LA ADAPTACIÓN DE LOS BANCOS CENTRALES EUROPEOS A LA MONEDA ÚNICA

Santiago Carbó Valverde
Mateo García Cabello

Los preparativos de los estados miembros de la Unión Europea (UE) para la tercera fase de la unión monetaria están siendo el eje fundamental de las acciones de política económica en los últimos años. Los esfuerzos para el cumplimiento de los criterios de convergencia establecidos en el Tratado de Maastricht parecen eclipsar otros requisitos y adaptaciones necesarias para la consecución de la moneda única.

Uno de los pilares importantes de los preparativos para la tercera fase de la Unión Monetaria Europea (UME) se encuentra en la adaptación de los bancos centrales tanto a nivel institucional como operativo. Por el lado institucional, cada estado miembro debe garantizar, a más tardar en la fecha de constitución del Sistema Europeo de Bancos Centrales, la compatibilidad de su legislación, incluidos los estatutos de sus bancos centrales, con el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea y con los estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) y del Banco Central Europeo (BCE). Por el lado operativo, es conveniente analizar la senda hacia una política monetaria única y las implicaciones de todo este proceso para mercados y entidades financieras.

Este artículo pretende analizar algunos de los principales aspectos institucionales, operativos y económicos de adaptación de los bancos centrales a la futura unión monetaria. Para ello, en primer lugar, se revisa el «estado de la cuestión» en materia de adaptación estatutaria de los bancos centrales de la UE. En segundo lugar, se analizan las líneas básicas del nuevo diseño de la política monetaria. En tercer lugar, se sintetizan las principales innovaciones operativas (Sistema de Liquidación de Pagos TARGET) y metodológicas (elaboración de nuevas estadísticas) que acompañarán a la futura política monetaria. Por último, se plantean las implicaciones de la moneda única para la transmisión de las acciones de política monetaria a través de los sistemas financieros nacionales.

I. LA ADAPTACIÓN DE LOS ASPECTOS INSTITUCIONALES DE LOS BANCOS CENTRALES

El Tratado Constitutivo de la Comunidad Europea y los estatutos del SEBC y BCE no exigen la armonización de los estatutos de los bancos centrales de la UE. Por tanto, es posible el mantenimiento de peculiaridades nacionales en cada estado. Sin embargo, el Tratado y los estatutos sí obligan a adaptar las disposiciones nacionales y los estatutos de los bancos emisores de cada país miembro para que no contengan inconsistencias con la normativa recogida en los primeros. Con ello se pretende garantizar el grado necesario de integración de los bancos centrales nacionales en el SEBC. En todo caso, la preponderancia del Tratado y los estatutos del SEBC y BCE sobre las disposiciones nacionales no elimina la obligación de los estados miembros a adaptar su legislación.

El cuadro núm. 1 sintetiza algunas de las peculiaridades nacionales de los bancos centrales de los países de la UE. Diez bancos centrales son entidades de derecho público, cuatro son sociedades anónimas sujetas a derecho privado o a legislación societaria general y una es una institución autogobernada. Por otra parte, en diez bancos centrales la participación del estado en el capital del banco emisor es del 100 por 100, mientras que en el resto la participación es menor. Dos casos especiales son el de Grecia, en el que el Estado puede tener una participación máxima del 10 por 100, y el de Italia, en el que el capital solamente puede ser propiedad de ciertos tipos de entidades de crédito, instituciones de la seguridad social y entidades aseguradoras.

Un aspecto de mayor calado es la existencia de objetivos explícitos para los bancos centrales nacionales en sus respectivos estatutos. Únicamente tres países (España, Francia y Portugal) indican explícitamente en los estatutos de sus bancos centrales que la estabilidad de precios es su objetivo central. Otros ocho países indican objetivos que, según el Instituto

CUADRO NÚM. 1

PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS INSTITUCIONALES DE LOS BANCOS CENTRALES DE LA UNIÓN EUROPEA

	Estatuto	*Participación estatal*	*Objetivos explícitos*
Alemania	E.D.P. (1)	100 % del capital	Salvaguardia de la moneda (*)
Austria	S.A. (2)	50 % del capital	Salvaguardia del valor de la moneda (*)
Bélgica	S.A. (2)	50 % del capital	Sin refencia explícita a objetivos
Dinamarca	I.A. (3)	Obtención de beneficios anuales	Mantenimiento de un sistema monetario estable y seguro (*)
España	E.D.P. (1)	100 % del capital	Estabilidad de precios
Finlandia	E.D.P. (1)	100 % del capital. Obtención de beneficios anuales	Mantenimiento de un sistema monetario seguro y estable (*)
Francia	E.D.P. (1)	100 % del capital	Estabilidad de precios
Grecia	S.A. (2)	10 % del capital como máximo	Control de la moneda en circulación y del crédito (*)
Holanda	S.A. (2)	100 % del capital	Salvaguardia del valor del dinero (*)
Irlanda	E.D.P. (1)	100 % del capital	Salvaguardia de la integridad de la moneda (*)
Italia	E.D.P. (1)	—	Proteger el ahorro (*)
Luxemburgo	E.D.P. (1)	100 % del capital	Sin referencia explícita a objetivos
Portugal	E.D.P. (1)	100 % del capital	Estabilidad de precios
Reino Unido	E.D.P. (1)	100 % del capital	No existen objetivos estatutarios explícitos en materia de política monetaria
Suecia	E.D.P. (1)	100 % del capital	No hace referencia explícita a objetivos

(1) Entidad de derecho público.
(2) Sociedad anónima sujeta a derecho privado o a legislación societaria general.
(3) Institución autogobernada.
(*) Este objetivo puede entenderse como equivalente al de estabilidad de precios.

Monetario Europeo (1996), pueden considerarse equivalentes a los de la estabilidad de precios: la salvaguardia del valor de la moneda, el mantenimiento de un sistema monetario estable y seguro o la protección del ahorro. En tres países (Bélgica, Luxemburgo y Suecia) no se recoge de forma explícita ningún objetivo en los estatutos de sus bancos emisores, mientras que en un país (Reino Unido), los objetivos especificados no están vinculados a la política monetaria sino a la supervisión del sistema financiero.

El eje central de los requisitos que deben cumplir los estatutos de los bancos centrales nacionales es la independencia de los mismos. El Instituto Monetario Europeo define cuatro tipos de independencia:

1) *Independencia institucional* (artículo 107 del Tratado y artículo 7 del estatuto del SEBC): por este requisito se prohíbe que el Banco Central Europeo, los bancos emisores nacionales y los miembros de sus órganos de gobierno recaben o acepten instrucciones procedentes de instituciones u organismos comunitarios, de cualquier gobierno de un estado miembro o de cualquier otra institución.

