

CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS

# BOLETÍN

VOLUMEN XLVI, NÚMERO 6  

---

NOVIEMBRE-DICIEMBRE DE 2000

# CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS

## ASAMBLEA

Bancos Centrales Asociados (*vox et votum*) y Miembros Colaboradores (*vox*)

## JUNTA DE GOBIERNO

*Presidente:* Banco Central de la República Argentina, 1998-2000.

*Miembros:* Banco de México, permanente; Banco Central del Ecuador, 1998-2002; Banco de la República de Haití, 1996-2000; Banco Central de la República Dominicana, 1998-2002.

## AUDITORÍA EXTERNA

Banco de México

## PERSONAL DIRECTIVO

*Director general*  
Sergio Ghigliazza García

*Subdirector general*  
Luis-Alberto Giorgio Burzilla

*Directora de Capacitación*  
Jimena Carretero Gordon

*Director de Relaciones internacionales*  
Juan-Manuel Rodríguez Sierra

---

*Boletín* es una publicación del Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, Durango nº 54, México, D. F., 06700. Aparece el día 25 de cada mes par. ISSN 0186 7229.

# CEMLA BOLETÍN

## ÍNDICE

255 **El uso de los instrumentos financieros derivados y otros pasivos contingentes en la banca central**

Mario I. Blejer  
Liliana Schumacher

264 **Mercados de bonos internacionales y la introducción del euro**

Clemens J. M. Kool

279 **Relaciones del BCE con las instituciones y organismos de la Comunidad Europea**

Banco Central Europeo

293 **Independencia y responsabilidad: evolución del oficio de banquero central**

Jean-Yves Greuet  
Patrick Haas

301 **Actividades del CEMLA durante octubre-noviembre de 2000**

303 **Índice 2000**

*Los trabajos firmados son responsabilidad exclusiva de los autores y no coinciden necesariamente con el criterio del CEMLA.*

---

VOLUMEN XLVI

NÚMERO 6

NOVIEMBRE-DICIEMBRE DE 2000

---

# El uso de los instrumentos financieros derivados y otros pasivos contingentes en la banca central\*

Mario I. Blejer  
Liliana Schumacher

## I. Introducción

Mientras que los bancos centrales se han encargado frecuentemente de compromisos contingentes como parte de su desempeño regular en la economía, ha sido solo recientemente, a través del involucramiento de la banca central en los mercados de instrumentos financieros derivados, que esas transacciones han llamado la atención de los formuladores de las políticas, los participantes del mercado, y las organismos internacionales. Este interés renovado y el hecho de que estas operaciones contingentes salieron a la luz con motivo de las repercusiones de la crisis financiera asiática aumentaron el interés en el análisis y la medición de esos compromisos.

La meta de este estudio es doble. En primer lugar, explorar la razón fundamental para que los bancos centrales se encarguen de este tipo de compromisos –en particular, el intervenir en mercados de instrumentos financieros derivados– y evaluar los argumentos que se formulan comúnmente a favor o en contra de este tipo de involucramiento. En segundo lugar, sugerir una metodología para analizar el espectro entero de pasivos contingentes de banco central. Específicamente, agregamos todas las transacciones incluidas o no en el balance general en una estructura única de manera de lograr sacar conclusiones que tengan sentido sobre las consecuencias de esas operaciones del banco

central sobre una cantidad de importantes problemas políticos, tales como el valor de las reservas disponibles de los bancos centrales, la carga potencial que surge de la inestabilidad en el sector bancario y la solvencia general del banco central.

El documento está organizado como sigue: la sección II brevemente clasifica los diferentes tipos de pasivos contingentes de los que los bancos centrales se encargan típicamente. La sección III discute la razón fundamental para las operaciones de bancos centrales, involucrando pasivos contingentes y discute algunas de las ventajas y desventajas de esas operaciones. La sección IV, aplica principios generales de finanzas al problema de la valoración y la agregación del riesgo que surge de los pasivos contingentes. La sección V concluye con algunas implicaciones de política.

## II. Pasivos contingentes de banco central: clasificación

Los pasivos contingentes son compromisos financieros derivados de eventos cuya realización es incierta. Esto pudiera incluir un cambio en la valoración y los precios de activos financieros, una quiebra bancaria, un desastre natural, etc. La definición general de pasivos contingentes de banco central coincide con el concepto estándar usado para clasificar los pasivos contingentes gubernamentales en el contexto de las cuentas fiscales. Sin embargo hay una cantidad de compromisos distintivos de banco central que requieren de un tratamiento conceptual específico. Además, la *valoración cuantitativa concreta* de ciertos tipos de obligaciones de banco central requiere de un enfoque analítico especial.

Un punto que es importante enfatizar desde el principio es la distinción analítica entre la falta de

\* Traduce y publica el CEMLA, con la debida autorización, el artículo de M. I. Blejer y L. Schumacher, del original aparecido con el título *Central banks use of derivatives and other contingent liabilities: analytical issues and policy implications*, en el Fondo Monetario Internacional, Departamento de Asia y Pacífico y Departamento de Asuntos Monetarios y Cambiarios, marzo de 2000 (Working Paper, WP/00/66). Los puntos de vista expresados en el presente documento de trabajo corresponden a los autores y no necesariamente representan los del FMI o las políticas del FMI. (El FMI no se responsabiliza por la traducción.)

contabilidad económica apropiada de algunos activos y pasivos –que resultarían en partidas no incluidas en el balance general (tales como subsidios de crédito implícitos)- y las consecuencias conceptuales y prácticas de activos y pasivos contingentes, esto equivale, a la administración o manejo de los rubros en el balance que tienen un valor incierto porque sus implicaciones financieras dependen de la realización de condiciones que dependen de eventos futuros inciertos (tales como el suministro de garantías de crédito).

Típicamente los pasivos contingentes de banco central pueden ser divididos en categorías implícitas y explícitas, dependiendo de si surgen o no de una fuente legal y/o contractual. Los pasivos contingentes de banco central explícitos surgen de declaraciones formales en las regulaciones o de contratos que suscribe el banco central con contrapartes específicas y que pueden ser divididos en tres tipos:

- Pasivos que surgen de compromisos formales de banco central para apoyar la buena salud del sector bancario. Esto incluye el suministro de liquidez a las instituciones individuales (el papel del banco central de prestamista de última instancia), tanto como el suministro de depósito específico y otras garantías:
- Pasivos creados por operaciones del banco central en mercados de divisas que no sean al contado y otros mercados financieros. Específicamente, cuando la intervención del banco central tiene lugar *en mercados de instrumentos financieros derivados*, esas operaciones dan surgimiento a potenciales ganancias y pérdidas que son contingentes, tanto respecto al estado del mundo como a otras acciones de banco central. Esos tipos de operaciones pudieran ser una fuente muy importante de pasivos contingentes ya que incluyen no solamente intervención directa en los mercados de canjes así como de anticipos futuros y opciones (*swaps*) moneda y tasa de interés y también las operaciones monetarias que involucran canjes de divisas y acuerdos de recompra “*repos*”. Debería mencionarse, sin embargo, que el enfoque del análisis del pasivo contingente está puesto en el uso de los instrumentos financieros derivados como *herramientas de política*, esto equivale a operaciones diseñadas para influir sobre variables tales como el tipo de cambio o la tasa de interés. En particular, los plazos, las opciones de moneda y los canjes de divisas pueden ser usados como instrumentos en el mercado cambiario para afectar el tipo de cambio, mientras que los acuerdos de recompra pueden ser usados en el mercado de dinero pa-

ra influir en la tasa de interés. Esto debería de ser subrayado a fin de distinguir estas operaciones del uso de instrumentos financieros derivados de los que se hace cargo como parte de la administración de rutina de un banco central de sus propias reservas de divisas.

- Otras garantías potenciales para las actividades del sector privado, tales como el reembolso garantizado del crédito dirigido a sectores seleccionados, garantías de exportación e inversión, etcétera.

Entre los pasivos contingentes de banco central implícitos, el más sobresaliente es el compromiso de los bancos centrales de asegurar la solvencia *sistémica* del sector bancario (y financiero) por encima y más allá del compromiso explícito de proveer liquidez a las instituciones individuales y de garantizar ciertos tipos de depósitos y/u otros activos bancarios del sector privado. Estos incluirían el suministro de cobertura financiera por encima y más allá del esquema de garantía legal y así como sacar de apuros y recapitalizar bancos e instituciones financieras no bancarias.

Se podría discutir que ciertos compromisos macro-económicos de banco central, tales como la preservación de un régimen cambiario estable o, más generalmente, el alcanzar y mantener la estabilidad de precios deberían también de ser considerados, en si mismos, pasivos contingentes implícitos y consecuentemente, deberían estar también sujetos a la cuantificación. Mientras que en principio esto parecería congruente con la estructura general aquí sugerida, señalamos que no deberían de ser parte de la misma estructura analítica., Esto es así por las consecuencias financieras del evento (esto es igual a desviaciones de blancos de política de banco central implícitas). Son difíciles, si es que es posible, de cuantificar, ya que pueden dar origen a numerosos tipos de respuesta. Nosotros postulamos, por consiguiente, que es solamente *cuando acciones específicas de política pueden ser tomadas para proteger el compromiso implícito* y están medidas dentro de normas legales (tales como una reserva de transacciones “*repo*” u operaciones de mercado cambiario a plazo), que deberían de ser consideradas como una parte de la estructura sugerida aquí.

### **III. La razón fundamental para operaciones de banco central involucrando pasivos contingentes**

La razón fundamental para el involucramiento de los bancos centrales en actividades que resulten en pasivos contingentes varía de acuerdo al tipo de

operación concernida. Mucho se ha escrito sobre las razones que motivan a los bancos centrales a asumir compromisos específicos para reforzar la buena salud de los mercados financieros, por ejemplo, sobre el papel del banco central como un prestamista de última instancia o la razón fundamental para la garantía de depósito. Los principales argumentos a favor de estos aparatos institucionales incluyen la naturaleza carente de liquidez de los bancos junto con el potencial de riesgo sistémico (Diamond y Dybvig, 1985) y la existencia de asimetrías de información y la protección del pequeño depositante (Tirole y Dewatripont, 1994). De manera similar, la expedición de garantías para actividades del sector privado ha sido también el tema de abundantes investigaciones. En general, el punto de vista es que esas garantías son, de hecho, de una clara naturaleza casi fiscal, y por consiguiente su razón fundamental es también de naturaleza fiscal. En particular, los bancos centrales pueden ser inducidos a encargarse de estos tipos de operaciones para ocultar resultados presupuestales no deseados del escrutinio público.

Lo que ha sido mucho menos bien investigado es la razón fundamental para la intervención del banco central en mercados de instrumentos financieros derivados. Por consiguiente, a continuación, se desarrollan los principales argumentos que pueden ser usados para justificar el establecimiento de estas operaciones.

