

# LA SITUACION MONETARIA Y CAMBIARIA EN EUROPA

José Viñals

## I. INTRODUCCION

A partir de la entrada en vigor en enero del presente año de la Segunda Etapa de la Unión Económica y Monetaria, los países comunitarios han iniciado un período de transición que, de acuerdo con el Tratado de Maastricht, debe conducir a la plena Unión antes de que finalice esta década.

Debe reconocerse, no obstante, que dicha transición solamente alcanzará la meta prevista si se consigue establecer de manera prolongada un clima de estabilidad cambiaria en la Comunidad que, por una parte, permita profundizar el proceso de integración económica desencadenado por la reciente creación del Mercado Unico; y que, por otra, haga posible alcanzar el grado de convergencia que, de acuerdo con las disposiciones del Tratado de Maastricht, se precisa para acceder a la plena Unión Económica y Monetaria. Ahora bien, no será fácil restablecer la estabilidad cambiaria si no se cuenta con un diagnóstico correcto de las causas de las recientes crisis del Sistema Monetario Europeo y si no se entiende claramente el impacto de las modificaciones del marco económico y financiero que vienen asociadas con la entrada en vigor de la Segunda Etapa.

Por las razones anteriores y con objeto de analizar la actual situación monetaria y cambiaria europea y de valorar sus perspectivas en el proceso de transición a la Unión Económica y Monetaria, en la primera parte del artículo analizaré las razones que recientemente han propiciado la ruptura del clima de estabilidad cambiaria en Europa y las consecuencias de estas turbulencias sobre los países comunitarios. Posteriormente, examinaré cuáles son las principales modificaciones del marco económico y financiero que se derivan de la reciente entrada en vigor de la Segunda Etapa de la Unión Económica y Monetaria y cuál puede ser su incidencia sobre los países comunitarios.

## II. EL SISTEMA MONETARIO EUROPEO: CRISIS RECIENTES Y SITUACION ACTUAL

En esta sección se hacen algunas consideraciones acerca del origen de las recientes crisis por las que ha atravesado el Sistema Monetario Europeo (SME) en estos últimos tiempos con objeto de poder valorar adecuadamente su situación actual y sus perspectivas de futuro.

El SME, tras mantener durante cinco años un grado muy elevado de estabilidad cambiaria, ha entrado desde el verano de 1992 en un período que podríamos calificar de incertidumbre prolongada. Hasta el momento, los problemas por los que ha atravesado el Sistema en dicho período han dado lugar: a la salida de la lira italiana y la libra esterlina del mecanismo de cambios; a las devaluaciones de la libra irlandesa, de la peseta y del escudo; y, muy recientemente, al ensanchamiento de las bandas de fluctuación de las monedas participantes al  $\pm 15$  por 100.

Los hechos anteriores podrían dulcificarse o maquillarse más o menos para tratar de dar la apariencia de que son, tan sólo, reflejo de factores o circunstancias excepcionales. Pero esta actitud sería engañosa y, en consecuencia, no serviría ni para comprender la dimensión de los problemas actuales ni para encontrar vías de solución a los mismos. De ahí, que deba reconocerse, por una parte, que la crisis que ha venido sufriendo el SME en estos últimos tiempos es, sin duda, la más grave registrada desde su creación en 1979. Y, por otra, que dicha crisis no es sino el reflejo de una serie de problemas de mayor profundidad que, si no se resuelven, podrían obstaculizar seriamente la concreción práctica de los principios jurídicos e institucionales presentes en el Tratado de Maastricht.

En concreto, si bien es verdad que las dificultades por las que ha atravesado el proceso de ratificación del Tratado de Maastricht han contribuido a

incrementar el clima de incertidumbre económica y financiera en Europa y a magnificar las tensiones cambiarias, esto no es todo. Además, debe reconocerse que uno de los factores fundamentales que se hallan tras las recientes tormentas monetarias es la ausencia de mecanismos eficaces y voluntariamente aceptados por todos los países miembros para coordinar sus políticas económicas y para salvaguardar la cohesión del Sistema; coordinación y cohesión que, a su vez, son absolutamente imprescindibles para alcanzar la plena Unión Económica y Monetaria que postula el Tratado de Maastricht.