2) *Independencia personal* (artículo 14.2 de los estatutos del SEBC): el período mínimo de mandato del gobernador (y de forma equivalente para el resto de miembros de los órganos rectores) debe ser cinco años. Asimismo, los estatutos de los bancos emisores nacionales deben garantizar que el gobernador (y el resto de miembros de los órganos rectores) no pueda ser relevado de su cargo salvo por no cumplir los requisitos necesarios para el cumplimiento de sus funciones o por haber incurrido en falta grave.

3) *Independencia funcional* (artículo 105 del Tratado y artículo 2 de los estatutos del SEBC): los bancos centrales nacionales operarán en la tercera fase en un entorno cuyos objetivos estarán claramente definidos, de los cuales el elemento fundamental es el mantenimiento de la estabilidad de precios.

4) *Independencia financiera:* los bancos emisores nacionales deberían encontrarse en una posición que les permitiera disponer por sí mismos de los medios apropiados para garantizar el cumplimiento, de manera adecuada, de las funciones que les serán atribuidas como parte integrante del Sistema Europeo de Bancos Centrales.

A la luz de estas condiciones de independencia, es posible evaluar las posibles inconsistencias entre los estatutos vigentes de los bancos emisores nacionales y el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea. El cuadro núm. 2 resume las principales inconsistencias del marco de independencia institucional, personal y funcional de los bancos centrales de los quince países de la UE en la actualidad, así como los proyectos de reforma para adaptarse al Tratado.

En términos de independencia institucional, las inconsistencias más frecuentes son el derecho de suspensión de una decisión del banco central que ciertos gobiernos mantienen y la cierta dependencia (u obligación de consulta) en algunas materias con respecto al Ministro de Economía o Finanzas o algún otro órgano del poder ejecutivo o legislativo. El caso más extremo es el del Reino Unido, en el que las competencias en materia de política monetaria han estado en manos del gobierno, aunque parece que esta situación está cambiando significativamente con el nuevo gobierno laborista. De hecho, una de las primeras medidas económicas de éste ha si-

do la concesión de las competencias para fijar los tipos de interés al Banco de Inglaterra. En nuestro país, la principal inconsistencia institucional, según el IME (1996), es que la carencia de derecho de voto del Director General del Tesoro y Política Financiera y del Vicepresidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (miembros del Consejo de Gobierno del Banco de España) solamente alcanza a cuestiones de política monetaria y no a todas las funciones relativas al SEBC.

En cuanto a la independencia personal, la duración del mandato (en numerosos países es inferior a cinco años) y los motivos por los que se pueden separar de sus cargos a los miembros del Consejo de Gobierno de los bancos emisores son las inconsistencias más frecuentes y que necesitan adaptación en un buen número de países de la UE. En el caso español, el mandato de cuatro años previsto para los consejeros debería ampliarse a cinco años, tal y como estipulan los estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales.

Por su lado, el objetivo inequívoco de la estabilidad de precios (que determina la independencia funcional) solamente está recogido de forma explícita en los estatutos de tres bancos centrales de la UE (España, Francia y Portugal). No obstante, como se comprobó en el cuadro núm. 1, en otros ocho países existen objetivos del banco emisor que el IME considera como equivalentes o asimilables, en términos económicos, a los de estabilidad de precios, aunque sería necesario, desde un punto de vista jurídico, recoger de forma explícita la primacía inequívoca de la estabilidad precios.

En definitiva, todavía existen algunas inconsistencias en los estatutos de los bancos emisores nacionales con el Tratado constitutivo de la Unión Europea y con los estatutos del SEBC y del BCE, que deberán ser reformados y adaptados para el comienzo de la tercera fase de la unión monetaria. En algunos casos, como Bélgica, Luxemburgo, Irlanda y Reino Unido (véase cuadro núm. 2) ya existen propuestas concretas de adaptación.

CUADRO NÚM. 2

INCONSISTENCIAS DEL MARCO INSTITUCIONAL, PERSONAL Y FUNCIONAL DE LOS BANCOS CENTRALES EN LA UE CON EL TRATADO Y LOS ESTATUTOS DEL SEBC (1997)

	Institucionales. (Art. 107 del Tratado)	*Personales (Art. 14.2 de los Estatutos)*	*Funcionales (Art. 105 del Tratado)*	*Proyectos de reforma*
Alemania	Derecho de suspensión del Gobierno	Duración del mandato	Estabilidad de precios (*)	No
Austria	Derecho del Comisionado a examinar legalidad actos del Banco. Composición del Consejo General	Duración del mandato	Estabilidad de precios (*)	No
Bélgica	Derecho de suspensión y oposición del Comisionado	Motivos de suspensión de miembros	Estabilidad de precios (*)	Enviados al IME 1/8/1996 y obtenido informe favorable
Dinamarca			Estabilidad de precios (*)	
España	Carencia derecho voto del Director General del Tesoro y Vicepresidente. De la CNMV solamente alcanza la política monetaria	Duración del mandato		No
Finlandia	Supervisión del Consejo Parlamentario	Motivos de suspensión de miembros	Estabilidad de precios (*)	Borrador
Francia	Independencia restringida a la política monetaria			No
Grecia	Derecho de veto del Comisionado	Duración del mandato	Estabilidad de precios (*)	—
Holanda	Derecho del Ministro de Finanzas de dar instrucciones	Motivos de separación de los miembros	Estabilidad de precios (*)	Iniciados
Irlanda	Obligación de consultar con el Ministro	Motivos de separación de los miembros	Estabilidad de precios (*)	Enviados al IME el 28/5/1996
Italia	Potestad del Ministro del Tesoro sobre ciertos tipos de interés		Estabilidad de precios (*)	—
Luxemburgo	Diversas competencias en manos del Gobierno	Duración del mandato	Estabilidad de precios (*)	Proyecto para la 3.ª fase de la UME
Portugal	Dependencia del Ministro de Finanzas para coeficiente de caja y tipo de descuento			No
Reino Unido	El Gobierno tiene las competencias de política monetaria, excepto fijación de tipos de interés		Estabilidad de precios (*)	Nuevo gobierno laborista pretende aumentar la autonomía del Banco de Inglaterra
Suecia	Obligación de consultar al Ministro de Finanzas sobre ciertas decisiones	Sin garantía duración del mandato	Estabilidad de precios (*)	Propuestas que entrarían en vigor el 1/1/1999

(*) Carencia de mención explícita a la estabilidad de precios como objetivo.
Fuente: IME, elaboración propia.