En términos generales, es posible afirmar que los bancos centrales tienden a entrar en operaciones de instrumentos financieros derivados por las siguientes razones: *a)* proveer adicionalidad a mercados incompletos o faltos de liquidez; *b)* defender un régimen de tipo de cambio fijo o una banda de fluctuación cambiaria; *c)* aliviar el conflicto entre la defensa de un régimen de tipo de cambio y la estabilidad del sistema financiero; *d)* ser un estabilizador automático del mercado de divisas; y *e)* ser un instrumento alternativo para la administración monetaria bajo ciertas circunstancias específicas.

*a) Proveer adicionalidad a mercados incompletos o faltos de liquidez.* En varios países, el mercado de instrumentos financieros derivados no es bastante profundo y por consiguiente no provee la variedad de instrumentos necesarios para cobertura (*hedging*) y administración de riesgo. En estas circunstancias, la tasa de crecimiento del mercado subyacente tendería a ser más baja de lo deseado y la provisión de los bancos centrales de instrumentos innovadores adicionales y de liquidez pudiera ser vista como una manera de desarrollar tanto el mercado al contado y los mercados de instrumentos financieros derivados y de eliminar, o por lo

menos suavizar, la volatilidad en el mercado al contado.

*b) Defender un régimen de tipo de cambio fijo o una banda cambiaria.* El compromiso de los bancos centrales con respecto a operaciones de instrumentos financieros derivados, incluyendo operaciones a plazo y de canje, ha sido también repetidamente usado para reducir las fluctuaciones del tipo de cambio y, de manera más específica, para proteger un régimen de tipo de cambio fijo o una banda cambiaria. Los bancos centrales tienen dos importantes razones para preferir esta forma de intervención a la intervención en el mercado al contado. En primer lugar, los instrumentos financieros derivados permiten la defensa del tipo de cambio sin un uso inmediato de reservas de divisas y sin un impacto en el abastecimiento de dinero. Son, por consiguiente, similares a la intervención esterilizada, pero tienen, *ex ante*, un opuesto, esto equivale a un resultado fiscal, positivo.

En segundo lugar, la intervención en el mercado de instrumentos financieros derivados es una manera eficiente de aflojar un poco la presión que los intermediarios y los bancos pueden ejercer sobre el mercado de divisas al contado en tiempos de tensión especulativa particularmente pesada. Las razones a favor de este argumento son las siguientes: Durante tiempos normales, los bancos e intermediarios pueden fácilmente hallar contrapartes para cubrir sus operaciones cambiarias. Pero en tiempos de expectativas uniformes, cuando hay una creencia en el mercado ampliamente difundida de que el tipo de cambio probablemente cambiará en una dirección particular, pueden hallar difícil hacer una cobertura en los mercados de instrumentos financieros derivados. En la ausencia de agentes que necesitan mantener una posición larga natural en la moneda nacional, los bancos y los intermediarios pueden ser solamente capaces de realizar una cobertura de manera sintética.<sup>1</sup> Mientras que hacer una cobertura de manera sintética pudiera ser, desde el punto de vista del manejo de riesgo, satisfactorio para los intermediarios, pudie-

<sup>1</sup> En una cobertura sintética, los intermediarios aspiran a contrarrestar, con un signo opuesto, los movimientos de capital que emergen de las transacciones de instrumentos financieros derivados con las cuales se han comprometido. Hay dos flujos de efectivo que hay que cubrir: *i)* una posición larga en la moneda débil igual a la suma total de sus compromisos a plazo más sus compromisos de opciones por la probabilidad de que las opciones sean ejercitadas (coeficiente de cobertura); y *ii)* una posición corta en la moneda fuerte. Como puede verse fácilmente, estos dos flujos o movimientos de efectivo, con un signo opuesto, pueden ser fácilmente contrarrestados en el mercado al contado, por ejemplo, tomar un préstamo en la moneda débil y abrir un depósito en la moneda fuerte.

ra crear una situación problemática desde la perspectiva del banco central que provee las motivaciones para adentrarse en los mercados de instrumentos financieros derivados. Varias de las preocupaciones mayores que los bancos centrales tienen con la cobertura sintética son de un interés particular. La primera se relaciona con el impacto de la cobertura sintética en el mercado de divisas al contado. En segundo lugar, la cobertura sintética puede distorsionar la respuesta de los agentes a los aumentos en las tasas de interés domésticas.

i) El impacto de la cobertura sintética en el mercado al contado. Claramente, durante tiempos de turbulencia en el mercado de divisas es razonable esperar a que un banco central comprometido a defender una vinculación trataría de evitar presiones de venta adicionales sobre la moneda nacional. Sin embargo, un intermediario que hace cobertura de manera sintética tenderá a hacer precisamente esto, vender al descubierto la moneda nacional y usar los beneficios para comprar moneda extranjera. Esto verdaderamente pondría presión adicional en el mercado al contado que solamente puede ser aliviada al aumentar la liquidez de los mercados de instrumentos financieros derivados. La voluntad de un banco central de vender contratos a plazo o de escribir opciones tiene por consiguiente la intención de proveer a los intermediarios de coberturas apropiadas, quitando de esta manera la presión adicional que la cobertura sintética ejerce sobre el mercado al contado. En otras palabras, los bancos centrales pueden intervenir en los mercados de instrumentos financieros derivados para impedir que la especulación se derrame inmediatamente a los mercados al contado en forma de efectivo.<sup>2</sup>

ii) Cobertura sintética y tasas de interés. Los bancos centrales están también interesados en contener la cobertura sintética, ya que es bien reconocido que este tipo de operaciones tienden a trastornar la defensa típica de banco central de un sistema de tipo de cambio determinado en relación con otra moneda. Garber (1998) muestra que un aumento en la tasa de interés nacional –en el caso de la mayoría de las cotizaciones al contado y de ejercicio, conforme a diferentes supuestos sobre la volatilidad y el vencimiento diferente de las opciones– un aumento en el co-

eficiente de cobertura.<sup>3</sup> Esto significa que un incremento en las tasas de interés aumenta la demanda de divisas en el mercado al contado por parte de los agentes sintéticamente cubiertos. Por consiguiente, ya sea que una tasa de interés nacional más alta logre o no reducir la especulación, al inducir a los participantes del mercado a seguir manteniendo la moneda nacional, depende de la importancia relativa de los agentes del mercado que están haciendo cobertura de manera sintética contra el resto de los participantes del mercado que están atrapados en la compresión de la tasa de interés.

c) *Aliviar el conflicto entre la defensa de un régimen de tipo de cambio fijo y la estabilidad del sistema financiero.* El conflicto puede surgir cuando las expectativas de devaluación se aceleran, provocando una oleada de salidas de capital. Dada la importancia de los bancos en la intermediación de los flujos de capital, las presiones que se intensifican en el mercado de divisas pudieran resultar en serios problemas de liquidez para el sistema bancario. Estos problemas pudieran ser aun más complicados cuando el incremento en la tasa esperada de devaluación lleve a más altas tasas de interés nacionales. El banco central, en su papel de prestamista-de-última instancia, tenderá a proveer préstamos de liquidez a los bancos que han experimentado pérdidas debido a las tasas de interés más altas<sup>4</sup> en el mercado interbancario y/o el remate catastrófico de los activos bancarios cuando el mercado interbancario se agota. Sin embargo, ya que el prestar en última instancia no puede discriminar entre bancos con un problema de liquidez legítimo de este tipo y otros bancos que pueden intentar pedir prestado al banco central con el fin de hacer cobertura o especular en el mercado de divisas, la provisión de liquidez por el banco central puede acabar alimentando la venta en corto de moneda nacional, aumentando de esta manera la presión sobre el mercado de divisas. En otras palabras, los bancos centrales pueden preferir adentrarse en mercados de instrumentos financieros derivados faltos de liquidez a fin de proporcionarles a los bancos y a los operadores una forma alternativa de especular, a través de plazos u opciones, sin ejercer mayores presiones en el mercado de divisas al contado.

<sup>3</sup> El coeficiente de cobertura mide la cantidad de unidades de moneda extranjera que se necesitan para hacer la cobertura de una opción. Es también interpretada como la probabilidad de que la opción será ejercida.

<sup>4</sup> Cuando los bancos tienen desequilibrios de duración firme, un incremento en las tasas de interés llevará a pérdidas bancarias.

<sup>2</sup> Ejemplos de estas intervenciones son: la intervención del Banco de España en el mercado de opciones durante la crisis del MAC o MTC de 1992-93 y la venta por parte del Banco de Tailandia de contratos a plazo en 1997.

d) *Ser un estabilizador automático del mercado de divisas.* Una opción, “al dinero” (estadounidense o europeo) suscrita por el banco central sobre la moneda de reserva proporciona un estabilizador automático del mercado de divisas.<sup>5</sup> Cuando hay una afluencia de moneda extranjera y se aprecia el tipo de cambio, los compradores de opciones ejercitan la opción y entregan la moneda extranjera de reserva al banco central. Este mecanismo le permite al banco central acumular reservas precisamente cuando la divisa extranjera se debilita y evita el efecto de dar señales negativas que provocan la intervención abierta del banco central en el mercado al contado. Las reservas de moneda extranjera acumuladas durante tales episodios de apreciación pueden ser usadas para reducir pasivos en moneda extranjera sin pagar o, cuando hay presiones hacia la depreciación en el tipo de cambio, proveer el apoyo adicional requerido por el mercado.

e) *Ser un instrumento alternativo para la administración monetaria bajo ciertas circunstancias específicas.* Ha habido también algunos argumentos que justifican el uso de canjes de divisas como un instrumento para la administración de la liquidez interna. En particular, en países que manejan excedentes fiscales o donde la reserva de deuda pública –incluyendo la del banco central– sin pagar es baja, los bancos centrales pueden hallar caro (o trastornante) inyectar liquidez interna usando “repos” basados en bonos nacionales. Por esa razón, algunos países han recurrido al uso de canjes de divisas, que son básicamente “repos” en moneda extranjera, como un mecanismo temporal para administrar la liquidez interna.<sup>6</sup> Esas operaciones no cambian el nivel de reservas internacionales netas pero aumentan temporalmente la liquidez interna.

Hay, por consiguiente, una razón fundamental de política categórica para que los bancos centrales acumulen pasivos contingentes a través de la intervención en el mercado de instrumentos financieros derivados. Sin embargo, estas operaciones conllevan riesgos significativos. La proliferación de pasivos contingentes distorsiona los estados financieros de los bancos centrales y la solvencia del banco central puede quedar también comprometida por pérdidas potenciales. Es más, la intervención en el

<sup>5</sup> Esto es el caso del esquema de estabilización adoptado en México en agosto de 1996.