En consecuencia, resulta imprescindible hacer un diagnóstico correcto de las causas de las recientes turbulencias cambiarias no sólo para encontrar la forma de restablecer la salud del SME sino también para facilitar la transición a la futura Unión. De lo contrario, se correría el riesgo de no lograr ni lo uno ni lo otro.

A mi juicio, las recientes crisis cambiarias no admiten una explicación basada en un único factor desencadenante sino, más bien, en varios. Asimismo, creo que la importancia de los diversos factores ha sido diferente a la hora de explicar las tormentas monetarias de septiembre del pasado año y de julio del año en curso.

En concreto, la crisis de septiembre de 1992 fue debida, en buena parte, a la necesidad de corregir los desequilibrios de competitividad que se habían ido acumulando durante los cinco años precedentes. Desequilibrios, que tuvieron su origen en los persistentes diferenciales de inflación y en un manejo excesivamente rígido del Sistema.

Sin embargo, no todo puede reducirse a problemas de competitividad ya que, de esta forma, sería difícil entender por qué fueron atacadas monedas sin problemas de competitividad como el franco francés, la libra irlandesa o la corona danesa, y por qué los reajustes de otoño del pasado año no consiguieron restablecer de forma duradera la calma en los mercados de divisas. Es evidente, por consiguiente, que tras los recientes acontecimientos cambiarios se encuentran factores adicionales.

En este sentido, creo que las tensiones cambiarias, y en particular las que tuvieron lugar en julio pasado, también se deben a la constatación por parte de los mercados de la seriedad de los dilemas de política económica con que se han enfrentado las autoridades nacionales de los países comunitarios. En particular, la conjunción de unos tipos de interés elevados en Alemania, resultantes de la inadecuada combinación de políticas monetarias y fiscales aplicadas en este país a raíz de la unificación, y los síntomas cada vez más evidentes de recesión económica en el resto de países comu-

nitarios, colocó a las autoridades de estos últimos en una difícil tesitura: o bien continuar manteniendo altos tipos de interés para salvaguardar la estabilidad cambiaria, corriendo el riesgo de acentuar la debilidad del ritmo de actividad económica; o bien reducir los tipos para limitar la recesión, abandonando de esta forma la estabilidad cambiaria.

Dado el considerable grado de incertidumbre existente en los mercados acerca de la voluntad y/o capacidad de las autoridades para defender sus monedas, no es de extrañar que tuviesen lugar fuertes tensiones cambiarias en aquellos casos en que las dificultades para mantener la estabilidad cambiaria aparecían como más evidentes. En estas circunstancias, la facilidad y rapidez con que los mercados fueron capaces, en un entorno de libre circulación de capitales, de tomar fuertes posiciones vendedoras en aquellas monedas percibidas como vulnerables, hicieron sumamente difícil la defensa de las divisas atacadas mediante elevaciones de los tipos de interés o intervenciones oficiales de carácter unilateral.

De los párrafos anteriores se desprende que los problemas del Sistema Monetario Europeo se derivan, por una parte, de la insuficiente coordinación intracomunitaria entre las políticas económicas nacionales, incapaces de evitar la aparición de problemas de competitividad y de dilemas entre objetivos internos y externos; y, por otra, de la insuficiencia de los mecanismos de funcionamiento del Sistema para salvaguardar la estabilidad cambiaria ante fuertes presiones de carácter especulativo. Por todo lo anterior, no es de extrañar que se haya llegado a una situación como la actual, en que las bandas normales de fluctuación han debido ser ensanchadas al  $\pm 15$  por 100 con objeto de permitir la supervivencia del Sistema.

En efecto, cuando no existe un grado suficiente de coordinación entre las políticas económicas nacionales, el mantenimiento de la estabilidad cambiaria resulta altamente precario en un entorno de libre circulación de capitales. De ahí que, o se sientan las bases que permitan mejorar la coordinación de las políticas económicas o se acepta, como ha sucedido, un grado menor de estabilidad cambiaria.