II. EL CAMINO HACIA UNA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA

El diseño de la política monetaria para la tercera fase de la UME es, sin duda, el aspecto central de adaptación operativa de los bancos centrales y el eje sobre el que girarán los cambios fundamentales que experimentarán los mercados e instituciones financieras con la moneda única. Recientemente, han salido a la luz las líneas básicas por las que se regirá la nueva política monetaria tras la implantación del euro (1). En este apartado se sintetizan los elementos básicos.

El Tratado constitutivo de la Comunidad establece claramente que el objetivo primario del futuro SEBC es el mantenimiento de la estabilidad de precios. Este objetivo se logra cuando los agentes económicos no consideran la inflación como un factor a tener en cuenta en sus decisiones (2). Para lograr el objetivo citado, el Instituto Monetario Europeo consideró cinco posibles estrategias, las cuales se basaban en cinco diferentes objetivos intermedios (tipo de cambio, tipo de interés, renta nominal, agregado monetario e inflación o estrategia directa). Estas cinco alternativas fueron evaluadas bajo los principios de efectividad, credibilidad, transparencia, orientación a medio plazo, continuidad y consistencia con la independencia del SEBC. El resultado fue que, atendiendo a los principios mencionados y considerando el futuro contexto del área de países euro, la lista de posibles estrategias a emplear se redujo a dos: aquella que emplea agregados monetarios como objetivos intermedios y la estrategia directa.

Aunque no se conoce cuál será la estrategia elegida por el Consejo de Gobierno del SEBC, es posible especular sobre cuál de las dos alternativas tiene más posibilidades de ser la seleccionada. Por un lado, la reputación del Bundesbank (que emplea como referencia la M3) y el hecho de que centra la responsabilidad de los bancos centrales nacionales juega en favor de la estrategia que emplea agregados monetarios como objetivos intermedios. Sin embargo, debido a la inestabilidad de la función de demanda de los agregados monetarios (ALP, por ejemplo) y la dificultad de construir un agregado monetario a nivel europeo, parece difícil que en los primeros meses de la implantación de la moneda única se siga una estrategia de política monetaria con objetivos intermedios. Es más probable, por esta razón, que se emplee una estrategia directa con la inflación como objetivo intermedio. Asimismo, ésta tiene una mayor transparencia al coincidir el objetivo intermedio con el final.

Para la instrumentación de la estrategia de política monetaria, el SEBC dispondrá de un conjunto de instrumentos que constituirán su marco operativo. La selección del marco operativo ha obedecido, según el IME (1997), a los siguientes principios: conformidad con principios de mercado, igualdad de tratamiento, simplicidad y eficiencia de costes, descentralización, continuidad, armonización y conformidad con el sistema de toma centralizada de decisiones del SEBC (3). El Consejo del Instituto Monetario Europeo ha definido los instrumentos de política monetaria del futuro SEBC (4), que se recogen de forma esquemática en el cuadro núm. 3. Se puede observar que el SEBC empleará fundamentalmente operaciones de mercado abierto, aunque también dispone de otras dos facilidades (de crédito marginal y de depósito).

Dentro de las operaciones de mercado abierto, existen cuatro modalidades:

1) Operaciones principales de financiación mediante operaciones temporales *(repos)* con periodicidad semanal y con un vencimiento a catorce días semanas.

2) Operaciones de financiación a más largo plazo mediante operaciones temporales con periodicidad mensual y con un vencimiento a tres meses.

3) Operaciones de ajuste (*fine tunning*) con el objetivo de gestionar la liquidez y suavizar las desviaciones de los tipos de interés debido a fluctuaciones de liquidez inesperadas. Estas operaciones se llevarán a cabo fundamentalmente a través de operaciones temporales *(repos),* aunque también se utilizarán las compras y ventas en firme de valores, los *swaps* en divisas y la toma de depósitos a plazo.

4) Operaciones estructurales para afectar la posición estructural de liquidez del sector bancario con respecto al SEBC. Se instrumentarán mediante operaciones temporales, emisión de certificados y compras y ventas en firme de valores.

Asimismo, como ya se ha indicado, existen dos facilidades adicionales, una para inyectar liquidez a un día (facilidades de crédito marginal) y la segunda para drenar liquidez a un día (facilidades de depósito). En el primer caso, el tipo de interés constituirá el techo de los tipos a un día y es importante que esté claramente por encima del mercado para que solamente pueda utilizarse de manera penalizada. En el segundo caso, se colocan los fondos (o dicho de otra forma, se drena liquidez) a tipos inferiores de los de mercado de tal forma que se penalizan los excesos de liquidez. Por tanto, existirá un corredor de tipos de interés cuyos límites serán el de la facilidad de crédito marginal (tipo lombardo) y el de la facilidad de depósito (o tipo descuento), en el que fluctuarán los tipos a corto plazo, que estarán determinados por las subastas periódicas y las operaciones de ajuste.

Por último, y aunque no aparezca recogido en el cuadro núm. 3, el SEBC dispondrá, lógicamente, del coeficiente de caja como instrumento de política monetaria. El coeficiente será común para todos los países, aunque no se conoce si será remunerado y a qué tipo. En todo caso, el coeficiente probablemente

CUADRO NÚM. 3

OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO Y FACILIDADES DE CRÉDITO MARGINAL Y DEPÓSITO (SISTEMA EUROPEO DE BANCOS CENTRALES)

Operaciones de política monetaria	*Tipos de operaciones*		*Vencimiento*	*Frecuencia*	*Procedimiento*
	Provisión de liquidez	*Drenaje de liquidez*			
Operaciones de mercado abierto					
Operaciones principales de financiación	Operaciones temporales *(repos)*		2 semanas	Semanal	Subastas normales
Operaciones de financiación a más largo plazo	Operaciones temporales *(repos)*		3 meses	Mensual	Subastas normales
Operaciones de ajuste *(fine-tunning)*	Operaciones temporales *(repos)*	Operaciones temporales *(repos)*	No estandarizado	No regular	Subastas rápidas
	Swaps de divisas	*Swaps* de divisas			Procedimientos bilaterales
		Depósitos a plazo fijo			
	Compras en firme de valores	Ventas en firme de valores		No regular	Procedimientos bilaterales
Operaciones estructurales	Operaciones temporales *(repos)*	Emisión de certificados	Estandarizado/ No estandarizado	Regulares y no regulares	Subastas normales
	Compra en firme de valores	Venta en firme de valores		No regular	Procedimientos bilaterales
Facilidades					
Facilidades de crédito	Operaciones temporales *(repos)*		Diaria	Acceso a petición de las contrapartidas	
Facilidades de depósito		Depósitos	Diaria	Acceso a petición de las contrapartidas	

Fuente: Instituto Monetario Europeo.

será muy reducido (no superará el 2 por 100) y se retribuirá a tipos próximos a los de mercado para evitar que las entidades del área del euro tengan desventajas competitivas con respecto a las de otros países.

