

FUNCIONES Y ORGANIZACION DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

En este artículo, **Santiago Fernández de Lis** parte de la hipótesis de que el Tratado de Maastricht será finalmente ratificado y que la unión monetaria europea se realizará de acuerdo con el plan aprobado por los doce países miembros de la CE en la cumbre celebrada en diciembre de 1991. El autor desarrolla sus comentarios de la siguiente forma: tras una breve introducción (apartado I), en el apartado II describe algunas características generales del proceso de unión monetaria tal como fue acordado en Maastricht; en el III, presenta las funciones y estructura del Banco Central Europeo; en el IV, aborda los problemas relacionados con la independencia del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC); en el V, analiza someramente las funciones de política monetaria del SEBC; en el VI, trata del papel que éste puede desempeñar en relación con las tareas de supervisión bancaria, y en el apartado VII, en fin, presenta una breve recapitulación de los trabajos preparatorios de la UEM emprendidos por el Comité de Gobernadores de los Bancos Centrales de la Comunidad Europea.

I. INTRODUCCION

EN menos de un año, se ha producido un cambio radical en las perspectivas de la integración monetaria europea: del optimismo generalizado que siguió a la firma del acuerdo de Maastricht, en diciembre de 1991, se pasó, primero, a la preocupación por la crisis institucional abierta tras el resultado negativo del referéndum danés, en junio de 1992; más tarde, a una cierta perplejidad por las dimensiones de la crisis experimentada por el Sistema Monetario Europeo (SME) a partir del mes de septiembre, y, más recientemente, en los inicios de 1993, a un creciente escepticismo sobre las posibilidades de que el proyecto de unión monetaria pueda llevarse a cabo.

El pesimismo actual sobre la unión económica y monetaria (UEM) está, posiblemente, tan injustificado como lo estuvo el optimismo precedente. En este sentido, la reciente crisis cambiaria e institucional ha tenido la virtud de impulsar una toma de conciencia sobre la magnitud y las grandes dificultades que comporta la tarea de establecer una moneda única en Europa, que quizás habían sido menospreciadas en la anterior fase de euforia. Se trata, en efecto, de un proyecto sumamente ambicioso y sin precedentes históricos. Desde las primeras discusiones —las del Comité Delors, entre 1988 y 1989, por acudir sólo a los precedentes más inmediatos— resultó evidente que, en tanto que los objetivos finales de la unión monetaria estaban relativamente claros,

los mayores riesgos e incertidumbres se planteaban en el período de transición. En particular, el peligro de inestabilidad del Sistema Monetario Europeo, en condiciones de libre circulación de capitales y en ausencia de una política monetaria única, ha sido confirmado por los hechos de manera mucho más dramática y mucho antes de lo esperado (1). De la reciente crisis del SME se han extraído dos diagnósticos radicalmente opuestos respecto a sus implicaciones para la unión monetaria.

Por una parte, el de los que opinan que la crisis cambiaria ha puesto de manifiesto lo inadecuado de una unión monetaria entre países con estructuras económicas muy diferentes, que se enfrentan a problemas distintos y tienen, por ello, prioridades de política económica diversas —si no opuestas— que exigen una cierta flexibilidad de sus tipos de cambio. En su versión más moderada, dicha flexibilidad cambiaría exigiría reajustes de paridades relativamente frecuentes; en su versión más radical, sería preferible el desmantelamiento del SME, y el paso de sus monedas a la libre flotación.

En el extremo contrario, habría que señalar el diagnóstico de los que creen que la crisis ha sido el resultado de la ausencia de un progreso suficientemente decidido hacia la UEM; que la intrínseca inestabilidad del SME con libre circulación de capitales sólo puede ser superada, en fin, mediante un rápido avance hacia la moneda única.

Ambos diagnósticos tienen, no obstante, un nexo común: la idea de que no es sostenible un Sistema Monetario Europeo estable, como el que funcionó entre 1987 y el verano de 1992. El SME ne-

cesita o bien más flexibilidad —que se obtendría, básicamente, mediante reajustes más frecuentes—, o bien más estabilidad, que se obtendría mediante un avance más decidido hacia la UEM y, posiblemente, con un reforzamiento de los mecanismos de defensa del Sistema frente a ataques especulativos.

II. CARACTERÍSTICAS GENERALES DEL PROCESO DE UNIÓN ECONOMICA Y MONETARIA (UEM)

Hay dos líneas de argumentación principales en favor de la moneda única europea: una, que se podría calificar de positiva, procede de lo que se ha llamado «teoría de la coronación», según la cual la moneda única constituye la culminación lógica (la corona) del mercado único; otra, de acuerdo con una visión más negativa, según la cual la intrínseca inestabilidad del SME, en condiciones de libertad de movimiento de capitales, obligaría a una «huida hacia adelante», mediante la fijación irrevocable de las paridades y el paso a la moneda única.

De acuerdo con la primera línea de argumentación, la moneda única europea permitiría un aprovechamiento pleno de los beneficios del mercado único. Las ganancias de eficiencia asociadas a la libre circulación de bienes, servicios y factores de producción se verían disminuidas en presencia de diversas monedas dentro de un mercado integrado. Estas actuarían como verdaderas barreras al libre comercio debido a los costes de transacción y, sobre todo, a la incertidumbre que introducen los tipos de cambio en las decisiones de inversión,

consumo, exportación, importación, etc. Por el contrario, con una moneda única europea, desaparecería la incertidumbre cambiaria, lo que redundaría en una mayor eficacia de la economía comunitaria y, por ende, en un mayor bienestar del área (véase European Commission, 1990).

La segunda línea de argumentación en favor de la unión monetaria, basada en la inherente inestabilidad del SME con libre circulación de capitales, se ha visto dramáticamente confirmada por los hechos en los últimos meses de 1992 y primeros de 1993. La libertad de movimientos de capitales, un régimen de tipo de cambio fijo y políticas monetarias soberanas constituyen un triángulo inconsistente, uno de cuyos vértices es siempre incompatible con los otros dos. El mantenimiento del SME con libre circulación de capitales exige, pues, una política monetaria única que, a su vez, puede alcanzarse de dos posibles maneras: bien mediante una solución asimétrica, de modo que un país decida sobre el nivel de sus tipos de interés y el resto fije su tipo de cambio frente a la moneda del país que actúa como «ancla», bien mediante una solución simétrica, de modo que los tipos de interés del área se decidan de acuerdo con las condiciones macroeconómicas generales. La primera solución se correspondería, de manera muy esquemática, con el funcionamiento tradicional del SME; la segunda solución sería la que resultaría de la implantación de una unión monetaria.