No obstante, la decisión de ampliar las bandas no debe interpretarse como signo de la menor importancia concedida por las autoridades de los países miembros a la conveniencia de mantener estables los tipos de cambio sino, más bien, como un remedio transitorio a los problemas del SME. Remedios que debe permitir, de una parte, restablecer una mayor proporcionalidad entre el riesgo de pérdida y ganancia para los operadores que asuman

posiciones cortas frente a una divisa con el solo fin de «forzar una devaluación» que no resulta justificada. Y, de otra parte, reducir la intensidad de los dilemas entre los objetivos internos y externos de la política económica al hacer posible un mayor grado de diferenciación entre las condiciones monetarias de unos y otros países.

Si se observa la evolución de los mercados cambiarios y financieros desde el 2 de agosto, fecha en la que empezó a regir la banda del  $\pm 15$  por 100, es evidente que la medida ha tenido efectos sedantes sobre los mercados. Efectos, que han venido reforzados por la continuación del proceso de reducción de tipos de interés en Alemania, que ha permitido una moderación de los tipos en otros países sin tener que forzar en exceso a la baja los diferenciales de tipos de interés a corto frente al marco y permitiendo una reducción de los tipos a largo plazo.

No obstante, sería peligroso pensar que la ampliación de las bandas ha resuelto de forma definitiva los problemas de inestabilidad del Sistema. En primer lugar, no debe olvidarse que la medida es de carácter transitorio y que se confía en poder retornar a bandas más reducidas cuando las condiciones sean favorables. En segundo lugar, si bien es verdad que la mayor amplitud de la banda facilita actualmente el mantenimiento de las paridades centrales, también lo es que, a no ser que mejore de forma significativa el grado de coordinación de las políticas económicas de los países comunitarios con el fin de propiciar una recuperación no inflacionista del ritmo de actividad económica, podrían presentarse nuevamente problemas de competitividad y dilemas de política económica que cuestionen la estabilidad del SME. Y, por último, si bien las nuevas bandas hacen menos probable los ataques puramente especulativos, desligados de los fundamentos económicos, no los eliminan totalmente. En particular, podrían darse circunstancias adversas, ligadas a acontecimientos de tipo económico, político o institucional, que propiciasen fuertes tomas de posición contra una o varias monedas y que las empujaran al límite máximo de depreciación permitido por la nueva banda. En tales circunstancias, solamente sería posible preservar la estabilidad en el seno del SME si las autoridades monetarias fueran capaces de persuadir a los mercados de que están dispuestas a defender las paridades centrales de manera solidaria.

En fin, de lo anterior se desprende que el diseño de un mecanismo eficaz de coordinación de políticas económicas y la potenciación de los dispositivos de defensa del SME son dos de las tareas fundamentales que durante los próximos años deben afrontar los gobiernos de los países comunitarios. Según he indicado con anterioridad, no sólo la re-

cuperación de la estabilidad cambiaria, sino el cumplimiento de las condiciones de convergencia que se precisan para acceder a la plena Unión Económica, dependen, en gran medida, de que los problemas anteriores se resuelvan.

Por lo que respecta a la reconstrucción de los procedimientos de coordinación de las políticas económicas nacionales en la Comunidad, la experiencia del SME pone de manifiesto que la pertenencia al mecanismo de cambios, por sí sola, no garantiza plenamente dicha coordinación. O, para ser más exactos, si bien la restricción cambiaria puede servir como punto focal para la coordinación de las políticas monetarias, no sucede lo mismo con las políticas fiscales y las políticas de rentas. En efecto, según se desprende de la evolución económica de los países miembros durante el período de vigencia del Sistema, se han mantenido fuertes disparidades en el comportamiento de los déficit públicos y de los crecimientos salariales que, en último término, han impedido una reducción más rápida de los diferenciales de inflación.