III. PRINCIPALES IMPLICACIONES OPERATIVAS Y METODOLÓGICAS DE LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA

Los cambios y adaptaciones apuntadas para bancos centrales y la política monetaria única van a suponer la implantación de diversas innovaciones de carácter operativo y metodológico para el conjunto de mercados y entidades financieras. En este apartado se abordan los dos elementos más importantes, uno de carácter operativo y otro metodológico. El primero es el mecanismo de liquidación de pagos, y el segundo, la elaboración de estadísticas.

El sistema de liquidación TARGET

El mecanismo de liquidación de los grandes pagos derivados de la ejecución de la política monetaria única será el denominado TARGET (Trans-European Automated Real Time Gross Settlement Express Target). Éste será el vehículo mediante el que se efectuarán y liquidarán obligatoriamente las operaciones de control monetario. El objetivo de este sistema es procesar los pagos transfronterizos de una forma tan simple, segura y eficiente como si se tratara de operaciones nacionales (5).

El sistema TARGET es un sistema bruto de pagos y que trabaja en tiempo real. Por tanto, las operaciones se liquidan directamente, a diferencia de los sistemas netos de liquidación, basados en la compensación de los saldos. El TARGET es un sistema descentralizado que unirá, a través de un sistema de interconexión (denominado *interlinking*), los correspondientes sistemas de liquidación nacionales que los bancos centrales se han comprometido a implementar y armonizar. La armonización es necesaria en la provisión de liquidez intradía, en el horario de funcionamiento y en la política de precios. Por su parte, el sistema de interconexión operará con formatos y procedimientos comunes para

todos los países. Con todo ello, las entidades financieras contarán con un coste de adaptación mínimo y con un mecanismo de liquidación que procesará operaciones transfronterizas de pagos en euros (6).

Los participantes directos en el sistema TARGET serán, en principio, los bancos emisores nacionales y las entidades de crédito. No obstante, los bancos centrales pueden autorizar a otras instituciones que mantienen cuentas de clientes a participar en este mecanismo de pagos siempre que no supongan un riesgo operativo al sistema o que se encuentren bajo la supervisión de alguna autoridad reconocida. Por otra parte, aunque no se fijarán ni máximos ni mínimos para las cuantías que se liquidarán en TARGET, se espera que éste se ocupe fundamentalmente de pagos de elevado montante entre participantes, bien en su propio nombre o en el de sus clientes. Los pagos de menor cuantía que no requieran una inmediata ejecución tenderán a procesarse a través de otros mecanismos de pagos con costes más bajos, pero también con menor rapidez.

El proyecto de implementación de TARGET comenzó el 1 de junio de 1993 y terminará el 31 de diciembre de 1998 (gráfico 1). Este proyecto consta de cinco fases:

1) Fase preliminar (junio 1993-marzo 1995), en la que se realizaron los trabajos relativos a la definición de los mecanismos de pagos de la tercera fase.

2) Fase de especificación (marzo 1995-junio 1996), en la que se concretaron de forma detallada los elementos del mecanismo de pagos de la futura área «euro».

3) La fase de desarrollo (junio 1996-junio 1997), en la que comienza la implementación de los sistemas nacionales y del sistema de interconexión.

4) Fase de comprobación (junio 1997-junio 1998), en la que se contrastará el funcionamiento de los componentes del sistema de interconexión.

5) Fase de simulación (junio-diciembre 1998).

En algunos países (Dinamarca, Alemania, Suecia, Finlandia, Reino Unido, Bélgica y Portugal), los sistemas de liquidación nacionales ya han sido implementados durante 1995 y 1996. En el resto de países, se espera que se produzca a lo largo de 1997. En el caso de España, el Servicio Telefónico del Mercado de Dinero será el sistema conectado al TARGET, con lo que se pasará a denominar Servicio de Liquidación del Banco de España. En la actualidad, ya está funcionando como sistema bruto de pagos, pero todavía necesita dos adaptaciones que se espera se acometan en 1997 y 1998. Estas adaptaciones se refieren a los dos siguientes aspectos:

— Hasta el final de la sesión la liquidación no es en firme.

— En la actualidad, buena parte de los pagos procesados se ordenan sin que existan suficientes fondos, algo que no está permitido en el nuevo sistema.

Las nuevas estadísticas monetarias y financieras

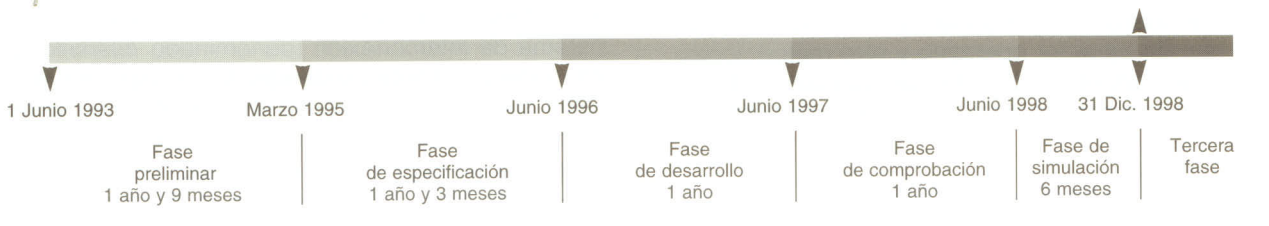
Uno de los elementos de apoyo fundamentales para la elaboración de la política monetaria es la recopilación de la información estadística. Para esta labor, el Tratado de la Comunidad Europea determina que el Banco Central Europeo deberá contar con la necesaria ayuda de los bancos emisores nacionales. Aunque actualmente la elaboración de la información estadística es bastante similar en los diferentes países miembros de la UE, la compilación de agregados monetarios para toda la futura área euro plantea problemas de armonización y consolidación.

El IME y el Banco Central Europeo son los responsables en materia de armonización de información estadística. Todavía existen ciertas diferencias en términos de definición y práctica estadística que necesitan ser armonizados para evitar la elaboración de agregados inconsistentes. El objetivo final es el logro de estadísticas consistentes y de elevada calidad y no tanto la imposición de conceptos uniformes y rígidos que no reflejen las diferencias estructurales y de funcionamiento de los sistemas financieros nacionales.