La solución asimétrica es, no obstante, sumamente inestable, porque una regla de fijación de los tipos de interés que sólo considere las condiciones macroeconómicas de una parte del área es, por definición, inconsisten-

te, máxime si el país que actúa como «ancla» representa una parte pequeña del área (el PIB de Alemania supone tan sólo un 27 por 100 del PIB total de la CE) y está sometido a perturbaciones específicas. En estas condiciones, la renuncia a la soberanía monetaria por parte de los países que siguen al que actúa como líder nunca puede ser total. Siempre cabe la posibilidad de que algún país considere que el tono monetario que emana del ancla es inadecuado para sus condiciones internas, y decida abandonar el mecanismo de cambios o proceder a un reajuste de su tipo de cambio, opciones que le permitirían imponer una política monetaria diferente. La inestabilidad del SME en el período de transición hacia la unión monetaria es difícilmente evitable, pero puede reducirse sensiblemente si se establece claramente la perspectiva de una moneda única en un horizonte más o menos definido y en unas condiciones más o menos predeterminadas. En esas circunstancias, los países distintos del «ancla» pueden asumir los costes derivados de una política monetaria asimétrica, porque ésta tiene un carácter transitorio; y es posible incluso introducir gradualmente elementos más simétricos o cooperativos en la decisión sobre los tipos de interés del área, en la fase de transición, aunque ello resulta, en la práctica, extremadamente complejo si no se quiere, al mismo tiempo, enturbiar la credibilidad antiinflacionista de la regla monetaria del Sistema.

La superación de los riesgos de inestabilidad del SME y los mecanismos para la transición hacia la moneda única parecen, así, indisolublemente unidos. La inestabilidad del período de transición se vería, de este modo, con-

trarrestada por la perspectiva de implantación de una moneda única en un plazo fijo. De acuerdo con la reforma del Tratado de Roma decidida en Maastricht, la segunda etapa de la UEM comenzará el 1 de enero de 1994. Durante dicho período se creará el Instituto Monetario Europeo —embrión del Banco Central Europeo—, que tendrá como principal cometido la preparación del paso a la tercera fase. El procedimiento para la transición hacia la fase final de la UEM será el siguiente:

- El Consejo Europeo, a más tardar el 31 de diciembre de 1996, reunido en su formación de Jefes de Estado o de gobierno, decidirá, por mayoría cualificada, previa consulta al Parlamento Europeo, y sobre la base de las recomendaciones del Consejo ECOFIN (adoptadas también por mayoría cualificada y basadas, a su vez, en sendos informes de la Comisión Europea y del Instituto Monetario Europeo), si una mayoría de estados miembros cumple las condiciones necesarias para la adopción de una moneda única,

ca, y si resulta apropiado que la Comunidad inicie la tercera fase. En tal caso, establecerá la fecha del inicio de la tercera fase, en la que se procederá a la fijación irrevocable de las paridades y a la sustitución de las monedas nacionales por el ecu.

- Si al final de 1997 no se ha establecido fecha para el comienzo de la tercera fase, ésta comenzará el 1 de enero de 1999. En este caso, el Consejo, por igual procedimiento que el mencionado en el párrafo anterior —pero sin necesidad de que una mayoría de estados miembros cumpla las condiciones para la adopción de la moneda única—, decidirá qué estados miembros cumplen dichas condiciones.

Lo más característico del procedimiento para la transición hacia la UEM reside en que, una vez aprobado el Tratado, la UEM tendría carácter casi irrevocable, ya que la segunda opción (la que se activaría en 1999) no exige mayoría alguna de países miembros que verifiquen los requisitos establecidos. Bastaría, en teoría, con que dos países los cumplieran para que pudieran establecer una unión monetaria entre sí.

El mecanismo de tránsito a la tercera etapa está indisolublemente unido al cumplimiento de los criterios de convergencia, que servirán para determinar qué países están en condiciones de formar parte de la UEM desde el principio. El cuadro n.º 1 recoge los cinco requisitos aprobados en Maastricht, que hacen referencia a la tasa de inflación, al tipo de interés a largo plazo, al déficit público, a la deuda pública y a la estabilidad cambiaria. Su existencia y su definición ha sido uno de los aspectos más debatidos de la transición hacia la UEM, tanto durante el proceso de negociación como con posterioridad a la Cumbre de Maastricht (véase, por ejemplo, Begg *et al.*, 1991).

Al optar por el establecimiento de criterios de convergencia relativamente estrictos, los negociadores de Maastricht buscaron un doble objetivo: garantizar a los países más estables —desde el punto de vista monetario, financiero y, en fin, de precios— que

CUADRO N.º 1

REQUISITOS PARA ENTRAR EN LA TERCERA FASE SIN DEROGACION

1. Compatibilidad de la legislación nacional con el Tratado y con el estatuto del SEBC.
2. Logro de un elevado grado de convergencia.

Variable	Diferencial (nivel) máximo	Periodo observado
Inflación (a)	1,5 puntos tasa 3 países más estables	1 año
Tipo de interés (b)	2,0 puntos tasa 3 países más estables	1 año
Déficit público (c)	3 por 100 PIB	Momento del examen
Deuda pública (d)	60 por 100 PIB	Momento del examen
Tipo de cambio	— Participación banda estrecha SME sin tensiones — No devaluar a petición propia	2 años

Notas:

- (a) IPC nacionales sobre una base comparable.
- (b) Tipos de interés a largo plazo de bonos públicos o comparables.
- (c) Préstamo neto al sector público.
- (d) Deuda pública bruta consolidada al final del año.

la unión monetaria no entrañaría un relajamiento de la disciplina financiera ni un contagio de los problemas de países con una tradición de mayor laxitud, y ofrecer a los países con problemas para la convergencia nominal un incentivo para ajustar sus economías con anterioridad al inicio de la tercera etapa, lo que les permitiría obtener las ventajas potenciales derivadas de su participación en la unión monetaria en términos, especialmente, de mayor estabilidad de precios. La etapa de transición cobraba, de este modo, pleno sentido, tanto desde el punto de vista de los países estables como desde el de los que aún debían realizar un esfuerzo por alcanzar unos resultados antiinflacionistas similares a los del núcleo del área.