<sup>6</sup> El Banco de Reserva de Australia ha recurrido a este mecanismo con relativa frecuencia. Por ejemplo, la necesidad de incrementar la liquidez surgida del problema Y2K (ligado al cambio de adaptación de sistemas informáticos a la fecha del año 2000) condujo a la duplicación de la reserva de obligaciones a plazo pendientes, aparejada por un incremento similar en la capacidad total de activos de reserva oficial.

mercado de instrumentos financieros derivados puede tener serios inconvenientes. Pudieran ser difíciles de apoyar cuando estos mercados están muy limitados y están destinados a resultar en una pérdida del contenido informativo que proporcionan estos mercados. Adicionalmente, la capacidad de intervenir en los mercados de instrumentos financieros derivados a bajo precio y la falta de una coacción material para los niveles de intervención, pudiera conducir a posponer potencialmente importantes decisiones políticas.

#### IV. Valoración y agregación

Uno de los principales problemas planteados por los pasivos contingentes es el tema de cómo registrarlos y, en particular como agregar estos pasivos contingentes (que por definición no están incluidos en los balances generales con las transacciones de banco central incluidas dentro del balance para propósitos de valoración.

##### 1) Valoración

Proponemos aquí usar un enfoque de portafolio para todas las transacciones de banco central, como la única manera en que las transacciones, incluidas o no en el balance general pueden ser agregadas y pueden suministrar alguna información llena de sentido sobre variables tales como las reservas disponibles de un banco central, la carga potencial causada al preservar la estabilidad del sector bancario, y la solvencia general del banco central. En un enfoque de portafolio, las transacciones se agregan de acuerdo con su signo –largo o corto– y su valor. La teoría de instrumentos financieros proporciona las herramientas necesarias para darle precio a estas transacciones y por consiguiente, sus procedimientos no se presentan aquí con detalle.<sup>7</sup> Sin embargo, a guisa de ilustración y ya que hay algunas operaciones que son particularmente relevantes para los bancos centrales, se discutirán en este trabajo dos casos específicos: el valor de un contrato de moneda a plazo y el valor de un compromiso de garantía de depósito. Después se discutirán algunos ejemplos de agregación apropiada en el portafolio del banco central.

##### *El valor de un contrato de moneda a plazo*

El valor económico de un plazo de moneda (*currency forward*) puede obtenerse de la paridad de

<sup>7</sup> Uno de los varios libros de texto que han tratado este tema es el de Hull (1999).

tasa de interés con cobertura, como se observa en la siguiente ecuación:

$$(1) \quad e^{-r_{d,o}} F_{o,T} = S_o e^{-r_{f,o}}$$

donde  $F_{o,T}$  es la tasa a plazo para la moneda extranjera, para vencimiento  $T$ , a partir del día en que se firma el contrato;  $S_o$  es la tasa al contado para la moneda extranjera a partir del día del contrato;  $r_{d,o}$  es la tasa de interés nacional a partir del día del contrato; y  $r_{f,o}$  es la tasa de interés extranjera a partir del día del contrato.

El significado de la ecuación (1) es que de acuerdo a la paridad de tasa de interés con cobertura, un contrato a plazo puede ser enfocado como dos bonos de cupón cero. El signo de la izquierda de la ecuación representa un bono de cupón cero denominado en moneda nacional, con valor nominal igual a la tasa a plazo de moneda extranjera para el vencimiento  $T$ , a partir del día del contrato, y con vencimiento  $T$ . El valor de este cero es hallado al descontar la tasa a plazo por la tasa de interés nacional. El lado derecho de la ecuación representa un bono de cupón cero denominado en moneda extranjera con valor nominal igual a una unidad de moneda extranjera (convertido en moneda nacional usando la cotización al contado a partir del día del contrato). El valor de este cero es hallado descontando la unidad de la moneda extranjera por la tasa de interés extranjera.

Podemos ahora volver a acomodar la ecuación (1) a efecto de hallar el valor del contrato a plazo cualquier día después de que el contrato fue firmado, como la diferencia entre el valor de los dos ceros, esto equivale a:

$$(2) \quad e^{-r_{d,t}} F_{o,T} - e^{-r_{f,t}} S_t \neq 0$$

La ecuación (1) muestra que el valor de un plazo, a partir del día del contrato, es cero. Pero para cualquier otro día después de la fecha original, el valor del contrato a plazo en el libro del banco central es diferente de cero y puede ser determinado al calcular la ecuación (2) con información que está generalmente disponible de manera inmediata.

### Garantía de depósito<sup>8</sup>

Siguiendo a Merton (1977), una garantía de depósito puede ser considerada como el equivalente de una opción tenida por los bancos y suscrita por el banco central en cada unidad de activos banca-

<sup>8</sup> En algunos países, la garantía de depósito no es parte de las cuentas del banco central y en consecuencia este ejemplo no se aplica a esos casos.

rios, con precio de ejercicio (de una opción) igual al valor de las deudas aseguradas por el banco. La ecuación tiene la forma siguiente: si los bancos se vuelven insolventes, el valor de los activos bancarios por definición es más bajo que el valor de las deudas bancarias. Dada la responsabilidad limitada para los accionistas, las deudas del banco sufrirán la pérdida total. Pero en presencia de una garantía de depósito, los bancos tienen la capacidad de "ejercitar la opción", esto quiere decir que ellos "venden" sus activos (el activo subyacente, de la opción) al banco central y reciben a cambio una cantidad igual al valor nominal de los pasivos asegurados (el precio de ejercicio), que es usado para pagar las deudas aseguradas por los bancos.

Siguiendo esta equivalencia el valor de un seguro de depósito, para cada dólar de activos bancarios, es como sigue:

$$(3) \quad G(T) = TB e^{-rt} \phi(X_2) - V \phi(X_1)$$

donde:

$$X_1 = \left\{ \log(B/V) - \left( r + \frac{\delta^2}{2} \right) T \right\} / \delta \sqrt{T}$$

donde  $B$  es igual al valor nominal de pasivos bancarios (precio de ejercicio);  $V$  es el valor de los activos bancarios;  $\delta$  es la volatilidad de los activos bancarios;  $T$ , el vencimiento de los pasivos bancarios;  $\phi(\cdot)$ , la función de distribución de probabilidad acumulada para una variable normal estandarizada, esto equivale a decir que es la probabilidad de que dicha variable será menor que  $(\cdot)$ .

Como Merton (1977) lo indica, la ecuación (3) puede aplicarse también para evaluar una garantía gubernamental de préstamos hechos a corporaciones (financieras o no financieras) privadas.

### 2) Agregación

Basándose en la valoración económica de posiciones contingentes no incluidas en el balance general del banco central, tal como se expuso anteriormente, todas las transacciones del banco central pueden ser agregadas. Ilustramos este procedimiento con ejemplos de ocho portafolios de banco central hipotéticos que están descritos en los cuadros 1 y 2. El cuadro 1 contiene la información básica usada para elaborar el balance y las cuentas no incluidas en el balance general del banco central supuesto junto con los precios y tasas de interés que fueron usados, a fin de evaluar las posiciones. Elegimos la libra esterlina como la moneda nacional y el DM (marco alemán) como la moneda extranjera. El cuadro 2 es un cálculo estimado de

los valores de portafolio de las posiciones del banco central y, a partir de estos valores económicos –más que contables–, se calcula la verdadera valoración del activo neto. Los valores económicos de las partidas del balance fueron calculados al convertir todas las cantidades hipotéticas en BP (libras esterlinas) y descontar esas cantidades por la tasa de interés pertinente. Para las posiciones a plazo y la garantía de depósito, usamos las fórmulas descritas arriba.

### Cuadro 1

#### DATOS PARA EL CÁLCULO DEL VALOR DE PORTAFOLIOS DE BANCO CENTRAL

Rubros incluidos en el balance general:

Las reservas se invierten en un bono de cupón cero a un año, denominado en DM

Valor nominal de las reservas: DM 118

Deuda nacional: BP (Libra esterlina) 30

El banco central tiene un préstamo contra la Tesorería por BP 30

Base monetaria: BP 100

Rubros no incluidos en el balance general:

El banco central está al descubierto en DM 30 en el mercado a plazo. El vencimiento del plazo es un año.

Para el cálculo de la garantía de seguro de depósito, se usaron los siguientes datos:

– Apalancamiento bancario (razón de pasivo bancario a activo bancario) = 0.8

– Volatilidad de activos bancarios (medidos por la desviación estándar de cambios anuales del valor de activos bancarios) : 0.5

–  $X_1 = 0.5964^a$

– Valor de una opción = 0.0515

Precios:

Tipo de cambio al contado: 1 DM = BP 0.338

Tasa de interés (BP) = 0.1000

Tasa de interés (DM) = 0.0839

Tasa a plazo: 1DM = BP 0.333

<sup>a</sup> Véase la fórmula de los párrafos anteriores para la interpretación de esta cifra.

El caso base o caso 1 es el más sencillo, donde el banco central emite una base monetaria a cambio de reservas extranjeras o deuda doméstica. Adicionalmente, hay un préstamo a la Tesorería cuyo valor económico se asume que es de cero.<sup>9</sup> El caso 2 se refiere a un banco central que aparte de las actividades del caso 1 es también activo en el mercado a plazo para moneda extranjera. Este banco central interviene en el mercado a plazo en solamente una

<sup>9</sup> Bajo el supuesto de que la Tesorería no va a pagar el préstamo, el factor de descuento es infinito.

### Cuadro 2

#### PORTAFOLIO DE BANCO CENTRAL

<i>Posiciones en la cartera de banco central</i>	<i>Valor</i>
1. Caso base	
Reservas de divisas	BP36.9
Deuda doméstica	BP27.27
Etapa larga del plazo	
Préstamo a la tesorería	0
Base monetaria	BP100
Etapa corta del plazo	
Garantía del sector financiero	
<i>Valor del portafolio</i>	<i>BP -35.84</i>
2. Caso base + plazo	
Reservas de divisas	BP36.9
Deuda doméstica	BP27.27
Etapa larga del plazo	BP9.09
Préstamo a la tesorería	0
Base monetaria	BP100
Etapa corta del plazo	BP9.36
Garantía del sector financiero	
<i>Valor del portafolio</i>	<i>BP -36.21</i>
3. Caso base + garantía	
Reservas de divisas	BP36.9
Deuda interna	BP27.27
Etapa larga del plazo	
Préstamo a la Tesorería	0
Base monetaria	BP100
Etapa corta del plazo	
Garantía del sector financiero (activos bancarios: BP400)	BP -20.62
<i>Valor de la cartera</i>	<i>BP -56.39</i>
4. Caso base + 2* garantía	
Reservas de divisas	BP36.9
Deuda doméstica	BP27.27
Etapa larga del plazo	
Préstamo a la Tesorería	0
Base monetaria	BP100
Etapa corta del plazo	
Garantía del sector financiero (activos bancarios: BP800)	BP -41.23
<i>Valor del portafolio</i>	<i>BP -76.95</i>
5. Caso base + 3* garantía	
Reservas de divisas	BP36.9
Deuda doméstica	BP27.27
Etapa larga del plazo	
Préstamo a la Tesorería	0
Base monetaria	BP100
Etapa corta del plazo	
Garantía del sector financiero (activos bancarios: BP1200)	BP -61.85
<i>Valor del portafolio</i>	<i>BP -97.5</i>
6. Caso base + garantía + plazo	
Reservas de divisas	BP36.9
Deuda doméstica	BP27.27
Etapa larga del plazo	9.09
Préstamo a la Tesorería	0
Base monetaria	BP100
Etapa corta del plazo	9.36
Garantía del sector financiero (activos bancarios: BP400)	20.62
<i>Valor del portafolio</i>	<i>BP -56.76</i>

Dirección: compra moneda nacional a plazo. El caso 3 es un caso base en donde el banco central también provee de garantía de depósito al sistema bancario. Los casos 4 y 5 son idénticos al caso 3, excepto para el tamaño del sistema bancario. En el caso 4, los activos del sector bancario son dos veces más grandes que en el caso 3; y en el caso 5, los activos bancarios son tres veces más grandes que el caso 3. Finalmente, el caso 6 combina la intervención en el mercado a plazo para moneda extranjera con garantía de depósito.