Por otra parte, si bien la coordinación de las políticas monetarias nacionales efectuada por el Sistema, consiguiente en aceptar los tipos de interés que establece el país con mayor peso específico —Alemania—, se ha producido automáticamente en períodos en los que la firmeza antiinflacionista del Bundesbank resultaba beneficiosa para reducir las presiones inflacionistas en el resto de los países miembros, dicha coordinación ha tendido a diluirse durante los períodos de debilidad del ritmo de actividad económica y baja inflación en dichos países.

Es evidente, por consiguiente, que resulta necesario potenciar la coordinación de las políticas económicas en base a criterios adicionales que complementen el de estabilidad cambiaria; y, más aún, en las circunstancias actuales en que la ampliación de las bandas tiende a reducir el énfasis puesto en el tipo de cambio como única vía de coordinación. En este sentido, tal vez debería explorarse la coordinación de las políticas monetarias y fiscales nacionales en torno a la fijación de objetivos explícitos para las variables finales; esto es, de sendas de crecimiento no inflacionario que resulten mutuamente compatibles con el mantenimiento de la estabilidad cambiaria.

Por lo que se refiere a la potenciación de los mecanismos de defensa del Sistema Monetario Europeo, debe comenzar reconociéndose la necesidad de evitar que los comportamientos de naturaleza puramente especulativa terminen con ese «bien público» que constituye el Sistema. Para ello, y como ya he señalado anteriormente, las autorida-

des nacionales deben mostrar ante los mercados firmeza en la defensa de los tipos de cambio centrales que consideren coherentes con la evolución de los fundamentos económicos. Firmeza que, en primer lugar, debe venir basada en el adecuado manejo de los instrumentos de defensa contemplados en los acuerdos de Nyborg-Basilea; esto es, los ajustes de los tipos de interés, la utilización de los márgenes de maniobra efectivos suministrados por la banda de fluctuación y las intervenciones oficiales en los mercados de cambios. Ahora bien, dado que los costes de mantenimiento de la estabilidad cambiaría ante los envites de carácter especulativo pueden resultar, en determinados momentos, muy elevados para aquel o aquellos países cuyas monedas se encuentren en una posición vulnerable, es preciso sentar las bases técnicas e institucionales que lleven a una mayor solidaridad por parte de los países miembros en la defensa del Sistema.

Estos son, en fin, los problemas que actualmente presenta el Sistema Monetario Europeo y que deben resolverse lo antes posible para propiciar una transición estable a la plena Unión Económica y Monetaria. Transición que, según dispone el Tratado de Maastricht, ha dado comienzo el primero de enero del presente año con la entrada en vigor de la Segunda Etapa.

### **III. LA SEGUNDA ETAPA DE LA UNIÓN ECONOMICA Y MONETARIA**

En esta sección se exponen las cuestiones relacionadas con la Segunda Etapa con objeto de evaluar su impacto potencial sobre el marco monetario y financiero de la Comunidad. Para ello, se describen los principales cambios estructurales que supone la entrada en vigor de la Segunda Etapa.

#### **1. Vigilancia de los déficit públicos excesivos**

El primer cambio estructural consiste en que, a partir del primero de enero del presente año, se comienzan a aplicar las disposiciones establecidas en el Tratado de Maastricht para evitar la existencia de déficit públicos excesivos. Con este motivo, la Comisión vigilará la evolución de las finanzas públicas nacionales con el propósito de detectar situaciones en las cuales los déficit se sitúen por encima del 3 por 100 del PIB y/o la deuda pública se sitúe por encima del 60 por 100 del PIB y no se aprecie una evolución tendente a converger a dichas normas.

Ahora bien, debe ponerse de manifiesto que, durante la Segunda Etapa, los órganos comunitarios

tan sólo podrán ejercer la persuasión moral ante los estados que incurran en déficit públicos considerados como excesivos, ya que las facultades sancionadoras se reservan tan sólo para la Tercera Etapa.