Sin embargo, la necesidad de un período de transición de cierta duración, desde el punto de vista de la convergencia nominal previa a la UEM, tropezó pronto con la evidencia de los riesgos que llevaba aparejados. En el Informe Delors se preveía, durante la segunda fase de la UEM, «una transferencia gradual del poder de decisión de las autoridades nacionales a una institución comunitaria», aunque se reconocían las dificultades inherentes a este proceso y se establecía, en todo caso, que «la responsabilidad de las decisiones [de política monetaria] permanecería, en esta fase, en las autoridades nacionales». A lo largo del proceso de negociación del Tratado de Maastricht, se fue abriendo paso la tesis de la indivisibilidad de las responsabilidades de política monetaria, propugnada de manera destacada por los representantes alemanes. Se impuso así la idea de una segunda etapa concebida más como una continuación de la primera que como un período

de transferencia gradual del poder de decisión a una institución central. El gradualismo del Plan Delors dio paso a un cierto radicalismo en la concepción de la unión monetaria: el día primero de la tercera etapa se produciría, de este modo, un salto cualitativo mediante una transferencia súbita del poder de decisión al ámbito supranacional.

Este cambio en el diseño de la segunda etapa de la unión monetaria afectó, principalmente, al papel de la institución monetaria europea en la transición. Primeramente, se alteraron los planes iniciales de crear el Banco Central Europeo (BCE) al inicio de la segunda etapa, y se decidió establecer, en dicho período, una institución que actuara como puente entre el actual Comité de Gobernadores y el futuro Banco Central Europeo: el Instituto Monetario Europeo (IME). Según el Informe Delors, en la etapa segunda «el entramado institucional asumirá gradualmente funciones operativas... y promoverá un proceso de toma de decisiones en común»; según el Tratado de Maastricht, el IME «fortalecerá la coordinación de las políticas monetarias... y normalmente será consultado por las autoridades monetarias nacionales antes de que éstas tomen decisiones sobre la orientación de las políticas monetarias». Resulta evidente el menor énfasis en las funciones de la institución central en la redacción finalmente incorporada al Tratado, que es reflejo de la devaluación del papel del IME. Una explicación detallada de cómo se produjo dicho cambio durante el proceso de negociación puede encontrarse en Padoa-Schioppa y Papadía (1993). No obstante, de acuerdo con el Tratado de Maastricht, el IME puede aún desempeñar un im-

portante papel en relación con cuatro cometidos fundamentales (véase Fernández de Lis, 1993):

1) Preparar los aspectos técnicos necesarios para la puesta en práctica de una política monetaria única al principio de la tercera etapa, que es obvio que no pueden solventarse de un día para otro.

2) Supervisar el cumplimiento de los programas de convergencia y, en caso necesario, expresar las opiniones del IME a este respecto, de acuerdo con las funciones que le atribuye el artículo 109J del Tratado de Maastricht.

3) Supervisar el mercado del ecu privado y garantizar su evolución ordenada. El Tratado de Maastricht establece la continuidad entre el actual ecu-cesta y el futuro ecu como moneda única, aunque quedan por precisar aspectos importantes respecto a cómo se producirá la transición de uno a otro. Los bancos centrales comunitarios tienen, por tanto, una especial responsabilidad en lo referente a un adecuado funcionamiento de los mercados del ecu en la transición, y el IME es la institución idónea para asumir dichas funciones.

4) Coordinar las políticas monetarias nacionales. Aunque, en última instancia, éstas continuarán siendo soberanas —y, por tanto, la determinación del tono monetario agregado continuará teniendo un importante componente de asimetría—, algún reforzamiento de los mecanismos de toma de decisión en común (colegiada) sería deseable, siempre que ello no entrañe menoscabo de la claridad de las reglas de política monetaria del área en su conjunto. La coordinación *ex ante* de las decisiones de política monetaria será tanto más fácil

cuanto más rápido se avance en el proceso de otorgar una mínima independencia a los bancos centrales comunitarios.

III. FUNCIONES Y ESTRUCTURA DEL SISTEMA EUROPEO DE BANCOS CENTRALES Y DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

El Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) estará constituido por una institución central, el Banco Central Europeo (BCE), y por los bancos centrales nacionales actualmente existentes. De acuerdo con el protocolo del Tratado de Maastricht en el que se recoge el Estatuto de ambos, «el SEBC estará regido por los órganos rectores del BCE».

Las funciones del SEBC pueden agruparse en varios niveles, de acuerdo con la importancia que les atribuye el Estatuto:

En lugar destacado, y como «objetivo primordial» del SEBC, figura la estabilidad de precios. Ello supone consagrar las funciones de política monetaria en el escalón superior de las tareas del SEBC, a cuyo cumplimiento se subordinan el resto de sus objetivos.

«Promover el buen funcionamiento del sistema de pagos» constituye otra de las tareas encomendadas al SEBC. El Estatuto es ambiguo respecto a en qué medida dicha función lleva aparejadas misiones tradicionalmente asignadas a los bancos centrales, como la de «prestamista de última instancia» al sistema bancario, cuestión que se discutirá más ampliamente en el apartado VI de este artículo.

Las competencias de política cambiaria quedan subordinadas a la autoridad política, que es la

responsable de establecer sus grandes orientaciones, aunque el SEBC deberá ser consultado al respecto. El SEBC tiene, como funciones específicas en este terreno, «realizar operaciones de cambio de divisas» y «poseer y gestionar las reservas oficiales de divisas de los estados miembros». Los posibles conflictos entre las competencias de política cambiaria y la independencia del SEBC en política monetaria se comentan en el apartado IV.

El Estatuto del SEBC establece que éste «contribuirá a una buena gestión de las políticas que lleven a cabo las autoridades competentes con respecto a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y la estabilidad del sistema financiero». Esta formulación, ciertamente laxa, del papel del SEBC en relación con la política prudencial ha sido muy criticada. Debe entenderse, no obstante, que la diversidad de situaciones de los bancos centrales nacionales en relación con la política de supervisión bancaria dificultaba enormemente la asignación de dichas tareas al SEBC o al BCE, por más que existieran poderosos argumentos en favor de una política de supervisión supranacional. Estos problemas se abordarán de manera más detallada en el apartado VI.

Por último, el Estatuto del SEBC y el BCE asigna a ambos otros cometidos entre los que cabe señalar determinadas funciones consultivas en materias de su competencia, la recopilación de la información estadística necesaria para el desempeño de sus funciones y la participación en los diversos foros de cooperación internacional.

Tal como se ha señalado, los órganos de gobierno del SEBC serán los del BCE:

El *Consejo de Gobierno* estará integrado por los miembros del Comité Ejecutivo y los gobernadores de los bancos centrales nacionales.