Se puede observar que el valor de los portafolios, cuando se hace la contabilidad apropiada del valor económico de activos y pasivos, es negativo en todos los casos y se hace aun más negativo cuando se agregan pasivos contingentes al portafolio. El hecho de que el capital neto del banco central sea negativo no es una anomalía. De hecho, es interesante notar que un banco central con un capital económico negativo es un resultado probable, ya que el enfoque *contable* usual sobre el valor de actividades del banco central no considera el valor económico de compromisos explícitos o implícitos tales como garantías de seguro de depósito y contratos a plazo. Adicionalmente, la mayoría de los activos de banco central están registrados en valores nominales y no son económicamente valorados (por ejemplo, la probabilidad de pagar nuevamente ciertos préstamos, el valor temporal de activos nacionales y extranjeros, y el riesgo de crédito de las reservas invertidas en el extranjero no están considerados). El enfoque estándar usualmente resulta, por consiguiente, en una sobrestimación del activo neto del banco central.

Usando una metodología basada en la evaluación económica y no en las cuentas nominales, también se puede estimar el valor de componentes específicos del portafolio. Los siguientes son algunos ejemplos:

- En el caso del portafolio 2, se podría calcular el valor de la red de reservas de contratos a plazo (en moneda nacional) como  $36.90 + 9.09 - 9.36 = 36.36$ . Es fácil ver en este ejemplo que al tiempo que una moneda nacional (la libra) se deprecia en el mercado al contado, el valor económico de la red de reservas de contratos a plazo disminuye. Lo mismo sucede si la tasa de interés en libras aumenta. Esto se da porque el valor de la etapa larga del plazo que es de 9.09 en este ejemplo, disminuye cuando la libra se devalúa y la tasa de interés en libras aumenta.
- El valor de unidad (por unidad de activos bancarios) de la garantía de depósito es de BP 0.0515. Nótese, sin embargo, que el valor del

seguro depende del tamaño de los activos bancarios. Cuando los activos bancarios son de BP 400, el seguro vale BP 20.62; cuando los activos bancarios son BP 800, el seguro vale BP 41.23; y cuando los activos bancarios son BP 1200, el seguro vale BP 61.85.

El riesgo del sistema bancario también tiene una influencia sobre el valor del pasivo contingente. Para ilustrar este punto, podemos pensar en un caso de rápido deterioro en la calidad de préstamos bancarios. El valor de activos bancarios, ajustado por riesgo, baja y el coeficiente de apalancamiento sube, haciendo más alto el valor del pasivo contingente del banco central.

## V. Conclusión

Los bancos centrales efectúan una gran variedad de operaciones derivadas de los pasivos contingentes, definidos como compromisos financieros que son desencadenados por el advenimiento de un evento cuya realización es incierta. Ya que estas operaciones cubren una amplia serie de áreas, la motivación para que los bancos centrales se involucren en este tipo de actividades también surge de una miríada de razones. Se suministra aquí una taxonomía para clasificar esas operaciones y explicar más detalladamente sus aspectos analíticos, tanto como las motivaciones operacionales que inducen a los bancos centrales a usar esos instrumentos.

Concluimos que mientras algunos pasivos contingentes de banco central surgen de circunstancias anómalas,<sup>10</sup> hay una cantidad de razones categóricas que explican su aparente popularidad. Mientras que algunas de esas implicaciones positivas son bien reconocidas –particularmente aquellas que surgen del papel del banco central en garantizar la estabilidad del sector bancario– los aspectos constructivos del involucramiento de bancos centrales en mercados de instrumentos financieros derivados son menos comprendidos.

Intentamos aquí proporcionar una más amplia y más firme perspectiva, pero al mismo tiempo, necesitamos enfatizar que ya que la mayoría de las operaciones que dan surgimiento a pasivos contingentes también tienden a no estar incluidas en el balance general, reducen la transparencia de las cuentas de banco central. Esto a su vez puede resultar en serios problemas respecto a la evaluación

<sup>10</sup> Tales como aquéllas que simplemente reflejan operaciones casi fiscales transferidas desde el presupuesto del gobierno hacia el banco central por razones puramente políticas o “cosméticas”.

apropiada de la posición financiera de la autoridad monetaria, y por implicación de las condiciones macro-económicas generales del país. Sugerimos, por consiguiente, que debería de adoptarse un enfoque de portafolio exhaustivo, que valore, en un sentido económico mejor que puramente contable, todos los activos y pasivos incluidos o no en el balance general del banco central. Se proporcionan algunos ejemplos de cómo pudiera hacerse esto, particularmente respecto a algunos pasivos contingentes que son característicos de bancos centrales.

Mientras que la valoración y agregación apropiadas de las posiciones financieras de banco central resolverían algunos de los problemas de transparencia planteados por los pasivos contingentes, debería señalarse que su presencia en el portafolio del banco central también tendería a incrementar los riesgos financieros. Además de reducir, *ceteris paribus*, el activo neto del banco central, como está demostrado en nuestros ejemplos ilustrativos, es sensato suponer que los indicadores de riesgo formales tenderían a subir junto con el volumen de estos tipos de pasivos. Sería de hecho un esfuerzo de investigación muy útil el intentar una cuantificación plena de estos efectos, usando información disponible de banco central. [Una posibilidad es usar metodologías de medición de riesgo, tales como valor-a-riesgo. Para una estructura

respecto a este tipo de aplicación en el contexto de portafolios de banco central, véase Blejer y Schumacher (1999).]

### **Referencias**

- Blejer, M., y L. Schumacher, 1999, "Central Vulnerability and the Value of its Commitments: a VAR Approach", *Journal of Risk*, vol. 2, n° 1, pp. 37-55.
- Diamond, D., y P. Dybvig, 1983, "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity", *Journal of Political Economy*, vol. 91, pp. 401-19.
- Garber, P., y M. Spencer, 1995, "Foreign Exchange Hedging and the Interest Rate Defense", *FMI Staff Papers*, vol. 42, septiembre, pp. 490-516.
- Hull, J., 1999, *Options, Futures, and Other Derivative Securities*, Prentice Hall, Englewood Cliffs (N. J.).
- Merton, R., 1977, "An Analytic Derivation of the Cost of Deposit Insurance and Loan Guarantees: an Application of Modern Option Pricing Theory", *Journal of Banking and Finance*, vol. 1, pp. 3-11.
- Tirole, J., y M. Dewatripont, 1994, *The Prudential Regulation of Banks*, MIT Press, Cambridge (Ma.).

# Mercados de bonos internacionales y la introducción del euro\*

*Clemens J. M. Kool*

## I. Introducción

El primero de enero de 1999 el euro fue formalmente introducido en 11 países de la Unión Europea. En esa fecha, el Banco Central Europeo (BCE) tuvo el control de la política monetaria del área del euro. Por el momento solamente el Reino Unido, Dinamarca y Suecia optaron voluntariamente por estar fuera, mientras que Grecia aún no ha estado lista para entrar.

Obviamente la introducción del euro tendrá consecuencias significativas para los grandes inversionistas internacionales de los activos denominados en distintas monedas. Por ejemplo, Portes y Rey (1998) predicen que los inversionistas internacionales incrementarán la demanda de los activos en euros cuando los mercados europeos se profundicen y se tornen más líquidos, con costos de transacción más bajos. Cuando las ofertas de activos relacionados reaccionan con más lentitud que las demandas, Portes y Rey predicen también efectos de tipo de cambio considerables. Portes y Rey (1998), McCauley y White (1997) y McCauley (1997), enfatizan por igual, la vital importancia del papel de los mercados de bonos europeos en comparación con el mercado de bonos de Estados Unidos. Internacionalmente el comercio de bonos domina sustancialmente el comercio de los flujos reales o de acciones. McCauley (1997) distingue

explícitamente a este respecto entre los administradores de activos y los de pasivos.

Desde su punto de vista, los emisores de deuda actualmente prefieren el mercado estadounidense debido a los menores costos de las transacciones y a la liquidez más alta. Sin embargo, al ir creciendo el tamaño y la integración del mercado de bonos europeo, las emisiones de deuda podrían crecientemente ser denominados en euros.

Para los administradores de un portafolio diversificado de activos hay un argumento adicional que juega un papel importante. No solamente la liquidez y los costos de transacción, sino también la estructura correlativa entre los rendimientos de bonos en diferentes denominaciones de divisas y entre los rendimientos de bonos y tipos de cambio, es de crucial importancia. Si un nuevo mercado de bonos europeo ofreciera oportunidades de diversificación todavía no disponibles en los actuales mercados de bonos, se podría dar un sustancial incremento en la demanda de bienes del euro. Por otra parte, si la creación de una sola moneda europea genera una reducción neta de posibilidades de diversificación en activos europeos, la demanda de activos en euros podría reducirse. Masson y Turtelboom (1997) usan un marco simple de media-varianza para enfocar este aspecto y concluyen que los bancos centrales pueden re-arreglar su portafolio de reservas oficiales mediante la reducción de la parte que tienen en dólares y correspondientemente aumentar la parte en euros.

En este estudio, la composición óptima del portafolio de los inversionistas privados es el objetivo principal. Por lo tanto, se aplica la misma técnica de media-varianza que utilizaron Masson y Turtelboom. Al contrario de ellos, en este estudio se ha encontrado que la estructura correlacional de rendimiento de bonos y de tipos de cambio podría llevar una reducción en la demanda neta de

\* Traduce y publica el CEMLA, con la debida autorización, el presente estudio de C. J. M. Kool, profesor de moneda y banca en la Universidad de Maastricht, Países Bajos, que apareció originalmente con el título "International bond markets and the introduction of the euro", en *Review* del Banco Federal de Reserva de San Luis, vol. 82, nº 5, septiembre-octubre de 2000, pp. 41-56. El autor agradece a Vincent de Beer, recopiló información, a Katharina Haaf, colaboró en un análisis explicativo, y a Thomas A. Pollmann que contribuyó con asistencia de investigación.

activos en euros en un número de escenarios plausibles.