#### **2. Financiación del sector público**

El segundo cambio estructural se refiere a la introducción de normas tendentes a endurecer las condiciones de financiación del sector público. Dichas normas entran también en vigor automáticamente con el inicio de la Segunda Etapa pero, a diferencia de lo que sucede con las anteriores disposiciones referentes al tamaño del déficit y la deuda pública, son precisas e inapelables.

Las principales normas de disciplina financiera a las que me refiero son las siguientes:

Por un lado, se prohíbe que los bancos centrales nacionales puedan autorizar descubiertos o conceder cualquier línea crediticia al sector público y que adquieran directamente títulos de deuda en el mercado primario. Se admite, no obstante, la posibilidad de adquirir deuda en el mercado secundario por parte de los bancos centrales con objeto de regular las condiciones de liquidez mediante operaciones de mercado abierto.

Por otro lado, se prohíbe que los organismos públicos puedan acceder al crédito de las instituciones financieras en condiciones privilegiadas, por lo que aquellos deberán soportar costes financieros análogos a los que corresponden a cualquier entidad privada.

Y, por último, se establece que la Comunidad Europea no tendrá la obligación ni asumirá la responsabilidad de rescatar la deuda de ninguna entidad pública de cualquier estado miembro; y que ningún estado miembro tendrá la obligación o asumirá la responsabilidad de rescatar la deuda de cualquier otro estado miembro.

La racionalidad de las normas descritas es la de hacer más evidente para los gobiernos el coste financiero del déficit público, así como evitar que la política monetaria venga sometida a la presión de tener que financiar al sector público, lo que podría dificultar el cumplimiento de sus objetivos de carácter antiinflacionista.

#### **3. Proceso de convergencia**

El tercer cambio estructural ligado al inicio de la Segunda Etapa se refiere al proceso de convergencia. En efecto, el Tratado de Maastricht establece

que solamente estarán en condiciones de acceder a la plena Unión Económica y Monetaria en un primer momento aquellos países comunitarios que sean capaces de alcanzar un grado suficiente y duradero de convergencia; convergencia que será evaluada en base a los siguientes criterios: estabilidad de precios, saneamiento de las finanzas públicas, estabilidad cambiaria y similitud entre los tipos de interés a largo plazo.

Sin entrar a valorar si estos criterios resultan ser los más adecuados y oportunos para regular el acceso a la Tercera Etapa de la Unión Económica y Monetaria, quiero dejar constancia de que actualmente ningún país comunitario satisface todas y cada una de las condiciones de convergencia establecidas en el Tratado.

Asimismo, no debe ocultarse que existen dificultades importantes para lograr la convergencia. De una parte, la coyuntura recesiva actual hace todavía más difícil la introducción de medidas drásticas de reducción del déficit público y de reforma estructural en los mercados de bienes y de trabajo. Y, de otra parte, el logro de los grados de estabilidad cambiaria y de similitud de tipos de interés a largo plazo que se requiere para cumplir con los requisitos de convergencia del Tratado de Maastricht hace imprescindible que las autoridades nacionales convengan a los mercados de su disposición para defender la paridad central de sus monedas ante ataques puramente especulativos.

Por consiguiente, dado que la convergencia exige realizar un esfuerzo importante en un período relativamente corto de tiempo y en condiciones económicas difíciles, únicamente estarán en condiciones de conseguirla aquellos países cuya sociedad perciba claramente los costes derivados de su alejamiento del proceso de construcción europea, y, en consecuencia, conceda a sus gobiernos el respaldo moral para acometer con prontitud las reformas oportunas.

#### **4. Autonomía de los bancos centrales**

El cuarto cambio estructural asociado con la entrada en vigor de la Segunda Etapa de la Unión Económica y Monetaria se refiere a la necesidad de que, con anterioridad al inicio de la Tercera Etapa, los bancos centrales de los estados miembros obtengan el Estatuto de Autonomía. Autonomía, que debe entenderse tanto en un sentido político o institucional, permitiendo que el banco central desempeñe sus funciones sin venir sujeto a instrucciones del gobierno; como en un sentido económico u operativo, haciendo que el banco central pueda emplear sin restricciones los instrumen-

tos monetarios pertinentes para el cumplimiento de sus funciones.