Las áreas de estadísticas que elaborará el Banco

GRÁFICO 1

FASES DE IMPLEMENTACIÓN DEL *TARGET*



Central Europeo y que, por tanto, experimentarán alguna adaptación son cuatro (7):

a) Agregados monetarios y bancarios: mensualmente se calculará el balance agregado de las denominadas Instituciones Financieras Monetarias (8) (IFM) con el suficiente detalle para permitir cierta flexibilidad en el cálculo de los agregados monetarios. Asimismo, trimestralmente, se elaborará información estadística desglosada por períodos de vencimientos de los activos y por sectores contraparte. Sobre este apartado nos detendremos algo más después de esta clasificación.

b) Balanza de pagos: mensualmente se calculará para el conjunto de países euro los principales saldos y partidas que afectan a las condiciones monetarias y de tipo de cambio; trimestralmente se publicará una información más detallada sobre la balanza de pagos, y anualmente se compilarán los datos sobre activos y pasivos financieros exteriores de la zona euro.

c) Otras estadísticas financieras: éstas incluyen información sobre tipos de interés, intermediarios financieros que no son IFM, emisiones de capital, papel comercial y activos similares, posición financiera de las AAPP y las cuentas financieras (según el Sistema Europeo de Cuentas, SEC 95).

d) Estadísticas de precios, costes y coyuntura: entre estas últimas se encuentran las cuentas nacionales, indicadores de producción, demanda y mercado de trabajo.

La elaboración de los agregados monetarios y bancarios merece un análisis algo más detallado. El cuadro núm. 4 es útil para el estudio de las necesidades del Banco Central Europeo de datos de las Instituciones Financieras Monetarias. En el citado cuadro se recopilan las principales partidas y desgloses que, según el Instituto Monetario Europeo, serán solicitadas a las IFM y posteriormente utilizadas para el cálculo consolidado del balance del conjunto de las mismas. Tres son los criterios que se emplearán para clasificar las partidas de balance: por instrumentos y vencimientos, por contrapartes y por divisas. Como se observa en el cuadro núm. 4, algunas partidas y desgloses serán recopiladas mensualmente y otras con carácter trimestral.

Las principales novedades del futuro balance agregado son las siguientes:

— En la clasificación por instrumentos y vencimientos, en el activo destaca la aparición de los títulos del mercado de dinero y el desglose de los créditos por vencimientos y, por el lado del pasivo, la división por vencimientos y la emisión de títulos del mercado de dinero.

— En la clasificación por agentes contrapartes de las operaciones con las IFM, lo más notable es la división entre sectores nacionales residentes, sectores residentes de países en la zona de implantación del euro y los residentes en el resto del mundo.

— En la clasificación por divisas, la distinción entre denominaciones en euro y en otras divisas (que incluyen las de los países de la UE que no formen parte del euro, así como el dólar, yen, etc.) es lo más novedoso.

Por último, el Banco Central Europeo deberá recibir el balance agregado mensual de las IFM de cada uno de los países participantes en el euro antes del cierre de la jornada del decimoquinto día hábil a partir del último día del mes al que se refieren los datos. Respecto a los datos trimestrales, se deberán entregar antes del cierre de la jornada del vigésimo octavo día a partir del último día del trimestre al que corresponde la información.

IV. LA TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA A TRAVÉS DE LOS SISTEMAS FINANCIEROS NACIONALES

La última cuestión a analizar en este proceso de adaptación de los bancos centrales y de la política monetaria es el papel de los sistemas financieros nacionales (en particular, sus sectores bancarios) en el mecanismo de transmisión monetaria. Este aspecto ya es de por sí de gran importancia desde un punto de vista económico por su incidencia en la efectividad de las acciones de política monetaria y lo será todavía más cuando exista una moneda única, ya que los sistemas bancarios nacionales deben contribuir a que se logren en todos los países y con pleno alcance los objetivos deseados en cada acción monetaria acometida por el Banco Central Europeo.

Tradicionalmente, la teoría económica ha concedido una gran importancia al papel de las entidades financieras en el mecanismo de transmisión de la política monetaria (9). La capacidad de los intermediarios financieros para emitir activos de gran liquidez y, por tanto, para crear dinero, les convierte en agentes centrales en la determinación del crecimiento de la cantidad de dinero de una economía. Sin embargo, en las últimas décadas, el proceso de desintermediación ha implicado una apreciable pérdida de importancia de las entidades bancarias en la canalización de los flujos financieros. Por un lado, un número cada vez mayor de agentes acuden directamente a los mercados financieros no intermediados. Por otro lado, la competencia de entidades financieras no bancarias (y de incluso de instituciones cuya actividad fundamental no es la financiera) se ha dejado sentir en la actividad de captación de ahorro y concesión de créditos de bancos y cajas de ahorros. No obstante, y a pesar de todo lo dicho, las entidades de depósito todavía desempeñan un pa-

CUADRO NÚM. 4

PARTIDAS DE BALANCE AGREGADO DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS MONETARIAS CLASIFICACIÓN POR INSTRUMENTOS/VENCIMIENTO, AGRUPACIONES INSTITUCIONALES

Clasificación por instrumentos/vencimiento

Activo	*Pasivo*
1. Caja*	8. Moneda en circulación
2. Créditos* hasta 1 año (a) entre 1 y 5 años (a) más de 5 años (a)	9. Depósitos 9.1. Depósitos a 1 día (e)* 9.2. Depósitos a plazo* hasta 1 año* entre 1 y 2 años* más de 2 años* (f)
3. Renta fija (b, c) hasta 1 año* entre 1 y 2 años (b)* más de 2 años*	9.3. Depósitos a la vista* hasta 3 meses* más de 3 meses* (g)
4. Títulos del mercado del dinero (d)*	9.4. Cesión temporal de activos*
5. Acciones y participaciones*	10. Títulos de Fondos en el mercado de dinero*
6. Inmovilizado*	11. Empréstitos* hasta 1 año* entre 1 y 2 años* más de 2 años*
7. Otros activos*	12. Títulos del mercado de dinero (h)*
	13. Capital y reservas*
	14. Otros pasivos*

Clasificación por agrupaciones institucionales/contrapartidas

Activo	*Pasivo*
A. Residentes nacionales*	A. Sectores residentes*
Instituciones Financieras Monetarias (IFM)*	Instituciones Financieras Monetarias (IFM)*
Resto de sectores residentes*	Resto de sectores residentes*
Administraciones públicas* gobierno central gobierno regional gobierno local seguridad social	Administraciones públicas* gobierno central gobierno regional gobierno local seguridad social
Otros sectores residentes* otros intermediarios financieros (S. 123) compañías de seguros y fondos de pensiones (S. 125) empresas no financieras (S. 11) familias, etc. (S. 14 + 5.15) (i)	Otros sectores residentes* otros intermediarios financieros (S. 123) compañías de seguros y fondos de pensiones (S. 125) empresas no financieras (S. 11) familias, etc. (S. 14 + 5.15) (i)
B. Residentes de países miembros de la UME	B. Residentes de países miembros de la UME
Instituciones Financieras Monetarias (IFM)*	Instituciones Financieras Monetarias (IFM)*
Resto de sectores residentes*	Resto de sectores residentes*
Administraciones públicas* gobierno central gobierno regional gobierno local seguridad social	Administraciones públicas* gobierno central gobierno regional gobierno local seguridad social
Otros sectores residentes* otros intermediarios financieros (S. 123) compañías de seguros y fondos de pensiones (S. 125) empresas no financieras (S. 11) familias, etc. (S. 14 + 5.15) (i)	Otros sectores residentes* otros intermediarios financieros (S. 123) compañías de seguros y fondos de pensiones (S. 125) empresas no financieras (S. 11) familias, etc. (S. 14 + 5.15) (i)
C. Residentes del resto del mundo	C. Residentes del resto del mundo
Entidades de depósito Resto Administraciones públicas Otros residentes	Entidades de depósito Resto Administraciones públicas Otros residentes
D. Activos no sectorizados	D. Pasivos no sectorizados