El análisis tiene implicaciones también para el valor en dólares del euro. Durante el curso de 1999, el euro se ha depreciado gradualmente en más de un 15%. Justo antes del inicio del año 2000 el euro llegó a estar brevemente a la par del dólar. Después, durante el primer trimestre del 2000 estuvo por debajo de la paridad la mayor parte del tiempo. Una razón frecuentemente mencionada acerca del comportamiento del tipo de cambio entre el euro y el dólar es la mayor tasa de crecimiento económico de Estados Unidos en comparación con la de Europa en el último año. Sin embargo, uno debe reconocer que el tipo de cambio al contado (*spot*) entre el euro y el dólar a corto plazo será determinado principalmente por el mercado, a fin de equilibrar la oferta y la demanda expresadas como acervo (*stock*) de activos denominados en estas monedas. En consecuencia una reducción de la potencial diversificación internacional debido a la introducción del euro, también podría haber contribuido al declive del euro. Este temor también será desarrollado más adelante en este estudio. Para este propósito se utilizará un número de escenarios opcionales de tipos de cambio en combinación con un número de escenarios de mercados de bonos. Hay que destacar que solamente se pueden obtener conclusiones tentativas, dado el limitado alcance del análisis.

Finalmente, las consecuencias de la introducción del euro en la demanda (neta) de los activos denominados en euros por parte de inversionistas internacionales tendrán un impacto en la amplia cuestión de si el euro será capaz de competir con el dólar estadounidense en lo que se refiere a colocarse como divisa de reserva internacional. Entre las investigaciones actuales sobre esta cuestión se pueden citar las de McCauley (1997) McCauley y White (1997), Prat y Schinasi (1997) Masson y Turtelboom (1997), Portes y Rey (1998), Tavlas (1998) y Hartmann (1998). La mayoría de estas contribuciones toman una posición cautelosa con respecto a predecir el futuro desempeño del euro. El consenso parece ser que, por el momento el dólar estadounidense mantendrá su papel predominante como única divisa internacional. Por otra parte, la habilidad del euro para competir con el dólar es generalmente reconocida. Un ambiente de inflación baja y estable en Europa, que esté apoyado por unas políticas confiables de banco central también ayuda a la competencia del euro. Son también de gran ayuda mercados financieros europeos más integrados, que provean liquidez y profundidad a menores costos de transacción, que sean comparables a los mercados financieros estadounidenses.

El plan del estudio es el siguiente: en el apartado II se desarrollará un marco utilitario simple de media-varianza que puedan utilizar los inversionistas internacionales para crear diversos portafolios óptimos. A continuación, en la sección III, se presentan datos cotidianos sobre bonos y tipos de cambio de las seis principales divisas en el mundo, a saber: el dólar estadounidense, el yen japonés, la libra esterlina, el marco alemán, el franco francés y la lira italiana, en el período de enero de 1996-98. Los datos de este último período mencionado, 1996-98 que precedió a la introducción del euro, serán utilizados para computar portafolios óptimos ideales para los inversionistas de diferentes países, ya que los flujos de capital internacional (con respecto a los mercados de bonos) son significativamente mayores que los flujos de capital relacionados con los mercados de acciones, mercados de dinero o mercados de bienes. El estudio se centrará exclusivamente en los diferentes mercados de bonos (véase Portes y Rey, 1998; McCauley, 1997; y McCauley y White, 1997). La información se utiliza para evaluar varios escenarios hipotéticos plausibles con respecto al desarrollo tanto del mercado de bonos en euros como del mercado cambiario del euro. Un resumen breve y las conclusiones se presentan, en el apartado IV, al final del estudio.

## II. Optimización de portafolio

En el análisis se asume que un inversionista representativo de Estado Unidos optimiza un portafolio de bonos internacional que consta de bonos domésticos (*US*), japoneses (*JP*), británicos (*UK*), alemanes (*GE*), italianos (*IT*) y franceses (*FR*) con denominación en las divisas correspondientes. El inversionista maximiza una función de utilidad cuadrática de la siguiente forma:<sup>1</sup>

$$(1) \quad \text{Max} U \text{ } E(R_p) - \frac{1}{2} \text{Var}(R_p)$$

En donde la  $E(\cdot)$  es el operador de expectativas  $\text{Var}(\cdot)$  es la varianza y la  $R_p$  es el rendimiento del

<sup>1</sup> Este modelo no describe necesariamente el comportamiento de la inversión que realmente se está dando. Más bien responde a la pregunta sobre qué portafolio escogería un inversionista con aversión al riesgo (con una medida Arrow-Pratt de aversión al riesgo absoluta igual a 2) si estos bonos fueran los únicos activos en los que él pudiera invertir. En realidad un inversionista tiene un mayor rango de activos y puede utilizar alguna forma del modelo de fijación de precio al activo de capital internacional (CAPM). Para la presente exposición el enfoque de media-varianza será suficiente y tiene la ventaja añadida de simplicidad y rastreo (*tractability*).

portafolio expresado en dólares estadounidenses que se define como:

$$(2) R_p = \sum \alpha_i (R_i - e_i), I = FR, GE, IT, UK, JP, US$$

donde  $R_i$  representa el rendimiento porcentual del bono  $i$  del país expresado en la moneda del país  $i$ , y  $e_i$  es el cambio porcentual en el tipo de cambio entre la divisa ( $i$ ) y el dólar estadounidense. El tipo de cambio se define aquí como la cantidad de divisas internacionales por dólar estadounidense, de tal forma que un alza indica una apreciación del dólar y una pérdida de capital sobre inversiones extranjeras.<sup>2</sup> El término entre paréntesis ( $R_i - e_i$ ), por lo tanto representa el rendimiento sobre el bono  $i$  del país  $i$  expresado en dólares estadounidenses.<sup>3</sup>

El inversionista estadounidense maximiza la ecuación (1) con respecto a las ponderaciones del portafolio  $d_i$  sujeto a las restricciones siguientes:

$$(3) \sum_i \alpha_i = 1, \text{ y } \alpha_i \geq 0, I = FR, GE, IT, UK, JP, US$$

La primera restricción asegura que las partes del portafolio sumen uno. Las restricciones de desigualdad requieren partes positivas del portafolio y esencialmente son restricciones no prestables. Esto quiere decir que los inversionistas de un país no son capaces (en términos netos) de pedir prestado en una divisa (emitir bonos en esa denominación) e invertir los beneficios en bonos de una moneda con diferente denominación.

Se supone que los inversionistas representativos en cada uno de los otros cinco países van a realizar un procedimiento de optimización similar. Los inversionistas en todos los países comparten la misma función de utilidad cuadrática. Sin embargo, cada uno toma una diferente perspectiva debido a la denominación de la divisa preferida, mientras que un inversionista estadounidense optimiza un portafolio denominado en dólares, un inversionista alemán optimiza un portafolio denominado en marcos alemanes (después de 1998 un portafolio denominado en euros). Puesto que los rendimientos esperados y la estructura de covarianza de los rendimientos de los bonos y los rendimientos cambiarios dependen de la moneda de la denominación de los inversionistas de diferentes países con

<sup>2</sup> En lo que concierne al dólar estadounidense propiamente dicho, la variación del tipo de cambio  $e_i$  es, por supuesto, cero y desaparece.

<sup>3</sup> El término ( $R_i - e_i$ ) sólo se aproxima al rendimiento verdadero porque el producto cruzado del rendimiento cambiario y del bono no tiene importancia. Para rendimientos (cotidianos) pequeños, el efecto es marginal y la aproximación es apropiada.

monedas ideales diferentes, en forma correspondiente obtendrán portafolios óptimos diferentes.

Obviamente, lo anterior se desvía del resultado estándar en los modelos de fijación de precios al activo de capital internacional (CAPM). Conforme a los supuestos externos de preferencias homogéneas de inversionistas –independientemente de su país de residencia y validez perfecta de la paridad del poder de compra (PPP)– tales modelos llevan a la conclusión de que los inversionistas escogen un portafolio global común (Adler y Dumas, 1983). En la práctica, factores de países específicos parece que siguen siendo muy importantes en las decisiones de inversión, como lo atestigua el bien conocido “sesgo-hogar” en los portafolios de activos (Lewis, 1995, 1999) y la importancia de factores-países en la fijación de precios de los activos (Heston y Rouwenhorst, 1994, y de Ménil, 1999). También, las desviaciones del PPP abundan y son fuertemente persistentes (Mussa, 1986, Abuaf y Jorion 1990, y Frankel y Rose, 1996).

Algunas otras limitaciones y calificaciones del enfoque que aquí se ha escogido merecen ser discutidas. Se presentan seis puntos principales. Primero, no se ha hecho ningún intento de imponer una condición de compensación de mercado a cada mercado de bonos. Los inversionistas de cada país optimizan conforme a la restricción formulada en la ecuación (3) solamente. Eso quiere decir que cada inversionista representativo es libre de distribuir su riqueza entre seis bonos diferentes. No se rinden cuentas explícitas ya que el acervo de bonos existente en cualquier moneda debe ser mantenido conjuntamente por todos los inversionistas. Teóricamente esto requeriría una restricción adicional entre todos los inversionistas de diferentes países, estableciendo que la suma de su demanda de cartera de un dado tipo de bono iguala la oferta exógena. Si no, la oferta o la demanda en exceso acabará por tener consecuencias para el nivel de los precios de los bonos o de los tipos de cambio. Para racionalizar el menosprecio de esta restricción, hay que considerar lo que se dice a continuación. El acervo de bonos domésticos y la emisión neta de bonos de moneda doméstica generalmente excede con mucho los acervos correspondientes y las nuevas emisiones de bonos internacionales en cada país. Si el segmento del mercado de bonos internacionales para una moneda, es de hecho, sólo una pequeña parte del mercado total de bonos en la misma moneda, parece razonable suponer que los rendimientos al vencimiento de bonos representativos en cada moneda están determinados en los mercados de bonos (domésticos) nacionales. Por lo tanto, los inversionistas internacionales son tomadores de precio en cada mercado

de bonos y no tienen restricciones en su elección de portafolio.