La racionalidad de las disposiciones del Tratado tendentes a garantizar la autonomía de los bancos centrales de los países comunitarios es la de hacer posible que la política monetaria se oriente hacia su principal objetivo: la consecución de la estabilidad de precios. Dicha racionalidad, a su vez, viene basada en la amplia evidencia empírica existente a nivel internacional, que muestra una estrecha relación entre el grado de autonomía del banco central de un país y el éxito alcanzado en la lucha contra la inflación.

Dado que la mayoría de los bancos centrales de los países comunitarios no posee en estos momentos el grado de autonomía que exige el Tratado de Maastricht, es de esperar que durante los próximos años tenga lugar un intenso proceso legislativo en estos países para adecuar la situación estatutaria de sus bancos emisores. Proceso que, en España, ya se ha iniciado con la aprobación por el Consejo de Ministros del Proyecto de Ley de Autonomía del Banco de España y su posterior envío al Parlamento.

Quiero poner de manifiesto, no obstante, que los efectos de la concesión de los estatutos de autonomía de los bancos centrales nacionales serán tanto más favorables cuanto más adecuada sea la combinación de políticas monetarias y fiscales llevadas a cabo en los países comunitarios. En efecto, según postulan los principios económicos y confirma ampliamente la experiencia, la credibilidad antiinflacionista de la política monetaria depende no sólo del grado de autonomía del banco central, sino de la consistencia y credibilidad del conjunto de la política económica.

#### **5. El Instituto Monetario Europeo**

El último, pero no el menos importante, de los cambios estructurales que tienen lugar como consecuencia de la entrada en vigor de la Segunda Etapa de la Unión Económica y Monetaria es la creación el primero de enero de 1994 del Instituto Monetario Europeo (IME), sucesor del Comité de Gobernadores de Bancos Centrales de la Comunidad y precursor del Banco Central Europeo. Como ustedes saben, se ha escogido a Frankfurt como sede del Instituto y a Alexander Lamfalussy, ex director general del Banco de Pagos Internacionales de Basilea, como primer presidente del mismo.

Por lo que se refiere a las funciones del Instituto, deseo subrayar que si bien éste tiene personalidad jurídica propia, durante la Segunda Etapa la responsabilidad en materia de política monetaria sigue

estando en manos de las autoridades nacionales en virtud de las disposiciones del Tratado. En consecuencia, no se contempla que el Instituto asuma directamente la responsabilidad de formular la política monetaria en la Comunidad ni la responsabilidad de salvaguardar la estabilidad cambiaria en el Sistema Monetario Europeo.

Ahora bien, esto no significa en absoluto que el IME no vaya a desempeñar un papel importante. Por el contrario, según establece el Tratado, el Instituto tiene entre sus objetivos reforzar el grado de coordinación entre las políticas monetarias de los países comunitarios y preparar el camino para la puesta en práctica de la política monetaria única en la Tercera Etapa.

Durante la primera parte de mi intervención he aludido con cierta extensión a la importancia de la primera tarea del Instituto, consistente en potenciar el grado de coordinación entre las políticas monetarias nacionales. En consecuencia, a continuación paso directamente a comentar las cuestiones relativas a las tareas de preparación de la futura política monetaria europea, que revisten considerable importancia estratégica.

Según lo dispuesto en el Tratado, el inicio de la Tercera y última Etapa de la Unión Económica y Monetaria antes de que termine la presente década va a significar un cambio estructural de envergadura como consecuencia de la introducción de una política monetaria única, que será formulada por el Sistema Europeo de Bancos Centrales en un marco de tipos de cambio irrevocablemente fijados entre las monedas de los países participantes y, posteriormente, de una moneda única.

Sin duda, el paso desde una situación caracterizada por la yuxtaposición de diversas políticas monetarias nacionales, formuladas para alcanzar objetivos económicos nacionales e instrumentadas mediante diferentes procedimientos, a otra situación caracterizada por la presencia de una política monetaria única, formulada por la nueva institución monetaria europea para alcanzar objetivos para el conjunto del área e instrumentada de manera uniforme, constituye un acontecimiento de gran relevancia económica y política.