Clasificación por divisas	Euro	Denominación euro (incluyen divisas del área del euro utilizadas antes de la conversión a la moneda única)
	Divisas no-euro	Otras divisas (resto divisas UE, dólar, yen, franco suizo y resto)

(*) Datos mensuales.
(a) Clasificación solamente aplicable a créditos no interbancarios.
(b) Datos mensuales sólo para títulos emitidos por IFMs del área del euro. Los datos trimestrales de los títulos emitidos por otras entidades se clasifican en dos: hasta un año y más de un año.
(c) No incluye títulos del mercado de dinero.
(d) Tenencias de títulos del mercado de dinero emitidos por IMFs. Incluye participaciones en fondos del mercado de dinero.
(e) Incluyen saldos pendientes por cantidades ya pagadas en tarjetas emitidas en nombre de las IFM.
(f) Incluye depósitos regulados administrativamente.
(g) Incluye depósitos a la vista no transferibles.
(h) Títulos de mercado de dinero emitidos por IMFs.
(i) Familias (S. 14) e instituciones sin ánimo de lucro (S. 15).

Fuente: Instituto Monetario Europeo.

pel muy destacado en la financiación de buena parte de los prestatarios, y en especial en la de ciertos agentes (por ejemplo, familias y pymes), para las cuales el crédito bancario constituye la única fuente de financiación.

La política monetaria única va a venir acompañada de una convergencia de los tipos de interés en los diferentes países que formen parte del euro. Ello no implica que todos los tipos de interés de mercado vayan a ser iguales en todos los países y para todos los emisores, ya que las diferencias en prima de riesgo (para los diferentes prestatarios) van a continuar existiendo. No obstante, se producirá una convergencia en los diferentes tipos en los diferentes países, ya que se elimina el impacto que las expectativas sobre tipo de cambio tenían sobre los tipos de interés.

Esa convergencia se ha ido haciendo más evidente en los últimos dos años conforme el horizonte de la moneda única se ha ido aproximando. El cuadro núm. 5 muestra los rendimientos de la deuda pública a largo plazo para los cinco países más significativos de la UE desde 1991 a los primeros meses de 1997. Las fuertes divergencias en los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo existente a principios de los noventa han dado paso a un creciente acercamiento de tipos desde finales de 1995 para los países considerados. El caso español es especialmente significativo, ya que ha pasado de diferenciales en torno a los cuatro puntos respecto a Alemania a algo más de un punto en los primeros meses de 1997. A la luz de las medias mensuales para los primeros meses de 1997, cabe esperar que la media anual para 1997 del diferencial de los tipos de deuda a largo plazo entre España y Alemania se reduzca notablemente con respecto a 1996 y años anteriores y se sitúe alrededor del 1 por 100.

El análisis comparativo de otros tipos de interés nominales relevantes muestra un mayor grado de divergencia todavía existente entre países, a pesar del considerable acercamiento de los últimos años. Éste es el caso del tipo de interés interbancario a tres meses (cuadro núm. 6). El caso de España es especialmente llamativo: en los primeros años de la década presentaba tipos de interés interbancarios nominales superiores a cuatro puntos a los de Alemania y Francia y en los últimos meses se ha reducido a menos de tres puntos. Sin embargo, la imagen con los tipos reales es bien distinta: la convergencia en los tipos nominales es menor que la reducción de la inflación en España durante los últimos dos años, por lo que el diferencial de tipos interbancarios reales entre España y Alemania ha tendido a aumentar. Todo ello pone de manifiesto que todavía queda un cierto recorrido a la baja de los tipos interbancarios españoles (nominales y reales) para equipararse con los de los países centrales de la UE cuando se implante la moneda única (10).

Respecto al mecanismo de transmisión de las acciones de política monetaria a través del sistema financiero, hay dos aspectos de especial relevancia en el actual contexto hacia la política monetaria única: cómo responden los tipos bancarios a las variaciones de los tipos de mercado en los diferentes países y cómo ha afectado la liberalización y el consiguiente reforzamiento de la competencia entre entidades al grado de conexión de los tipos bancarios con los de mercado.

La primera cuestión, la rapidez y grado de respuesta de los tipos bancarios ante variaciones de

CUADRO NÚM. 5

RENDIMIENTOS DE LA DEUDA PÚBLICA A LARGO PLAZO UTILIZADOS PARA LA MEDICIÓN DE LA CONVERGENCIA DE LOS PAÍSES DE LA UNIÓN EUROPEA
(Porcentaje)

	Alemania	*España*	*Francia*	*Italia*	*Reino Unido*	*Diferencial España-Alemania*
Media anual						
1991	8,46	11,39	9,04	13,41	10,11	2,93
1992	7,85	11,69	8,59	13,27	9,06	3,84
1993	6,51	10,21	6,78	11,19	7,55	3,70
1994	6,87	9,99	7,22	10,52	8,15	3,12
1995	6,85	11,27	7,53	12,21	8,32	4,42
1996	6,22	8,74	6,31	9,40	7,94	2,52
Media mensual						
Diciembre 1995	6,07	9,95	6,75	11,17	7,59	3,88
Diciembre 1996	5,79	7,00	5,74	7,57	7,68	1,21
Enero 1997	5,80	6,83	5,68	7,38	7,66	1,03
Abril 1997	5,90	6,95	5,81	7,69	7,75	1,05

Fuente: Banco de España, IME; elaboración propia.