En segundo lugar, no se toma en cuenta la restricción adicional que se deriva de la identidad de balanza de pagos para cada país. En teoría, la posición de activos neta de cada país debe ser igual a su déficit acumulado de cuenta corriente. Aunque la restricción formal es sobre la cuenta de capital total para cada país (y moneda) el impacto de los flujos de capital relacionados con los mercados de bonos internacionales puede ser suficientemente grande para influir en el comportamiento cambiario. No obstante, en el estudio no se impone formalmente una restricción presupuestaria sobre la cuenta de capital. Se requeriría también la especificación de otros flujos de inversión financiera internacionales. En su lugar, en el análisis subsiguiente, se prestará atención a la dirección en la cual el tipo de cambio se moverá debido a los cambios en el portafolio de bonos deseado por los inversionistas internacionales. De esta forma, el menosprecio de la restricción presupuestaria formal en el análisis se usa *ex post* para indicar presión potencial sobre los tipos de cambio. En tercer lugar, sólo se analizan las demandas de cartera por parte del sector privado. El comportamiento del banco central no está tomado en cuenta.<sup>4</sup> En cuarto lugar, por el momento, la oferta de bonos se considera exógena. Se retomará este aspecto cuando se discutan los eventos que se dieron en 1999. En quinto lugar, no se presta atención a otros activos comerciales internacionalmente, a saber: instrumentos de mercado de dinero, acciones y derivados. En sexto lugar, otras características del mercado, por ejemplo, niveles diferentes de liquidez y costos transaccionales se excluyen de este análisis para efectos de simplicidad.

### 1) Información

Se obtuvo un índice de precios de bonos cotidiano estandarizado (rendimientos totales) para bonos gubernamentales de diez años, utilizando DATASTREAM para los seis países involucrados –Alemania, Francia, Italia, Japón, Reino Unido y Estados Unidos– para el período entre el 1º de enero de 1996 hasta el 29 de junio de 1999.<sup>5</sup> Para el mismo pe-

<sup>4</sup> Véase Masson y Turtelboom (1997), quienes llevaron a cabo un análisis similar con respecto a las tenencias de reservas internacionales de los bancos centrales. Nótese que las tenencias de activos privadas empujan las reservas de los bancos centrales.

<sup>5</sup> Las emisiones de bonos gubernamentales representan sólo el 20% de todas las emisiones de bonos internacionales. Otras partes importantes emisoras son las instituciones financieras, corporaciones e instituciones internacionales. Sin embargo, se

riódo y la misma frecuencia, se han obtenido cifras sobre tipos de cambio del dólar estadounidense a partir de DATASTREAM para los otros cinco países. Subsecuentemente, el bono porcentual cotidiano y los rendimientos cambiarios se computarizan a fin de facilitar el análisis, tal como fue descrito previamente. Los rendimientos de bonos son rendimientos totales, incluida la reinversión. Para el análisis empírico sólo se usa inicialmente información sobre el período que abarca entre el 1º de enero de 1996 hasta el 31 de diciembre de 1998. Este período de tres años que consta de 783 observaciones diarias, precede a la introducción formal del euro el 1º de enero de 1999. Este período que es considerado como una marca ideal será la base para las simulaciones. En la última sección utilizaré la información del 1º de enero hasta el 29 de junio de 1999 para investigar el impacto a corto plazo que ha tenido la introducción del euro sobre las características de los rendimientos del tipo de cambio y del bono.<sup>6</sup>

En la sección A del cuadro 1, se presenta un panorama de las características de los rendimientos durante el período base 1996-98. Se incluyen medias y desviaciones estándar de los rendimientos de los bonos, expresados en sus respectivas monedas, en rendimientos cambiarios denominados en dólares y rendimientos de bonos expresados en dólares estadounidenses. Se destacan algunos puntos. En el período base los rendimientos de bonos han sido sustancialmente mayores que el promedio a través de las cuatro décadas pasadas, variando entre 0.025% por día (igual a 6.53% al año) en Japón, hasta 0.078% (o 20.36% anual) en Italia. Las desviaciones estándar de los rendimientos de bonos diarios son comparables entre países, destacándose Estados Unidos con la mayor variabilidad.

En todos los países, el período entre 1996-98 se caracterizó por rendimientos de bonos declinantes, tal como lo muestra la gráfica I.<sup>7</sup> La correspondiente alza en los precios de los bonos ha producido considerables ganancias de capital a los tenedores de bonos. Lo anterior ha prevalecido en Italia.

supone que la moneda de denominación es la principal característica distintiva de los rendimientos de bonos y de las estructuras de covarianza. Por lo tanto, los rendimientos de bancos gubernamentales serán una aproximación a los rendimientos de bonos generales en una moneda específica.

<sup>6</sup> Nótese que todos los rendimientos son nominales, los diferenciales de inflación no juegan papel alguno en el análisis ya que los inversionistas convierten todos los rendimientos a su propia moneda antes de la optimización.

<sup>7</sup> Los datos representados en la gráfica I son resultados a fin de mes al vencimiento de los bonos gubernamentales a largo plazo de la Organización para el Desarrollo y la Cooperación Económicas (OECD) y no son los mismos datos sobre rendimientos en el análisis

Cuadro 1

RESUMEN DE ESTADÍSTICAS, 1996-98

Sector A. Rendimientos de bonos y cambiario						
	Rend. bonos (moneda interna; % diarios)		Rend. cambiarios (del dólar % diarios)		Rend. bonos (dólar % diarios)	
	Media	Desv. est.	Media	Desv. est.	Media	Desv. est.
FR	0.047	0.322	0.017	0.507	0.030	0.590
GE	0.040	0.308	0.019	0.522	0.021	0.606
IT	0.078	0.388	0.005	0.474	0.073	0.635
UK	0.054	0.385	-0.009	0.447	0.063	0.635
JP	0.025	0.304	0.011	0.813	0.014	0.834
US	0.029	0.409	...	...	0.029	0.409

Sector B. Matriz de correlación de rendimientos de bonos (moneda propia)						
	FR	GE	IT	UK	JP	US
FR	1	0.59	0.50	0.49	0.14	0.33
GE		1	0.62	0.36	0.17	0.21
IT			1	0.36	0.05	0.17
UK				1	0.11	0.50
JP					1	0.12
US						1

Sector C. Matriz de correlación de rendimientos cambiarios del dólar					
	FR	GE	IT	UK	JP
FR	1	0.99	0.89	0.43	0.43
GE		1	0.88	0.44	0.43
IT			1	0.41	0.40
UK				1	0.20
JP					1

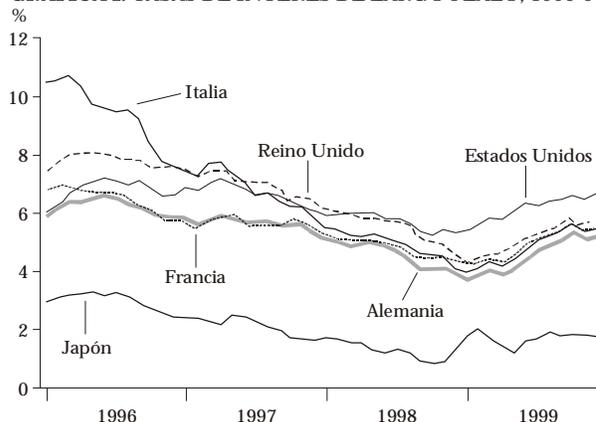
Sector D. Matriz de correlación de rendimientos de bonos (dólares de Estados Unidos)						
	FR	GE	IT	UK	JP	US
FR	1	0.87	0.68	0.44	0.34	0.16
GE		1	0.70	0.39	0.35	0.09
IT			1	0.37	0.26	0.10
UK				1	0.09	0.31
JP					1	-0.08
US						1

Allí, la convergencia hacia los niveles de la tasa de interés alemana ocurrió con anterioridad a la Unidad Monetaria Europea (EMU), llevando a rendimientos por arriba del promedio durante el período de transición. La gráfica I también muestra que los rendimientos de bonos europeos se fueron alineando más estrechamente en la muestra. Lo anterior se aplica al Reino Unido, así como a todos los países que participan en el euro desde enero de 1999. Nótese sin embargo, que los rendimientos de bonos y la (co)variabilidad todavía difieren entre los tres miembros del euro, apuntando hacia diferentes características de riesgo de los bonos guber-

namentales alemanes, franceses e italianos. Lo anterior implica la ausencia de un mercado homogéneo integrado de bonos europeos durante 1999.

En el mercado cambiario el dólar se apreció en promedio frente a toda las monedas a través de todo el período, excepto frente a la libra esterlina.

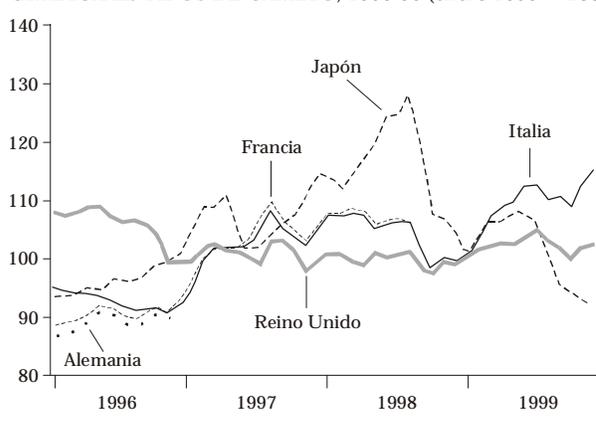
GRÁFICA I. TASAS DE INTERÉS DE LARGO PLAZO, 1996-99



La sección A del cuadro 1 muestra que esta última moneda se apreció en un 0.009% por día (2.33% anualmente) frente al dólar. El dólar ganó 0.019% por día (4.96% anualmente) frente al marco alemán, y 0.011% por día (2.87% anualmente) frente al yen. Es de notar especialmente, la alta variabilidad del tipo de cambio dólar/yen. Su desviación estándar es casi el doble que la de las otras monedas. La gráfica II proporciona una representación gráfica de este punto.<sup>8</sup> Nótese que los tres miembros del euro comparten el mismo tipo de cambio (en euros) frente al dólar desde enero 1999 en adelante.

Desde una perspectiva del dólar, las inversiones en bonos japoneses reeditaron los rendimientos

GRÁFICA II. TIPOS DE CAMBIO, 1996-99 (enero 1999 = 100)



<sup>8</sup> De nuevo, los datos utilizados en la gráfica II para efectos de ilustración son datos de fin de mes obtenidos de la OECD y no los datos utilizados en el análisis (diario).

más bajos y la mayor variabilidad. Los bonos franceses, alemanes y estadounidenses muestran rendimientos medios, intermedios, con los bonos estadounidenses registrando la variación más baja. Por último los bonos del Reino Unido y de Italia arrojaron altos rendimientos y una varianza intermedia.