Con objeto de exponer la importancia y las dificultades de la tarea que tiene ante sí el Instituto, paso seguidamente a describir cuáles son algunas de las diferencias más importantes que actualmente existen en los países comunitarios tanto por lo que respecta a las estrategias que rigen la formulación de la política monetaria como, muy especialmente, a los instrumentos y procedimientos utilizados para su ejecución.

Por lo que se refiere a las estrategias de política

monetaria, si bien la estabilidad de precios es el objetivo en torno al cual se han venido orientando durante los últimos años en la práctica las políticas monetarias de los países comunitarios, actualmente existen diferencias importantes en el grado de autonomía efectiva del que gozan dichos países para conseguir sus objetivos, dependiendo de si pertenecen o no al mecanismo de disciplina cambiaria del Sistema Monetario Europeo, así como de su capacidad de influencia en los tipos de interés que prevalecen para el conjunto del Sistema.

En los países comunitarios, la política monetaria generalmente se instrumenta a través de una variable que cumple la función de objetivo intermedio y que suele ser un agregado monetario o el tipo de cambio. A su vez, las autoridades disponen de una serie de instrumentos y técnicas que les permiten regular las condiciones de liquidez con objeto de alcanzar los objetivos monetarios previamente establecidos.

En estos últimos años, ha habido una notable tendencia hacia la uniformidad de los distintos instrumentos y técnicas monetarias nacionales dado el papel cada vez más importante que han jugado las operaciones de mercado abierto en el control de la liquidez y el lugar preeminente que han pasado a ocupar los tipos de interés del mercado de dinero como objetivo operativo en la orientación diaria de la política monetaria en todos los países de la Comunidad. No obstante, todavía subsisten diferencias notables en ciertos ámbitos.

En primer lugar, el papel jugado por los coeficientes bancarios como instrumento de política monetaria es muy desigual en los distintos países comunitarios. En principio, de las dos funciones de política monetaria tradicionalmente asociadas con dichos coeficientes —el control de la cantidad de dinero y la estabilización de la demanda de activos de caja por parte del sistema bancario—, la segunda es la que actualmente tiende a ser de mayor importancia en los países que mantienen coeficientes, que son la mayoría de la Comunidad. Sin embargo, el nivel, la remuneración así como el método de cómputo de los coeficientes varía notablemente entre los países miembros.

En segundo lugar, las líneas crediticias y/o de depósito disponibles por parte del sistema bancario en los bancos centrales nacionales, cuyo papel principal consiste en regular las condiciones de mercado y señalar las intenciones de las autoridades monetarias, tienen una importancia diferente en distintos países y se administran a través de procedimientos muy diversos. De este modo, salvo en los casos de Holanda y Alemania, en el resto de países comunitarios las líneas de crédito perma-

nente tan sólo canalizan una pequeña parte de la oferta de liquidez de los bancos centrales al sistema bancario.

En tercer lugar, si bien es cierto, como he señalado anteriormente, que las operaciones de mercado abierto son el instrumento más ampliamente utilizado para regular las condiciones de liquidez en la totalidad de países miembros, no obstante subsisten diferencias importantes por lo que se refiere al tipo de operaciones que se llevan a cabo y su frecuencia. Por ejemplo, existen países como el Reino Unido en el que éstas tienen lugar varias veces por día, y otros, como Alemania y Holanda, en las que se ejecutan aproximadamente una vez a la semana. Sin duda, la inexistencia de coeficientes bancarios en el Reino Unido es un factor que contribuye a incrementar la variabilidad de la demanda de liquidez por parte del sistema bancario, lo que hace necesario que las autoridades de dicho país estén casi constantemente operando en los mercados de dinero.

En fin, partiendo de la situación actual, caracterizada por la existencia de numerosas diferencias en la formulación e instrumentación de la política monetaria en los países de la Comunidad, el Instituto Monetario Europeo deberá sentar las bases que permitan pasar, en el futuro, a una sola política monetaria para la Unión, decidida centralmente, formulada estratégicamente para alcanzar la estabilidad de precios en el conjunto del área e instrumentada de manera consistente en la misma.