CUADRO NÚM. 6

TIPOS DE INTERÉS INTERBANCARIO A TRES MESES
(Porcentaje)

	Alemania	España	Francia	Italia	Reino Unido	Media UE
Media anual						
1991	9,14	13,22	9,46	12,03	11,47	10,92
1992	9,41	13,34	10,12	13,86	9,40	11,04
1993	7,18	11,68	8,26	10,11	5,71	8,47
1994	5,25	8,01	5,71	8,46	5,32	6,54
1995	4,42	9,36	6,43	10,43	6,58	6,93
1996	3,19	7,49	3,80	8,79	5,99	5,30
Media mensual						
Diciembre 1995	3,82	9,21	5,46	10,57	6,42	6,42
Diciembre 1996	3,12	6,36	3,31	7,22	6,33	4,82
Abril 1997	3,16	5,56	3,27	7,10	6,35	4,71

Fuente: Banco de España.

los tipos de mercado, va a tener especial relevancia en la tercera fase de la moneda única, en la que se unificarán los tipos oficiales, así como los interbancarios. Esta cuestión es central en un buen número de países de la UE (entre los que se incluiría España) dada la gran importancia que tienen las operaciones de crédito canalizadas a través de las entidades de depósito. Por ello, es importante conocer si las entidades de los diferentes países trasladan con prontitud la variación de tipos a sus clientes o si, por el contrario, entorpecen este proceso. En el primer caso, las acciones de política monetaria alcanzarían a la totalidad de la economía, mientras que en el segundo únicamente sería percibido por el limitado número de agentes económicos que acude directamente a financiarse a los mercados de capitales.

La traslación por parte de las entidades de depósito de las variaciones de los tipos de intervención a los bancarios ha sido analizada recientemente en la literatura especializada. En el ámbito de la Unión Europea, los estudios tienden a concluir que aunque no parecen existir diferencias muy marcadas por países en la potencia y alcance final del canal de los tipos de interés del mecanismo de transmisión monetaria, sí que se ponen de manifiesto velocidades de ajuste relativamente diferentes. En particular, los estudios disponibles coinciden en señalar que en el Reino Unido, España y Holanda la transmisión de los tipos de interés es comparativamente más rápida que la de Alemania, Francia e Italia (11).

El análisis del caso español también está bien documentado. Los resultados de los principales estudios revelan que desde finales de los ochenta, y vinculado al proceso desregulador y al aumento de la competencia, se aprecia un notable incremento en la sensibilidad de los tipos activos y pasivos de las entidades de depósito ante variaciones de los tipos oficiales del Banco de España, con lo que se ha producido una mayor velocidad en la transmisión de los impulsos monetarios (12). Asimismo, los resultados ponen de manifiesto que el grado de transmisión es mayor hacia las operaciones de activos que hacia las de pasivo, por lo que el diferencial tiende a evolucionar en línea con la situación de los mercados a corto plazo, que son los más influidos por las acciones de política monetaria. Por otro lado, la traslación de la variación de los tipos de intervención es más rápida en el caso de las nuevas operaciones de activo y pasivo que en los rendimientos y costes medios para el banco, que presentan una mayor rigidez y un comportamiento inercial (13).

A la hora de trasladar estos resultados del mecanismo de transmisión monetaria para diferentes países a la tercera etapa de la UME, conviene hacerlo con cierta cautela debido a los cambios que supondrá la introducción del euro en la relación tipos oficiales y tipos bancarios. En este sentido, el reforzamiento de la competencia y la desregulación, entre otros factores, pueden fomentar la convergencia (e igualación) en el funcionamiento del mecanismo de transmisión monetaria entre los diferentes países que formen parte del euro. Es, por ello, conveniente analizar la evolución reciente de las estructuras de mercado en los sectores bancarios de la UE para así poder delimitar el recorrido que les queda pendiente hacia la mayor competencia que implicará la introducción de la moneda única.

Existen diferencias notables en términos de estructura de mercado en los sistemas bancarios nacionales de la UE: hay sectores nacionales como el británico que se encuentran muy concentrados, mientras otros (Alemania e Italia) presentan una elevada fragmentación y un bajo grado de concentración. Los sectores bancarios francés y español

se situarían en una posición intermedia en términos de grado de concentración (14).

En todo caso, el factor más destacable en la reciente evolución de la estructura de mercado de los sectores bancarios nacionales de la UE ha sido el fuerte aumento de la competencia, fomentado por el proceso desregulador, cuyo hito más importante hasta la fecha ha sido la implantación del mercado único. Este aumento de la competencia se ha puesto de manifiesto claramente en la evolución en los precios y márgenes de las operaciones de activo y pasivo de las entidades bancarias. Así ha ocurrido en España, donde las entidades de depósito han pasado de una rivalidad basada casi exclusivamente en el servicio prestado al cliente (a través del número de oficinas y la cercanía de las mismas) a una competencia en tipos de interés.

Este reforzamiento de la competencia se ha reflejado en la mayor velocidad de adaptación de los tipos de interés de activo y pasivo ofrecidos por las entidades de depósito tras una variación de los tipos oficiales y de mercado. En este contexto ha estado acompañado de una minoración progresiva de los márgenes de intermediación de la actividad de préstamos y depósito de estas instituciones.

La reducción de los márgenes financieros ha sido generalizada en casi todos los países de la UE durante la última década, aunque el alcance de la misma ha sido desigual. El cuadro núm. 7 presenta la intensidad de la reducción de los márgenes de intermediación para una muestra de sistemas bancarios nacionales de la UE durante 1988-1994. La intensidad de la reducción de los márgenes de intermediación del sector bancario español ha sido la más elevada (1,20 puntos) de los países de la muestra en el período citado, seguida de la de Reino Unido (0,91 puntos) y Francia (0,85 puntos), mientras que en Alemania los márgenes financieros se han mantenido bastante estables durante el período.

Las desiguales reducciones de márgenes vienen explicadas en parte por la diferente situación de partida en las estructuras del mercado bancario de los diferentes países. Sin embargo, el proceso de equiparación total de márgenes está condicionado, entre otros factores, por las diferencias de especialización productiva de las entidades de depósito. En este sentido, en algunos países (como es el caso de España), en los que la mayor importancia relativa del negocio minorista en la actividad de las entidades financieras implica unos mayores niveles de servicio y, por consiguiente, unos costes de explotación más elevados (si bien decrecientes), podría estar justificado el mantenimiento de márgenes superiores a los de países con un mayor peso del negocio mayorista en el sector bancario (véase cuadro núm. 7).

Los diferentes niveles de márgenes y de costes de transformación implican la existencia de diferenciales desiguales entre los tipos ofrecidos por las entidades y los tipos oficiales en los sistemas bancarios de los países de la UE; por tanto, el mecanismo de transmisión monetaria no opera de igual forma en todos los países. No obstante, cabe esperar que en el futuro próximo las nuevas aplicaciones tecnológicas y las estrategias comerciales de las entidades estimulen un cambio paulatino en las preferencias de los clientes bancarios, con lo que el valor económico de disponer de una extensa red de oficinas tenderá a ser menor, lo que inducirá a las entidades minoristas a reducir paulatinamente la dimensión de dicha red. Si a este factor se le une las potenciales ganancias de productividad derivadas de la implantación de los nuevos desarrollos tecnológicos y de la mejora del nivel de cualificación de los recursos humanos, se puede modificar el nivel de los costes de explotación de forma significativa.