Para juzgar el atractivo relativo de los diversos bonos, se requiere información sobre la estructura de correlación de rendimientos de tipo de cambio y de bonos. Esta información está recogida entre las secciones B y D del cuadro 1.<sup>9</sup> De la sección B se desprende que los coeficientes de correlación entre los rendimientos de los bancos japoneses y los rendimientos de bonos de otros países son relativamente pequeños, aunque aún son significativos, independientemente de la correlación entre el Japón e Italia. Para los otros países los coeficientes de correlación son positivos y generalmente mayores, especialmente entre los tres países del euro y bilateralmente entre Estados Unidos y el Reino Unido. Con respecto a los rendimientos cambiarios mostrados en el sector C todos los coeficientes de correlación son significativamente positivos. De nuevo se destaca el comportamiento de las tres monedas en el área del euro, están casi perfectamente correlacionadas. El sector D muestra que los rendimientos de bonos de los tres países del euro (Alemania, Francia e Italia) tienen coeficientes de correlación positivos mayores cuando se expresan en su propia moneda. Lo anterior se debe al efecto unificador de los rendimientos cambiarios correlacionados positivamente de todos los bonos. Para los inversionistas de Estados Unidos la correlación de los rendimientos de los bonos estadounidenses son los rendimientos de bonos extranjeros decrece cuando se toma en cuenta el efecto cambiario.

La única correlación fuertemente positiva que queda para los estados Unidos es con los bonos del Reino Unido. Obviamente los bajos coeficientes correlacionados en la última columna del sector D indican el potencial de la diversificación redituable internacional para los inversionistas estadounidenses.<sup>10</sup> Ahora, se pasará a la implementación de dicha estrategia de diversificación.

## 2) El portafolio base (ideal)

Para implementar la optimización de portafolios

<sup>9</sup> Para evaluar la significancia de los coeficientes de correlación computados al nivel del 95%, se utilizó el valor  $2/\sqrt{N}$  (igual a 0.071 para  $N = 783$ ) como una aproximación honda del nivel crítico

<sup>10</sup> No se han presentado matrices de correlación similares cuantitativamente, para otras monedas. Claramente, el potencial de diversificación diferiría a lo largo de los países, tal como queda ejemplificado en el análisis que continúa.

como se formuló en las ecuaciones (1)-(3) se necesita tanto la matriz de covarianza de los rendimientos de bonos expresados en la moneda del inversionista y el vector del rendimiento esperado de los diferentes bonos. Para evaluar el impacto de la introducción del euro, computa un portafolio ideal óptimo. Para esto, primero se asume que la matriz de covarianza de rendimientos de bonos, tal como se obtiene de la información de 1996-98, se puede utilizar al final de 1998 par un portafolio óptimo el 1999, por el momento haciendo abstracción del surgimiento del euro. El segundo lugar, se asume que ningún cambio en el rendimiento a largo plazo al vencimiento de los bonos gubernamentales ni el cambio en (logaritmo de) el nivel de los tipos de cambio son predecibles. Esta suposición está fuertemente apoyada por evidencia empírica, que sugiere que (logarítmicamente) los tipos de cambio y las tasas de interés a largo plazo se caracterizan por un camino de comportamiento de áreas.

Teóricamente, las expectativas puras implican una predictabilidad marginal de variaciones en las tasas de los bonos, mientras que la paridad de interés implica predictabilidad marginal de variaciones en los tipos de cambio de contado (*spot*). Para el mercado cambiario la paridad de las tasas de interés sugiere de hecho, que la tasa anticipada predice mejor la tasa de futuro que la actual tasa de contado (*spot*). Generalmente falta un soporte empírico para la teoría de expectativas y para la paridad de las tasas de interés. Consecuentemente, el supuesto de la impredecibilidad de cambios futuros queda garantizado conforme a este punto de vista. Por lo tanto, el análisis considera que los rendimientos de los tipos de cambio esperados sean de cero, mientras que los rendimientos esperados de los bonos para 1999, expresados en su propia moneda, igualen el producto al vencimiento como quedó registrado al final de 1998. Nótese que los inversionistas toman en cuenta tanto los rendimientos esperados como la matriz de covarianza en esta decisión de portafolio. Puesto que son contrarios al riesgo, hacen cambios compensados de altos rendimientos esperados por alta (co)variabilidad y no seleccionan simplemente el bono más rentable.

El cuadro 2 exhibe la composición óptima de portafolio computado para los inversionistas de cada uno de los 6 países, basándose en los supuestos anteriores. El portafolio óptimo estadounidense, por ejemplo, consta de solamente el 60% de bonos de Estados Unidos, el resto del portafolio está casi dividido por igual entre bonos alemanes, italianos, británicos y japoneses. Los bonos franceses se excluyen totalmente. El portafolio británico también está muy diversificado, aunque excluye los

bonos franceses e italianos. Al otro extremo se encuentra el portafolio japonés, que consiste de solamente el 10% de bonos extranjeros, a pesar de los bajos resultados esperados en los bonos japoneses en comparación a otros países. Para los japoneses, ni los bonos del Reino Unido ni los alemanes son interesantes. La inversión extranjera está repartida en aproximadamente la misma proporción entre los bonos franceses, estadounidenses e italianos. La razón del bajo grado de diversificación internacional japonesa es la alta volatilidad del yen frente a otras divisas. Aunque la diversificación internacional hacia activo que solo están correlacionados débilmente con los bonos japoneses reduce el riesgo global del portafolio; la variabilidad del yen incrementa la variabilidad del rendimiento y el riesgo correspondiente.

**Cuadro 2**

ASIGNACIÓN DE CARTERA ÓPTIMA (base: 1996-98)

(Tenencias en porcentajes de inversionistas)

Tenencias de activos:	FR	GE	IT	EUR	UK	JP	US
Bonos europeos	82	83	78	82	14	7	18
Bonos franceses	38	29	37	35	0	4	0
Bonos alemanes	44	54	0	33	14	0	9
Bonos alemanes	0	0	41	14	0	3	9
Bonos del Reino Unido	0	0	2	1	68	0	10
Bonos japoneses	9	9	10	9	11	90	11
Bonos de Estados Unidos	9	8	10	9	6	3	60

Los países europeos continentales diversifican internacionalmente más que todos los demás países, al menos cuando se les considera por separado. Sin embargo, los tres, principalmente invierten en los bonos de los otros países continentales con un promedio de solamente el 18% del portafolio invertido en el Reino Unido, Estados Unidos y Japón. La columna denominada EUR en el cuadro 2 es el simple promedio de los primeros tres portafolios y no el resultado de la optimización. En la parte restante de este estudio, solamente “el inversionista” de la Europa continental<sup>11</sup> será relevante, por lo que la columna “EUR” proporciona el comportamiento europeo promedio.

Nótese que en términos de inversión fuera del área del euro, Francia, Alemania e Italia tienen un comportamiento similar. Por lo tanto, su agrega-

<sup>11</sup> Cabe admitir que en el análisis sólo se han considerado emisiones de bonos internacionales. Las emisiones de bonos de empresas y gobiernos en moneda doméstica no se han tomado en cuenta. Por lo tanto, las conclusiones están condicionadas al supuesto de que permanecen sin alteraciones las cantidades relativas.

ción como un inversionista europeo parece ser adecuada.

### 3) Análisis de escenarios

Con la introducción del euro, el grupo de divisas en el análisis actual se reduce de 6 a 4. Los tres países europeos continentales en la muestra del nuevo marco alemán, al franco francés y a la lira italiana respectivamente. La importancia de este evento de solo una perspectiva de portafolio es que pueda haber cambiado la estructura de covarianza de los rendimientos del tipo de cambio. Si es así, los portafolios óptimos también combinarán.

En los mercados de bonos aun existen seis categorías diferenciales de bonos. Esto quiere decir que los bonos gubernamentales alemanes financieros e italianos no necesariamente se convierten en perfectos sustitutos entre sí, a pesar de su denominación general en euros. Sin embargo, debido al euro, la estructura de covarianza de los rendimientos de los bonos puede haber cambiado; lo que tiene consecuencias para la composición de un portafolio.

*Un escenario de cuatro tipos de moneda.* Claramente se puede desarrollar un ilimitado número de escenarios hipotéticos con respecto a la nueva estructura de covarianza de rendimientos de los tipos de cambio y de bonos. Solamente algunos de ellos se pueden investigar en la práctica. En este estudio se presentan tres supuestos de comportamiento alternativo con respecto al tipo de cambio del euro y tres supuestos opcionales “con respecto al comportamiento de los rendimientos de los bonos europeos. Se empieza por los tres supuestos sobre los tipos de cambio:

- Con respecto al comportamiento europeo, primero asumo que el euro estará imitando el comportamiento pasado del marco alemán (DM) motivado por la pasada dominación del marco alemán en el sistema de tipos de cambio europeo y por el fuerte papel que desempeñaba el marco en los mercados financieros internacionales. Este supuesto llamado euro-DM puede aparecer cuando el ECB adquiriera tanto la reputación como la política del enfoque del Banco Central Alemán (Deutsche Bundesbank).
- En segundo lugar, se supone que el euro se comportará como un promedio ponderado por igual para las tres principales divisas participantes: el marco alemán (DM), el franco francés (FF) y la lira italiana (IL). Esta es la idea “euro = (DM+FF+IL)/3”. En esta alternativa, el euro y

la política monetaria europea pueden ser concebidas como una mezcla de las preferencias de los países participantes. A manera de sugerencia, eso se podría asociar con un euro más débil y una política monetaria, más acomodaticia.

- En tercer lugar, de nuevo se supone que el euro se comportará como el marco alemán aunque con mayor variabilidad, comparable a la variabilidad del tipo de cambio dólar/yen (el escenario de "euro = DM con alta varianza"). Si un sistema cambiario internacional verdaderamente tripolar surgiera con una coordinación de política escasa o nula, los tipos de cambio bilaterales de los tres principales bloques económicos podrían volverse más variables porque actuarán como compuestas de ajuste para choques asimétricos. Basados en la evidencia del cuadro 1 se supone que la desviación estándar del dólar/euro es de 1.6 veces el tamaño de la desviación estándar del dólar/DM.

A continuación, se hacen tres supuestos sobre los mercados de bonos europeos:

- El primer supuesto es que los mercados de bonos no están afectados por la introducción del euro. Los inversionistas pueden entonces todavía escoger dentro de un conjunto de seis bonos diferentes, tres de los cuales están denominados en la misma moneda (supuesto de los "tres bonos europeos"). Sin embargo, estas tres opciones, son sustitutos imperfectos. Nótese que los inversionistas alemanes, franceses e italianos escogerán ahora el mismo portafolio puesto que el riesgo cambiario mutuo entre ellos ha desaparecido completamente. Ellos enfrentan el mismo vector de rendimiento esperado y la misma matriz de covarianza.
- El segundo supuesto es que un gran mercado de bonos europeos surgirá donde los bonos emitidos por gobiernos individuales se conviertan en sustitutos perfectos. En este supuesto el bono europeo típico se comporta como el anterior bono alemán ("un bono europeo:  $GE$ ")
- El tercer supuesto sobre bonos es que un mercado grande de bonos europeos surgirá donde el bono europeo sea un promedio ponderado por igual de los bonos alemanes, franceses e italianos ("un bono europeo:  $(FR + GE + IT)/3$ ").