El *Comité Ejecutivo* estará compuesto por el Presidente, el Vicepresidente y otros cuatro miembros. Su mandato será de ocho años no renovables. La legislación de los bancos centrales nacionales se adaptará de manera que el mandato de sus respectivos gobernadores sea de, al menos, cinco años.

En caso de que algunos países de la CE no participen en la unión monetaria desde el principio, sólo participarán en el Consejo de Gobierno del BCE los gobernadores de los bancos centrales integrantes de la unión monetaria. En tal caso, se constituirá un tercer órgano de gobierno —el *Consejo General*— en el que sí participarán los gobernadores de los países que todavía no formen parte de la UEM, así como el Presidente y el Vicepresidente del BCE.

El Consejo de Gobierno se encargará del diseño de la política monetaria única, y el Comité Ejecutivo de su instrumentación, mientras que las competencias del Consejo General se limitarán a las funciones transitorias, consultivas y estadísticas del SEBC.

Un aspecto importante del Estatuto del SEBC es el establecimiento de la regla de «un hombre, un voto» en sus órganos de gobierno, que tomarán sus decisiones por mayoría simple. Tal regla, frente a la posibilidad de un sistema de voto ponderado con arreglo a cuotas nacionales, pone de manifiesto la voluntad de establecer un genuino banco central, en el que los gobernadores de los bancos centrales nacionales —dotados éstos de la

suficiente independencia— deciden y votan a título personal, y no en función de intereses nacionales, ni mucho menos de instrucciones recibidas de sus gobiernos. No obstante, se prevé un sistema de voto ponderado y toma de decisiones por mayoría cualificada de dos tercios en las cuestiones patrimoniales relacionadas con el capital, reparto de beneficios, reservas, etc. Las ponderaciones responderán, en tales casos, a la participación de los bancos centrales nacionales en el capital del BCE, que resulta, a su vez, de la media simple de dos criterios de peso relativo de los países en la CE: población y PIB.

IV. LA INDEPENDENCIA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

La idea de un Banco Central Europeo independiente de los poderes políticos se abrió paso muy pronto en los debates del Comité Delors. A ello no fue ajeno, sin duda, el hecho de que la mayoría de sus miembros fueran gobernadores de bancos centrales. El debate se centró en torno a dos posiciones o doctrinas: el modelo alemán frente a las tradicionales reticencias británicas.

El argumento tradicional en favor de la independencia del banco central podría resumirse en que, cuando existe una relación de intercambio, a corto plazo, entre actividad real e inflación (pero no a largo plazo), los políticos pueden caer en la tentación de estimular de manera transitoria a la economía según convenga a sus intereses electorales. Esta política, aunque pueda permitir un aumento transitorio de la demanda y del producto, no produce, a largo plazo, otra cosa que tensiones inflacionistas recurrentes,

que disminuyen el bienestar del país. Cabría señalar otros tres incentivos para políticas monetarias laxas: el hecho de que el Estado sea, normalmente, uno de los principales deudores en una economía (puesto que la inflación beneficia a los deudores, en detrimento de los acreedores); los efectos de deslizamiento de rentas sobre escalas «progresivas» de imposición sobre la renta, y, más directamente, la recaudación por señoría.

De acuerdo con los argumentos expuestos en el párrafo anterior, algunos países han establecido bancos centrales dotados de amplia autonomía en la gestión de la política monetaria —entre los que cabe destacar los casos de Estados Unidos, Alemania y Suiza—, con objeto de garantizar que la política monetaria se orientará a mantener la disciplina financiera de la economía a largo plazo. Según la evidencia empírica, parece que los países con bancos centrales más independientes han tendido también a alcanzar mejores resultados anti-inflacionistas (véanse Alesina, 1989, y European Commission, 1990).

Mientras que los argumentos en favor de la independencia del banco central giran en torno a su eficacia en el logro y mantenimiento de la estabilidad de precios, las objeciones proceden del terreno de la teoría constitucional: «no hay nada en la política monetaria que la distinga suficientemente de otras ramas de la política económica como para justificar dejarla fuera del control de gobiernos democráticamente elegidos» (Wilson Report, 1980). Como puede observarse, el debate entre ambas posiciones es especialmente complicado, por situarse éstas en planos totalmente diferentes: el de la eficacia de la

política económica frente al de la teoría de la división de poderes o la tradición constitucional.

En todo caso, es obvio que el Estatuto del Banco Central Europeo acordado en Maastricht responde, con pocos matices, al modelo germánico. El triunfo de las tesis alemanas se explica no sólo por el mayor apoyo que recibieron del resto de los países (frente al relativo aislamiento de la posición británica), sino también porque las características institucionales de la Comunidad Europea hacían, ciertamente, difícil otra solución que no fuera la de un banco central independiente. La fragmentación del poder político dentro de una Comunidad que, como máximo, aspira a convertirse en embrión de Estado federal hace que, en la práctica, cualquier Banco Central Europeo tuviera necesariamente que gozar de una elevada independencia.

El Estatuto del SEBC y del BCE consagra jurídicamente esa independencia, poco menos que inevitable en la práctica. Los aspectos concretos del estatuto donde se estableció la independencia del Banco Central Europeo son los siguientes:

1) El artículo 7 del Estatuto: «cuando ejerzan las facultades que les confieren el Tratado y los presentes Estatutos y desempeñen las funciones y deberes correspondientes, ni el BCE, ni los bancos centrales nacionales, ni ningún miembro de sus órganos rectores recabarán ni aceptarán instrucciones procedentes de las instituciones ni organismos comunitarios, de ningún gobierno de un estado miembro ni de ningún otro organismo». La independencia del SEBC exige la de todos sus componentes: el BCE y los bancos centrales nacionales. Los estatutos de éstos deberán

ser reformados en el sentido de dotarles de una autonomía suficiente, a más tardar en la fecha de constitución del SEBC (2).

2) El artículo 2 de los Estatutos del SEBC y del BCE establece la estabilidad de precios como su objetivo prioritario. Esta formulación, inspirada en el Estatuto del Bundesbank, opta por un modelo de banco central cuyas decisiones deben estar guiadas por una función y unas responsabilidades muy específicas. La fórmula de acompañamiento según la cual «sin perjuicio de dicho objetivo (la estabilidad de precios), el SEBC apoyará las políticas económicas generales de la Comunidad» no hace sino dejar más patente la preeminencia del objetivo básico; esta asignación de funciones lleva aparejada tácitamente la independencia del SEBC y del BCE, puesto que se entiende que su apoyo a las políticas económicas generales está condicionado al logro de sus objetivos específicos.

