■	<input type="checkbox"/>	♦	-	♦	-	♦	<input type="checkbox"/>	■	■
- Operaciones dobles con valores nacionales	■	■	■	<input type="checkbox"/>	■	■	■	■	■	♦	♦
- Operaciones swap con divisas	♦	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	-	■	♦	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	-
2. Frecuencia de las operaciones ^(b)											
- Subasta por volumen	■	■	<input type="checkbox"/>	-	<input type="checkbox"/>	-	-	-	■	♦	-
- Subasta por tipo de interés	<input type="checkbox"/>	-	■	<input type="checkbox"/>	■	■	■	■	-	♦	■
3. Procedimientos de la subasta ^(b)											
- No procede o no se utiliza.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

(a) Saldo vivo a finales de 1992.

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

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

(d) Aproximadamente, una vez por semana; ♦ Varias veces por semana; ■ Más de una vez al día.

CUADRO NUM. 9

CARACTERÍSTICAS INSTITUCIONALES DE LOS BANCOS CENTRALES DE LA COMUNIDAD						
Concepto	National Bank of Belgium	Danmarks National Bank	Deutsche Bundesbank	Bank of Greece	Banco de España	Banque de France
OBJETIVO ESTATUTARIO PRINCIPAL	Ninguno, aunque se sobreentiende la salvaguarda de la moneda	El mantenimiento de un sistema de moneda segura y sólido	La salvaguarda de la moneda	El control de la moneda en circulación y del crédito	La salvaguarda del valor de la moneda	La supervisión de la moneda y el crédito
AUTORIDAD LEGAL EN CUANTO A:						
1. Régimen cambiario	1. Gobierno	1. Gobierno	1. Gobierno	1. Gobierno	1. Gobierno	1. Gobierno
2. Fijación de objetivos de crecimiento monetario	2. Banco Central (actualmente no se fija ninguno)	2. Banco Central (actualmente no se fija ninguno)	2. Banco Central	2. Banco Central	2. Gobierno	2. Banco Central junto con Gobierno
3. Modificación de los tipos de interés de intervención	3. Banco Central	3. Banco Central	3. Banco Central	3. Banco Central	3. Banco Central	3. Banco Central junto con Gobierno
COMPETENCIAS						
1. Ejecución de las políticas monetaria y cambiaria	1. Sí	1. Sí	1. Sí	1. Sí	1. Sí	1. Sí
2. Emisión de billetes y monedas	2. Sí	2. Sí	2. Sí	2. Sí	2. Sí	2. Sí
3. Servicios del sistema de pagos	3. Sí	3. Sí	3. Sí	3. Sí	3. Sí	3. Sí
4. Banco de bancos y del gobierno	4. Sí	4. Sí	4. Sí	4. Sí	4. Sí	4. Sí
5. Supervisión de instituciones financieras	5. No	5. No	5. No	5. No	5. Sí	5. Sí
6. Salvaguarda de la estabilidad financiera	6. Sí	6. Sí	6. Sí	6. Sí	6. Sí	6. Sí
7. Gestión de las reservas oficiales	7. Sí	7. Sí	7. Sí	7. Sí	7. Sí	7. Sí
ORGANOS RECTORES						
	Gobernador	Consejo de Gobernadores	Consejo	Consejo General	Gobernador	Gobernador
	Consejo de Directores	Consejo de Directores	Directorio		Subgobernador	Subgobernadores ²¹
	Consejo de Regencia	Comité de Dirección	Consejo de Dirección de los Bancos Centrales de los Länder		Consejo General	Consejo General
	Consejo de Censuras	Comisario Real			Consejo Ejecutivo	
	Consejo General					
NOMBRAMIENTO DEL GOBERNADOR						
Por:	La Corona a propuesta del Gobierno	La Corona a propuesta del Gobierno	Presidente Federal a propuesta del Gobierno Federal tras consulta del Consejo	Gobierno a propuesta del Consejo General	La Corona a propuesta del presidente del Gobierno	Consejo de Ministros
Mandato:	5 años (renovable)	Sin especificar	Normalmente 8 años, mínimo 2 años (renovable)	4 años (renovable)	4 años (renovable)	Sin especificar
MODIFICACIONES PREVISTAS						
	En marzo de 1993, se aprobaron disposiciones legales a fin de prohibir la "financiación monetaria" y asegurar la independencia del banco central en el ámbito de la política monetaria	Ninguna	Ninguna	Bajo consideración propuestas para incrementar la independencia del banco en el futuro próximo, y hacer compatible su estatuto con el Tratado de Maastricht	Proyecto de Ley remitido al Parlamento recientemente. Dicho proyecto introduce todas las disposiciones relativas a los bancos centrales del Tratado de Maastricht	El Gobierno se ha comprometido a modificar los estatutos del banco, pero no se han presentado aún propuestas oficiales.

CUADRO NUM. 9 (Continuación)

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

CUADRO NUM. 10

FINANCIACION DEL BANCO CENTRAL AL SECTOR PUBLICO^(a)

Concepto	Bélgica	Dinamarca	Alemania	Grecia	España	Francia	Irlanda	Italia	Luxemburgo	Holanda	Portugal	Reino Unido
DESCUBIERTOS U OTRAS LINEAS DE CREDITO FACILITADOS POR EL BANCO CENTRAL A ENTIDADES PUBLICAS	Sí ^(b)	Sí ^(c)	Sí	Sí	Sí	Sí ^(d)	Sí	Sí	Sí ^(e)	Sí	Sí ^(f)	Sí
■ Legalmente posible	Automático	Automático	Mediante Solicitud	Automático	Automático	Automático	Automático	Automático	Automático	Mediante solicitud	Automático	Automático
■ Acceso automático o mediante solicitud	Sí (Bfr.20)	Ninguno	Sí (DM 10)	Sí (5%) ^(g)	Ninguno durante el año (Pts. 1.200 fin de año)	Ninguno	Sí (Ir£0,25)	Sí (14%)	Sí (Bfr. 0,5) ^(e1)	Sí (Fl. 0,15 + 3%)	Sí (10%)	Ninguno
■ ¿Límite máximo al saldo vivo? (en miles de millones de la moneda nacional o como % de gastos/ingresos públicos)												
■ Uso efectivo (en % del PIB)	1,6	0,0	0,0	1,0	0,4	-0,2	0,0	0,1	0,0 ^(e2)	0,0	0,3 ^(f)	-0,1
□ Flujo en 1991												
□ Saldo vivo a finales de 1991	0,0	0,0	0,0	8,4	2,1	0,4	0,0	4,8	1,0 ^(e2)	0,0	2,3	1,3
COMPRA DIRECTAS DE DEUDA DE ENTIDADES PUBLICAS POR LOS BANCOS CENTRALES EN EL MERCADO PRIMARIO												
■ Legalmente posible	Sí	Sí	No	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
■ Compras directas brutas en 1991 (en % del PIB)	0,0	0,0	-	2,0	2,8 ^(h)	0,0	0,0	0,7	0,0	0,0	7,5 ^(f)	1,3

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

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

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

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

^(e1) El Gobierno luxemburgués dispone de una línea de crédito en forma de descubierto con el Banco Central belga, sujeto a un límite máximo

^(e2) Además, la emisión de billetes y monedas del Institut Monétaire Luxembourgeois (IML) proporciona directamente al Gobierno fondos líquidos (limitados), contra un activo no exigible del IML, frente al Gobierno

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

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

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

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