V. CONCLUSIONES

La implantación del euro implica, entre otros requisitos, la adaptación institucional y operativa de los bancos centrales nacionales y la adopción de una estrategia e instrumentos para la política monetaria única, con algunas implicaciones desiguales para los sistemas financieros nacionales de los países de la futura UME. El presente trabajo ha pretendido analizar ese proceso de adaptación y las

CUADRO NÚM. 7

MÁRGENES DE INTERMEDIACIÓN, MÁRGENES ORDINARIOS Y GASTOS DE EXPLOTACIÓN DE LOS SECTORES BANCARIOS DE SIETE PAÍSES DE LA UNIÓN EUROPEA (Porcentaje balance medio) (1988, 1994)

	Bélgica		*Francia*		*Alemania*		*Italia*		*Países Bajos*		*España*		*Reino Unido*	
	1988	*1994*	*1988*	*1994*	*1988*	*1994*	*1988*	*1994*	*1988*	*1994*	*1988*	*1994*	*1988*	*1994*
Márgenes de intermediación	1,60	1,33	2,12	1,27	2,14	2,18	3,27	2,63	2,30	1,89	4,20	3,00	3,25	2,34
Márgenes ordinarios	2,12	1,75	2,54	1,98	2,63	2,71	4,51	3,45	3,16	2,66	5,21	3,83	5,10	4,12
Gastos explotación	1,37	1,24	1,63	1,46	1,79	1,64	3,04	2,24	2,14	1,78	3,34	2,29	3,33	2,64

Fuente: OCDE (Bank Profitability).

implicaciones sobre el sistema financiero. Las principales conclusiones son las siguientes:

a) A nivel institucional, todavía existen algunas inconsistencias en los estatutos de los bancos centrales nacionales con el Tratado constitutivo de la Unión Europea y con los estatutos del SBC y del BCE, que requieren su adaptación y reforma antes de la tercera fase de la unión monetaria.

b) En cuanto a la adaptación operativa, ya se han producido avances a la hora de la selección de la estrategia y los instrumentos de política monetaria. En el primer caso, aunque se desconoce la estrategia definitiva, parece que de las dos ya seleccionadas (directa y la que emplea un agregado monetario como objetivo intermedio), la primera es la más probable que se utilice en los primeros tiempos de la tercera fase. Asimismo, el IME ha especificado los instrumentos de política monetaria de la tercera fase de la UME. En este contexto, la creación del sistema transfronterizo de liquidación de grandes pagos (TARGET) y las nuevas estadísticas económicas y financieras para toda la zona euro serán dos elementos importantes de apoyo.

c) Por último, hay que indicar que todavía existen diferencias en los mecanismos de transmisión monetaria a través de los distintos sistemas financieros nacionales, con lo que el alcance y velocidad de los efectos de las acciones de política monetaria serán algo desiguales entre países. En todo caso, el incremento de la competencia y los desarrollos tecnológicos en los sistemas bancarios europeos contribuirán a una mayor convergencia entre países en este punto y a una creciente intensidad en los efectos derivados de una decisión monetaria.

NOTAS

(1) Véase Instituto Monetario Europeo (1997).

(2) Ésta es una definición empleada recientemente por Paul Volcker y Alan Greenspan y recogida en el trabajo de Kahn (1996, pág. 53).

(3) Véase Borio (1997) para una amplia revisión de los principales procedimientos e instrumentos de política monetaria en los países industrializados.

(4) Véase Instituto Monetario Europeo (1997).

(5) Asimismo, existirán sistemas de liquidación de operaciones con valores (*Securites settlement systems*), que contribuirán al buen desarrollo de la política monetaria y a la integración de los mercados monetarios.

(6) Los sectores financieros de los países de la UE que no formen parte de la moneda única desde el primer momento podrán conectarse a TARGET siempre y cuando sus sistemas nacionales de pagos sean capaces de procesar operaciones en euros.

(7) El EUROSTAT, oficina comunitaria de estadística, compartirá responsabilidades con el Banco Central Europeo en algunas de las estadísticas.

(8) Éstas se definen como las instituciones de crédito residentes (según la normativa comunitaria) y todas aquellas entidades financieras residentes cuya actividad es la captación de depósitos (y/o productos sustitutivos de los mismos) de clientes (familias, empresas no financieras y AAPP) y la concesión de créditos por cuenta propia y la realización de inversiones en valores.

(9) Véase, por ejemplo, Servicio de Estudios del Banco de España (1997, capítulo 15).

(10) La moneda única va a suponer la unificación de los tipos interbancarios entre países. No obstante, de nuevo hay que indicar que pueden existir pequeñas divergencias en los tipos interbancarios (y en otros) aplicados a diferentes prestatarios como consecuencia de las diferentes primas de riesgo que les asigne el mercado.

(11) Véase Muñoz de la Peña (1997).

(12) Véase Servicios de Estudios del Banco de España (1997, capítulo 15).

(13) Véase Fuentes (1996).

(14) Véase Cebrián Carrasco (1997)

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Borio, Claudio E. V. (1997), «Monetary Policy Operating Procedures in Industrial Countries», *BIS Working Paper,* núm. 40, Bank for International Settlements, Basilea, marzo.

Cebrián Carrasco, J. (1997), «Concentración del sistema bancario español en el período 1980-1995», *Boletín Económico,* Banco de España, enero, págs. 79-102.

Fuentes, I. (1996), «Evolución reciente de los tipos de interés, rendimientos y costes medios de las operaciones de préstamo y depósito en pesetas de las entidades bancarias», *Cuadernos de Información Económica,* núm. 115, Fundación FIES, CECA, octubre, págs. 66-71.

Instituto Monetario Europeo (1996), *El Progreso hacia la Convergencia: 1996,* noviembre.

Instituto Monetario Europeo (1997), *The Single Monetary Policy. Specification of the operational framework,* enero.

Kahn, G. A. (1996), «Achieving Price Stability: A Summary of the Bank's 1996 Symposium», *Economic Review,* Federal Reserve Bank of Kansas City, vol. 81, núm. 4, Fourth Quarter, páginas 53-62.

Muñoz de la Peña, E. (1997), «La naturaleza de los mecanismos de transmisión monetaria en España y en los principales países europeos», *Boletín Económico,* Banco de España, enero, páginas 55-70.

Servicio de Estudios del Banco de España (1997), *La política monetaria y la inflación en España,* Alianza Editorial, Madrid.