3) Tradicionalmente, los mandatos de los miembros de los órganos de gobierno de los bancos centrales reflejan también su mayor o menor independencia: mandatos largos y con vencimiento escalonado impiden que una determinada Administración pueda designar a una mayoría de miembros del Consejo; la no renovación de dichos cargos evita, adicionalmente, incentivos para que determinadas decisiones se tomen pensando en la recompensa de una reelección. El Estatuto del BCE establece mandatos de ocho años no renovables para los miembros del Comité Ejecutivo. Además, fija en cinco años el mandato mínimo de los gobernadores de los bancos centrales nacionales.

Además de los artículos con-

cretos del Estatuto que se refieren a la autonomía del SEBC, ésta queda garantizada por su propia estructura federal. La participación de los gobernadores de los bancos centrales nacionales en el Consejo de Gobierno, en el que cada miembro tiene un voto, garantiza que ningún país tendrá por sí solo capacidad de presión sobre las decisiones del SEBC, aunque se suponga que los gobernadores de los bancos centrales nacionales defenderán posiciones nacionales en dicho órgano de gobierno, y dificulta incluso la formación de coaliciones guiadas por intereses nacionales (3). Existe, de hecho, una elevada correlación entre independencia de los bancos centrales y estructura federal: los tres países cuyos bancos centrales son más independientes son estados federales (Estados Unidos, Alemania y Suiza), lo que quizá se explique por la desconfianza de los poderes regionales hacia la Administración central, que ha conducido a una Constitución en la que los asuntos monetarios se trasladan a una institución independiente, con un cometido claro, y que responde de su cumplimiento ante el poder legislativo (Estados Unidos) o ante la opinión pública (Alemania y Suiza).

La independencia del BCE tropieza, no obstante, con un problema posiblemente irresoluble: su posible contradicción con la asignación de la responsabilidad última sobre la política cambiaria a la autoridad política comunitaria. El enunciado del problema es sencillo: la soberanía última sobre el régimen cambiario —tipo de cambio fijo, flexible, participación en acuerdos internacionales de uno u otro tipo, etcétera— corresponde necesariamente al gobierno; en estas circunstancias, la capacidad del

banco central para alcanzar y mantener la estabilidad de precios puede verse constreñida por un acuerdo o un régimen cambiario que tenga efectos inflacionistas sobre el país en cuestión. En Giavazzi y Giovannini (1989), se describen los problemas de esta naturaleza experimentados por Alemania bajo el régimen de tipos de cambio fijos de Bretton Woods.

La independencia del banco central resulta, en efecto, muy relevante y efectiva en un régimen de tipo de cambio flexible, en el que la relación de causalidad va del tipo de interés al tipo de cambio; es, sin embargo, mucho menos importante y eficaz en un régimen de tipo de cambio fijo, en el que la relación de causalidad va del tipo de cambio al tipo de interés. La situación actual de Estados Unidos es más próxima al primer modelo (y también la de Alemania, puesto que, aunque pertenece al SME, el hecho de que actúe como ancla de éste hace que su régimen cambiario sea más asimilable a la flotación); la situación del resto de los países del Sistema respondería más bien al segundo modelo, en el que la independencia del banco central resulta relativamente secundaria, en tanto en cuanto continúen estando subordinados a la regla de política monetaria que emana del país que actúa como líder del área. Cuestión diferente es en qué medida el papel de ancla de Alemania podría verse cuestionado, a la larga, como consecuencia del proceso de independencia del resto de los bancos centrales comunitarios.

El conflicto potencial de competencias en política cambiaria entre el gobierno y el banco central es, por definición, irresoluble. Ningún estatuto de autonomía de un banco central puede ir tan le-

jos como para establecer que el gobierno renuncie a las decisiones sobre el régimen cambiario del país y sobre los eventuales acuerdos internacionales que lo regulen. La reciente experiencia histórica de la unión monetaria alemana muestra cómo incluso el banco central más independiente del mundo (el Bundesbank) debe acatar decisiones políticas sobre el tipo de cambio —en este caso, sobre el tipo de conversión entre el marco oriental y el marco occidental— de enorme impacto sobre las condiciones monetarias del país, como se ha demostrado posteriormente. En definitiva, la independencia del banco central y su mandato estatutario de mantener la estabilidad de precios deben entenderse siempre limitados por el régimen cambiario existente, cuya definición es potestad del poder político; el Estatuto del Banco Central Europeo no es una excepción.

V. LAS FUNCIONES DE POLITICA MONETARIA (4)

Resulta algo prematuro aventurar cómo conducirá el Banco Central Europeo la política monetaria única en la tercera etapa de la UEM. Es posible, sin embargo, entrever algunas de sus grandes líneas.

En *primer lugar*, el esquema de control monetario será, en la medida de lo posible, similar al que practican los principales países comunitarios en la actualidad, de los que heredará la experiencia y reputación adquirida por sus respectivos bancos centrales. Estos, no obstante, mantienen esquemas de control monetario muy diversos, aunque se pueden señalar algunas coincidencias generales. Monticelli y

Viñals (1993) señalan que el Banco Central Europeo debería intentar adquirir rápidamente una credibilidad antiinflacionista similar a la del banco central con mejor reputación del área, y que para ello es razonable pensar que intentará, en la medida de lo posible, preservar sus esquemas operativos.

En *segundo lugar*, el esquema de control monetario deberá estar adaptado a las características del sistema financiero europeo al inicio de la tercera etapa y a la propia estructura del SEBC. Cabe prever un grado de descentralización de la instrumentación de la política monetaria relativamente elevado, especialmente en los primeros pasos de la unión monetaria, por tres motivos:

1) Porque la centralización de las operaciones desde el inicio obligaría a una elección apriorística de un centro financiero en el que actuar, en detrimento de otros candidatos posibles; tal decisión resultaría, además de arbitraria, muy compleja desde un punto de vista político.

2) Porque, a pesar de que el grado de armonización de los instrumentos con el que se llegue a la tercera fase será alto, probablemente persistirán diferencias institucionales, de agentes, de activos y de prácticas financieras entre los distintos países que aconsejen aprovechar la experiencia adquirida por los bancos centrales nacionales en sus ámbitos respectivos. Una cierta descentralización de las tareas de instrumentación permitiría conseguir que ésta sea más ágil, más ajustada a las circunstancias de cada mercado y capaz, por tanto, de reducir algunos elementos de riesgo, presentes siempre en el suministro de liquidez de base.

3) Porque la aplicación del principio de subsidiariedad, junto con la previsible voluntad, por parte de los bancos centrales nacionales, de retener algunas funciones, apunta, igualmente, hacia una cierta descentralización de la instrumentación.