Es obvio, dada la magnitud e importancia de la tarea que tiene ante sí el Instituto, que según cuál sea el modelo que finalmente se adopte para llevar a cabo la política monetaria única, las consecuencias para el marco económico-financiero de la Comunidad y para los participantes en los mercados serán diferentes. En este sentido, son varias las cuestiones que deben ser estudiadas por el Instituto, como paso previo a su adopción por parte del Sistema Europeo de Bancos Centrales:

En relación a la estrategia de la política monetaria, las principales son las siguientes: ¿debe llevarse a cabo la futura política monetaria mediante objetivos intermedios o prescindir de los mismos?; y si se decide adoptar un objetivo intermedio, ¿qué agregado monetario u otra variable deberá desempeñar dicha función?

Por lo que respecta a los instrumentos y técnicas de la política monetaria, algunas de las cuestiones más importantes son: ¿cuál es el grado adecuado de descentralización para ejecutar la política monetaria en la futura Unión?; ¿qué papel jugarán los coeficientes bancarios?; ¿cuál será la importancia en el suministro de la liquidez de las líneas perma-

nentes de crédito establecidas por el Sistema Europeo de Bancos Centrales con las entidades bancarias?, y ¿en qué medida deberán armonizarse las condiciones de acceso a dichas líneas en los diversos países?

Con objeto de empezar a preparar las tareas del IME, su predecesor, el Comité de Gobernadores de Bancos Centrales de la Comunidad, ha llevado a cabo en los últimos años una serie de trabajos y estudios previos a través de diversos subcomités y grupos de trabajo. En particular, el Comité ha comenzado a explorar las ventajas relativas de las distintas técnicas y procedimientos disponibles para llevar a cabo la política monetaria única en la plena Unión Económica y Monetaria. Asimismo, el trabajo del Comité de Gobernadores se ha centrado en las siguientes otras áreas: los problemas relacionados con la impresión y emisión del futuro billete europeo en ecus; la adaptación e interconexión de los sistemas de pagos nacionales con objeto de asegurar que las condiciones monetarias sean las mismas en cualquier punto de la Unión; la creación de una base estadística consistente que permita al Sistema Europeo de Bancos Centrales disponer de la información precisa para llevar a cabo eficazmente la política monetaria; la armonización de las normas y prácticas contables de los bancos centrales nacionales en el camino hacia la adopción de una normativa uniforme por parte del Sistema Europeo de Bancos Centrales; y, finalmente, el diseño de una infraestructura informática adecuada que permita la interconexión de los sistemas de información y comunicaciones de los bancos centrales de los países miembros.

#### IV. CONCLUSION

En el presente artículo he tratado de identificar y analizar cuáles son las principales cuestiones de índole estratégica y táctica que plantea la transición desde el Sistema Monetario Europeo a la Unión Monetaria Europea. Según he intentado poner de relieve, los interrogantes que planean sobre la transición son numerosos, ya que recuperar la estabilidad cambiaria y alcanzar un grado adecuado de coordinación entre las políticas económicas nacionales que permita progresar en el camino de la convergencia durante la Segunda Etapa son tareas muy difíciles, que requieren considerables dosis de voluntad política y respaldo social. Asimismo, todavía quedan pendientes de resolver numerosas cuestiones de índole técnica por lo que se refiere a la preparación del marco logístico para llevar a cabo la futura política monetaria europea.

La respuesta que finalmente se dé tanto a los

problemas técnicos como a los anteriormente citados, referentes a la coordinación de las políticas nacionales y al reforzamiento de la cohesión del Sistema Monetario Europeo va a tener, indudablemente, una singular incidencia sobre el marco económico y financiero de la Comunidad. Cabe esperar, por tanto, que el Instituto Monetario Europeo y los bancos centrales nacionales contribuyan eficazmente a la solución de estos problemas durante los próximos años.