En *tercer lugar*, es muy probable que el esquema de control monetario que se adopte inmediatamente después de la fijación irrevocable de las paridades evolucione hacia una gradual centralización. Cualquier esquema de control monetario descentralizado contiene, probablemente, elementos que tienden a favorecer de manera natural tal proceso, los cuales proceden de la búsqueda de esquemas más eficientes. En particular, en el caso de la UEM, dicha evolución se verá, probablemente, favorecida por el paso de una primera etapa (que algunos han llamado 3a) de tipos de cambio irrevocablemente fijos, pero en la que subsistirán las diferentes monedas nacionales, a una segunda etapa, dentro de la fase 3 (que sería la fase 3b), en la que éstas serán sustituidas por una moneda única.

El esquema de control monetario que se aplique en la unión monetaria europea tendrá como objetivo último la estabilidad de precios en el área. Es posible que dicho objetivo se alcance mediante la fijación de algún objetivo intermedio; en cuyo caso, lo más probable es que se defina algún agregado monetario amplio para el área. No obstante, es previsible que el esquema de control monetario que se defina sea muy flexible, especialmente al inicio de la tercera etapa, ya que se producirán, probablemente, intensos trasvases financieros que, en una situación de escasa experiencia en la definición, medición y control de agregados monetarios

Europeos, aconsejarán reaccionar con cautela a la información procedente de un solo indicador. El control directo de los objetivos últimos —sin necesidad de fijación de objetivos intermedios— es una alternativa que tiene cierto atractivo, y que ha sido adoptada recientemente por algunos países, aunque presenta las ventajas y los inconvenientes de la discrecionalidad. Si se opta por el establecimiento de un objetivo intermedio, su seguimiento no sería, en ningún caso, rígido, sino que el BCE reaccionaría a la información procedente de un amplio abanico de variables reales y financieras que señalan o anticipan eventuales tensiones inflacionistas.

La elección de la variable instrumental —mediante la cual el banco central influye sobre las condiciones de liquidez del sistema bancario— viene determinada, esencialmente, por las características institucionales del sistema financiero, el tipo de regulaciones que soporta y la estrategia global de política monetaria. La tradicional elección entre variables instrumentales de cantidades (base monetaria o reservas bancarias) o de precios (tipos de interés a corto plazo) se ha ido haciendo menos relevante en los últimos años, a medida que las políticas monetarias se han hecho más eclécticas y los bancos centrales han ido abandonando esquemas basados en un rígido control cuantitativo de la liquidez de base a corto plazo. En este sentido, la mayoría de los países ha tendido a fijar a corto plazo el nivel de los tipos de interés, y a reaccionar a medio plazo a la información procedente de diversos indicadores, entre los que los agregados monetarios (amplio o estrechos) desempeñan un papel de importan-

cia variable. Esta evolución ha sido tanto más acusada cuanto más intenso el proceso de desregulación y liberalización financiera, y cuanto mayor la importancia que han ido adquiriendo las instituciones financieras no bancarias.

Los argumentos en favor de los tipos de interés como variable instrumental de la política monetaria se ven notablemente reforzados en el caso de un esquema de control monetario descentralizado como el que, con gran probabilidad, se adoptará (por los motivos señalados anteriormente) al inicio de la tercera etapa de la UEM. En efecto, un esquema descentralizado basado en objetivos cuantitativos a corto plazo exigiría, en principio, una distribución a priori del volumen de liquidez requerido que, además de acarrear una notable complicación técnica, podría generar distorsiones en los tipos de interés de los diversos mercados interbancarios nacionales. En los primeros momentos de la tercera fase, aparecerán, probablemente, ciertas dificultades para disponer de una previsión suficientemente exacta de las necesidades de liquidez de los mercados bajo control de cada banco central (dada la dificultad para cuantificar el volumen de los pagos hacia y desde otros países). Parece más adecuado, en fin, fijar el nivel de los tipos de interés y que el reparto de la liquidez se realice de manera endógena.

El tipo de interés de intervención será uniforme para el conjunto del área, y estará decidido centralizadamente por el BCE. Cabe suponer que habrá un coeficiente de caja obligatorio que permita estabilizar la demanda de activos de caja por parte del sistema bancario, aunque en este punto la posición británica es ex-

tremadamente reticente a la implantación de una regulación que fue eliminada totalmente en el Reino Unido en 1981, y que las autoridades de dicho país consideran contraria a los principios de una economía de libre mercado.

En cuanto a los instrumentos concretos con los que podría ejecutarse la política monetaria única, el Estatuto del SEBC afirma que «el BCE y los bancos centrales nacionales podrán operar en los mercados financieros comprando y vendiendo directamente (al contado y a plazo), o con arreglo a pactos de recompra, prestando o tomando prestados valores y otros instrumentos negociables, ya sea en moneda comunitaria o en divisa extracomunitaria, así como en metales preciosos». Asimismo, podría «realizar operaciones de crédito... basando los préstamos en garantías adecuadas». En la práctica, la instrumentación se realizará mediante dos tipos de operaciones: las de mercado abierto —que adoptarán, generalmente, la forma de *repos* sobre títulos diversos— y las de financiación a través de ventanillas de descuento o facilidades del tipo del actual crédito «lombardo» en Alemania. La importancia relativa de unas y de otras es incierta; en favor de las operaciones de mercado abierto, puede argumentarse que son más transparentes, homogéneas y acordes con la eficiencia de los mercados monetarios; en favor del segundo tipo de instrumentos, podría quizás argüirse su carácter más fácilmente descentralizable, y más adaptable, por tanto, a las características de lo que se ha denominado «fase 3a».

Cabe pensar, ponderando ambos tipos de argumentos, que los primeros tenderán a prevalecer

sobre los segundos; por una parte, porque es posible diseñar esquemas de intervención descentralizada basados en operaciones de mercado abierto, aunque posiblemente exigen una complicación técnica mayor; por otra parte, porque los problemas de préstamo de última instancia —que se abordan en el apartado siguiente— exigirán mecanismos claros y transparentes, y no instrumentos ambiguos, en los que se mezclan el apoyo a entidades concretas, con dificultades transitorias de liquidez, con el suministro de fondos habitual al conjunto del sistema bancario.

VI. EL SEBC Y LAS FUNCIONES DE SUPERVISION DEL SISTEMA BANCARIO

Uno de los aspectos más criticados del Estatuto del SEBC es la omisión de las funciones de supervisión del sistema bancario —que constituyen, históricamente y en la actualidad, una de las misiones más características de muchos bancos centrales— entre sus cometidos básicos. El Estatuto simplemente señala que el SEBC «contribuirá a una buena gestión de las políticas que lleven a cabo las autoridades competentes con respecto a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y la estabilidad del sistema financiero».

Cabe señalar tres razones principales que explican la laxa implicación del SEBC en las tareas de supervisión: en primer lugar, la distinta posición, en este terreno, de los bancos centrales comunitarios, que va desde la tradición supervisora del Banco de Inglaterra, el Banco de Italia o el Banco de España a la nula implicación del Bundesbank en dichas

tareas, pasando por la ambigua posición del Banco de Francia; en segundo lugar, el posible conflicto de objetivos que podría plantearse entre el mantenimiento de un adecuado grado de seguridad y solvencia del sistema bancario y el objetivo prioritario de estabilidad de precios; por último, dado el elevado grado de independencia del SEBC, podrían plantearse problemas derivados de asignar una tarea tan delicada como la supervisión del sistema bancario a un banco central sobre el que existen dudas respecto a los mecanismos mediante los cuales se establecerá su control democrático.

A pesar de los argumentos señalados en el párrafo anterior, la ausencia de funciones de supervisión en el Estatuto del SEBC plantea buen número de problemas. Una de las funciones tradicionales de los bancos centrales es la de «prestamista de última instancia» o «banco de bancos». El Estatuto del SEBC no se refiere abiertamente a esta función, que, no obstante, podría considerarse englobada en la misión de «promover el buen funcionamiento del sistema de pagos», según una interpretación generosa del artículo 3.1.

En la práctica, es razonable suponer que el SEBC realizará funciones de préstamo en última instancia, tal como lo han hecho históricamente todos los bancos centrales. Cuestión diferente es si puede resultar incluso contraproducente mencionarlas expresamente en el Estatuto, ya que ello podría exacerbar los problemas de *moral hazard* que siempre se plantean en estas situaciones. De acuerdo con Eichengreen (1991), sin embargo, la ambigüedad en la atribución de dichas funciones en un sistema de banco central también federal,

como el norteamericano, fue una de las causas que contribuyeron a la grave crisis financiera de 1929.

La cuestión clave, en todo caso, y asumiendo que el SEBC realizará funciones de prestamista de última instancia, es si éstas deberían o no llevar aparejadas tareas de supervisión. A favor cabría argumentar que, para decidir cómo actuar ante un problema de crisis de liquidez de una entidad, los bancos centrales deben estar en condiciones de discernir entre las dificultades de liquidez y los problemas de solvencia de las entidades de crédito. Aunque otro organismo público podría encargarse de la supervisión del sistema bancario, hay ventajas en que lo haga el banco central: aprovechamiento de economías de escala, elusión de posibles conflictos institucionales y, en fin, capacidad para emitir un juicio rápido en situaciones que, normalmente, así lo requieren (véase Folkerts-Landau y Garber, 1992). Chiapori *et al.* (1991) señalan que es conveniente una cierta centralización de las tareas de supervisión bancaria en el ámbito supranacional —idea en la que coinciden con Pérez (1991)—, aunque no necesariamente debe ser el BCE la institución encargada de ello. En su opinión, debería corresponder al BCE la función de prestamista de última instancia y la autorización de los bancos, y a otra institución comunitaria la supervisión de la solvencia y el cierre de las entidades bancarias. Kenen (1992) destaca, por otra parte, los problemas que se pueden derivar de los distintos criterios de asignación de las entidades financieras a las autoridades reguladoras nacionales en presencia de intensos trasvases financieros de unos países a otros. Así, en el suministro de li-

quidez parece probable que se aplique un principio de «país receptor» (o sea, de reparto de la liquidez del área en función de la definición del sistema bancario residente); por el contrario, en materia de supervisión del sistema bancario, el criterio de «país de origen» tenderá, posiblemente, a prevalecer. El conflicto que puede resultar de la confluencia de ambos criterios será tanto mayor cuanto más descentralizada esté la instrumentación de la política monetaria y cuanto menor sea la coordinación internacional en materia de supervisión, y podría verse exacerbado por una segmentación entre las autoridades responsables del suministro de liquidez y de la estabilidad del sistema bancario. Tal conflicto podría dificultar enormemente la distinción entre los problemas de liquidez y de solvencia, que, como se ha señalado, resulta crucial cuando se desencadena una crisis bancaria.

En definitiva, aunque son comprensibles los motivos por los que, en el Estatuto del SEBC, se optó por no asignar a éste tareas de supervisión, dicha ausencia será, probablemente, fuente de serios problemas en el futuro. Es razonable esperar que las autoridades nacionales competentes —bancos centrales y, en su caso, agencias supervisoras— busquen y encuentren, en los próximos años, soluciones a estos problemas; soluciones que, posiblemente, exigirán un grado de implicación del SEBC en las tareas de supervisión mayor del que se desprende de una lectura literal de su Estatuto, de acuerdo con la tradición y con la práctica de la mayor parte de los bancos centrales comunitarios.

VII. EL TRABAJO PREPARATORIO PARA LA PUESTA EN PRACTICA DE LA UNION MONETARIA EUROPEA

Tras la firma del acuerdo de Maastricht, el Comité de Gobernadores de los Bancos Centrales de la CE ha acelerado el trabajo preparatorio de todos los aspectos relacionados con el tránsito a las etapas segunda y tercera de la UEM. El trabajo previo necesario para que, el día primero de la tercera fase, el SEBC esté en condiciones de desempeñar sus cometidos con plenas garantías es notable. Cabe distinguir, a este respecto, entre las tareas más inmediatas, orientadas al establecimiento del IME en la segunda etapa, y el trabajo a más largo plazo, relacionado con el BCE y la unión monetaria propiamente dicha.

Por lo que se refiere al trabajo preparatorio para el establecimiento del IME, el retraso en la ratificación del Tratado de Maastricht respecto al calendario previsto ha acarreado una considerable dificultad añadida. En efecto, al no haberse ratificado el Tratado antes del fin de 1992, tal como estaba previsto, se ha incumplido el acuerdo de establecer la sede del IME antes también de dicha fecha. En ausencia de una decisión sobre la sede del IME, el trabajo preparatorio para su puesta en marcha se ve necesariamente limitado, en especial en los asuntos logísticos y los relacionados con sus infraestructuras.

El trabajo preparatorio relacionado con el IME se centra, en la actualidad, en tres áreas:

En primer lugar, el reforzamiento de la coordinación de las políticas monetarias, mediante una

profundización de los ejercicios de coordinación *ex ante* y supervisión *ex post* que el Comité de Gobernadores desarrolla desde el inicio de la primera etapa, en julio de 1990.

En segundo lugar, la supervisión del desarrollo del ecu. Se han comenzado a plantear las primeras discusiones sobre cómo se traducirá el mandato del IME en este terreno, cuestión bastante controvertida por la tradicional aversión alemana hacia el mercado del ecu privado.

En tercer lugar, la preparación de los aspectos técnicos relacionados con las funciones operativas del IME, entre las que figuran las desempeñadas actualmente por el FECOM y el manejo de las reservas de divisas que los bancos centrales voluntariamente pudieran encomendarle, como agente y por cuenta de éstos.

Además, como una línea adicional de trabajo de cara a la segunda fase, el Comité de Gobernadores está estudiando la aplicación práctica del principio de «no financiación monetaria de los déficit públicos». De acuerdo con el Tratado de Maastricht, dicha prohibición deberá estar en vigor —y, por tanto, ser incorporada a las legislaciones nacionales y, en su caso, a la comunitaria— el 1 de enero de 1994, al inicio de la segunda fase.

Por lo que se refiere a los trabajos más orientados al largo plazo —es decir, a la tercera etapa—, cabe destacar seis líneas principales, que ya están en marcha:

1. La conducción de la política monetaria única y la armonización de los instrumentos de política monetaria. La definición del modelo de diseño e instrumentación de la política monetaria en

la tercera fase —sobre la que se han aventurado algunas ideas en el apartado V de este artículo— es una tarea relativamente urgente, ya que constituye un paso previo para decidir qué modificaciones de los diversos modelos nacionales serán necesarias, en los próximos años, para adecuarlos a la política monetaria única.

2. La puesta en circulación de un billete europeo. Los problemas conceptuales, legales y técnicos que es preciso despejar con cierta antelación han aconsejado la creación de un grupo *ad hoc* que los estudie.

3. Los sistemas de pagos. El trabajo desarrollado hasta ahora en este terreno (véase Committee of Governors, 1992) ha sido de naturaleza más bien descriptiva de la situación actual. En el futuro, se prevé profundizar en un enfoque más prospectivo, de modo que el grupo *ad hoc* creado se ocupe de los requerimientos de adaptación de los sistemas de pagos nacionales, por una parte, a la realidad derivada del mercado único y, por otra, a las exigencias de la unión monetaria.

4. La preparación de las estadísticas necesarias para que el SEBC desarrolle sus funciones, en particular en lo que se refiere a la política monetaria única. En relación con esta tarea, también se ha creado un grupo *ad hoc*, que ha comenzado a estudiar los requerimientos estadísticos del IME y del BCE.

5. La armonización de las normas y prácticas contables de los bancos centrales, necesaria para determinar las partidas que constituyen «renta monetaria» en cada banco central, sobre la cual se establecerá el reparto de beneficios del SEBC. A estos efectos, se ha creado también un grupo

ad hoc en el Comité de Gobernadores.

6. La creación de una infraestructura de información y de sistemas de comunicaciones adecuada, que conecte los bancos centrales nacionales con el IME, en la fase segunda, y con el BCE, en la fase tercera. Otro grupo *ad hoc* ha comenzado a estudiar también estas cuestiones.

NOTAS

- (1) Para un análisis de la crisis del SME, véase Banco de España (1993).
- (2) De acuerdo con este compromiso, el gobierno español ha enviado a las Cortes, con fecha 29 de diciembre de 1992, un proyecto de ley de autonomía del Banco de España, que deberá ser aprobado en el transcurso de 1993.
- (3) Según Goodhart (1991), la regla de «un hombre, un voto» conducirá a una centralización del poder de decisión en el Comité Ejecutivo.
- (4) Agradezco los comentarios de Carmen Melcón en relación con este apartado.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

- ALESINA, A. (1999), «Politics and business cycles in industrial democracies», *Economic Policy*, número 8.
- BANCO DE ESPAÑA (1993), «La crisis del Sistema Monetario Europeo», *Boletín Económico*, enero.
- BEGG, D., *et al.* (1991), «European monetary union: the macro issues», en *Monitoring european integration: the making of monetary union*, CEPR.
- CHIAPORI, P. A., *et al.* (1991), «The microeconomics of monetary union», en *Monitoring european integration: the making of monetary union*, CEPR.
- COMMITTEE OF GOVERNORS of the Central Banks of the Member States of the European Economic Community (1992), *Payment systems in EC member states*, septiembre.
- COMUNIDADES EUROPEAS (1988), Comité para el estudio de la Unión Económica y Monetaria, *Informe sobre la Unión Económica y Monetaria de la Comunidad* (Informe Delors),

Oficina de las Publicaciones oficiales de la CE, Luxemburgo.

- EICHENGREEN, B. (1991), «Designing a central bank for Europe: a cautionary tale from the early years of the Federal Reserve System», CEPR, *Discussion Paper Series*, n.º 585.
- EUROPEAN COMMISSION (1990), «One market, one money», *European Economy*, n.º 44.
- FERNÁNDEZ DE LIS, S. (1993), «Comments on the transition to EMU: two central issues in the policy history of the Maastricht Treaty», en CEPR, *The Monetary future of Europe*.
- FOLKERTS-LANDAU, D., y GARBER, P. M. (1992), «The European Central Bank: a bank or a monetary policy rule?», National Bureau of Economic Research, *Working Papers*, número 4016.
- GIAVAZZI, F., y GIOVANNINI, A. (1989), *Limiting exchange rate flexibility*, The MIT Press.
- GOODHART, C. (1991), «The draft Statute of the European System of Central Banks: a commentary», CEPR.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (1992), *World Economic Outlook*, octubre.
- KENEN, P. (1992), «The ECB in stage three of EMU», FMI, Seminar Paper, marzo.
- MONTICELLI, C., y VINALS, J. (1993), «European monetary policy in stage three: What are the issues?», en CEPR, *The monetary future of Europe*.
- PADOA-SCHIOPPA, T., y PAPADIA, F. (1993), «The transition to EMU: two central issues in the policy history of the Maastricht Treaty», en CEPR, *The Monetary future of Europe*.
- PÉREZ, J. (1991), «The ECB: A bank or a monetary policy rule. A comment», conferencia en *Monetary policy in stage two of EMU*, CEPR, septiembre.
- WILSON REPORT (1980), *Report of the Committee to Review the Functioning of Financial Institutions*, Her Majesty's Stationery Office.