Nótese que los dos últimos supuestos sobre bonos son los captos lógicos de los supuestos cambiarios. En total, lo anterior arroja nueve diferen-

tes escenarios, uno para cada par de supuestos. Cada escenario se identificará por la combinación de la letra que identifica a los supuestos cambiarios y el número que representa el supuesto sobre el mercado de bonos. Por ejemplo, el escenario B2 es que el tipo de cambio del euro se comporta como un promedio ponderado por igual de las tres principales monedas europeas (supuesto B) y que el mercado de bonos también se comporta como un promedio por igual de los tres (supuesto 2).

Los resultados para el caso B2 se encuentran al centro del cuadro 3. Los resultados del análisis de portafolio conforme a los nueve diferentes escenarios se presentan en el cuadro 3. El cuadro consiste en los sectores A a C, que corresponden a cada uno de los supuestos cambiarios para el euro. Dentro de cada sector, se presentan los resultados para los tres supuestos sobre bonos. Las tendencias de bonos franceses, alemanes e italianos se agregan respectivamente en una categoría de bonos europeos. Por supuesto la composición deseada de portafolio dentro del agregado europeo, diferencia según los inversionistas de diferentes nacionalidades fuera del área del euro. Sin embargo, eso afectará, como muchos el precio relativo de los tres bonos europeos no el tipo de cambio del euro. Puesto que lo anterior es el foco de análisis en este caso, se garantiza la agregación entre los bonos europeos.

Una comparación entre el portafolio ideal en el cuadro 2 y los diferentes escenarios en el cuadro 3 arroja una serie de conclusiones. En primer lugar los portafolios óptimos japonés y el británico son relativamente insensibles a todos los diferentes supuestos sobre el del tipo de cambio de los bonos, por el contrario de los portafolios estadounidense y europeo, que muestran considerablemente una mayor variación entre los diferentes escenarios.

En segundo término, si un mercado de bonos europeo unificado surge, teniendo el típico bono europeo comportándose como lo hacía en el pasado el bono alemán –escenarios A2, B2 y C2–, entonces el análisis predice, sin ninguna ambigüedad una demanda global menor para los bonos europeos y una declinación en el valor cambiario del euro. Por una parte, los inversionistas tanto japoneses como estadounidenses demandan menos bonos en euros, y por la otra los inversionistas europeos demandan más bonos estadounidenses y japoneses. Si el tipo bono homogéneo europeo se comportase como un promedio ponderado de los anteriores bonos gubernamentales nacionales –escenarios A3, B3 y C3– difícilmente algo cambiaría con respecto al caso ideal. En tercer lugar, el atractivo relativo del euro, está pronosticado que decline, especialmente cuando el tipo de cambio entre el euro y el dólar se vuelve más variable: es-

Cuadro 3

## ASIGNACIÓN ÓPTIMA DE PORTAFOLIOS: CUATRO ESCENARIOS DE MONEDAS

<i>Supuesto sobre euro A</i> (euro = DM)	<i>Supuesto sobre bonos 1</i> (3 bonos en euro: FR, GE, IT)				<i>Supuesto sobre bonos 2</i> (1 bono en euro = GE)				<i>Supuesto sobre bonos 3</i> (1 bono en euro: [FR+ GE+ IT]/3)			
<b>Escenarios</b>	<b>A1</b>				<b>A2</b>				<b>A3</b>			
<b>Tenencias (en porcentajes) de inversionistas de:</b>												
	EU	UK	JP	US	EU	UK	JP	US	EU	UK	JP	US
Bonos en Euros	84	14	8	17	77	14	5	16	84	14	7	17
Bonos del Reino Unido	0	68	0	11	3	68	0	12	14	68	0	11
Bonos de Japón	9	11	90	11	10	11	91	11	7	11	90	11
Bonos de Estados Unidos	7	6	2	61	10	6	4	61	17	6	3	61

<i>Supuesto sobre euro B</i> (euro = FF+ DM+ IL)/3)	<b>B1</b>				<b>B2</b>				<b>B3</b>			
<b>Escenarios</b>	EU	UK	JP	US	EU	UK	JP	US	EU	UK	JP	US
Bonos en Euros	82	14	7	19	74	14	5	17	80	13	7	19
Bonos del Reino Unido	0	68	0	10	4	68	0	11	1	69	0	10
Bonos de Japón	9	11	90	11	11	11	91	11	10	12	90	11
Bonos de Estados Unidos	9	6	3	60	11	6	4	61	9	6	3	60

<i>Supuesto sobre Euro C</i> (euro = DM con varianza alta)	<b>C1</b>				<b>C2</b>				<b>C3</b>			
<b>Escenarios</b>	EU	UK	JP	US	EU	UK	JP	US	EU	UK	JP	US
Bonos en Euros	92	8	5	4	88	8	4	3	93	8	5	3
Bonos del Reino Unido	0	70	0	17	0	70	0	17	0	70	0	17
Bonos de Japón	7	12	90	14	8	12	91	15	6	12	90	15
Bonos de Estados Unidos	1	10	4	65	4	10	5	65	1	10	5	65

cenarios C1, C2 y C3. En estos escenarios, los inversionistas estadounidenses reducen sus tenencias de bono europeos de 18% en el caso ideal a cerca de 3 ó 4%; los inversionistas japoneses reducen sus tenencias de bonos europeos de 7 a 4 ó 5% y los inversionistas británicos reducen sus tenencias de 14 a 8%. Por otra parte la demanda de la Europa Continental de bonos británicos, japoneses y estadounidenses declina en una cantidad que varía entre 7 y 12% del portafolio total europeo. Faltan cifras confiables sobre el tamaño relativo de los portafolios de inversiones (expresado en una moneda común). No obstante, el resultado global en el caso de un tipo de cambio del euro variable parece sugerir una menor demanda de euros en los portafolios y una potencial caída en el valor del euro en los mercados financieros internacionales.

En suma, nuestro análisis de portafolios hipotético no sugiere un alza inmediata en el valor externo del euro. En los escenarios más favorables, el valor del euro puede esperarse que permanezca aproximadamente igual, mientras que en los otros escenarios es más probable una caída en el valor

del euro como divisa. La suposición subyacente es que la introducción del euro en combinación con la integración potencial de los mercados de bonos europeos puede hacer que disminuyan las posibilidades de diversificación al interior de Europa. Lo anterior significa que para el inversionista alemán, la desaparición del tipo de cambio bilateral entre Alemania e Italia –lo mismo que la convergencia entre el comportamiento del bono italiano y alemán– generará que los rendimientos de los bonos italianos y alemanes que están expresados en euros, estarán más correlacionados que antes.

Consecuentemente, dentro de Europa, la diversificación se vuelve menos redituable y los inversionistas no europeos ven que sus posibilidades de diversificación a lo largo de los países europeos disminuyen por igual, y por lo tanto también pueden volcarse hacia otros lugares. Ambos efectos pueden provocar una menor demanda de activos expresados en euros y una depreciación del euro. Igualmente los costos de transacción menores y una mayor liquidez de mercados europeos más integrados, que han sido excluidos del análisis, pueden contrarrestar este efecto.

*Entrada del Reino Unido a la moneda euro.* Actualmente la moneda euro consiste sólo de 11 países del total de 15 que componen la UE (Unión europea). La decisión del Reino Unido de mantener su propia moneda ha atraído mucha atención y discusión. Mientras la entrada de países relativamente pequeños como Dinamarca, Suecia y Grecia puede esperarse que no impacte sustancialmente el comportamiento el euro, la entrada del Reino Unido a la moneda euro puede tener un impacto considerable sobre la composición de la cartera internacional (Hartmann, 1988). Lo anterior es así porque el Reino Unido tiene mercados financieros más líquidos y de mayor profundidad que ninguno de los otros países que están participando en el euro.

En esta sección se investigan las consecuencias de la entrada del Reino Unido al euro mediante la distinción de cuatro supuestos sobre diferentes tipos de cambio –A a D– y cuatro supuestos sobre mercados de bonos europeos 1 a 4, que rinden un total de 16 pares de supuestos: escenarios A1 a D4. Los escenarios corresponden muy de cerca de los de la sección previa. Por esa razón, la explicación y motivación serán relativamente breves.

Con respecto al comportamiento el euro, los supuestos uno y tres son idénticos a los de la sección anterior.

- Primero, se supone que el euro imitará el comportamiento anterior del marco alemán (“euro = DM”).
- Segundo, el euro se comporta igual que un promedio ponderado de cuatro –en lugar de tres monedas europeas, el marco alemán (DM), el franco francés (FF), la lira italiana (IL) y la libra BP). En este caso “euro = (FF + DM + IL + BP)/4”, que es el escenario que corresponde al segundo escenario del euro usado anteriormente.
- Tercero, el euro se comporta como el marco alemán aunque con una mayor variabilidad (“euro = DM con alta varianza”).
- Cuarto, el efecto de la entrada del Reino Unido es dominante. El euro nuevamente es un promedio de las cuatro principales monedas, sin embargo, el peso de la libra esterlina es de 50%, mientras que los países europeos continentales tienen pesos iguales de 16.6% (“euro = (FF + DM + IL + 3BP)/6”).

Hay cuatro supuestos de mercados de bono correspondientes:

- Primero, los mercados de bonos no se afectan por la introducción del euro. Los inversionistas todavía podrán escoger entre un conjunto de seis diferentes bonos de los cuales cuatro están denominados ahora en la misma moneda (supuesto “cuatro euro bonos”). Sin embargo, continúan siendo sustitutos imperfectos. Nótese que todos los inversionistas británicos, alemanes, franceses e italianos, escogerán el mismo portafolio.
- Segundo, el bono europeo típico se comporta como el anterior bono alemán (“1 euro bono = GE”).
- Tercero, el bono euro es un promedio ponderado por igual de lo bonos británico, alemán, francés e italiano (“FR+ GE+ IT+ UK/4”).
- Cuarto, el bono europeo es un promedio ponderado de los cuatro bonos que lo constituyen. Sin embargo, ahora el bono del Reino Unido tiene un peso del 50% y los otros tres bonos tiene cada uno un peso del 16.6% (“FR+ GE+ IT+ 3UK/6”).

Nótese que los últimos tres supuestos son contrapartes lógicas a tres de los escenarios de tipos de cambio. El cuadro 4 contiene los resultados en los que las secciones A a D corresponden a los cuatro supuestos con respecto al comportamiento del euro en los mercados cambiarios. Los cuatro conjuntos de columnas corresponden a los cuatro supuestos en el mercado de bonos.

Para comparación con la marca establecida en el cuadro 2 a los escenarios previos en el cuadro 3, es importante reconocer que la participación de los bonos euro y de los bonos del Reino Unido en los portafolios de los inversionistas deben de sumarse. En el cuadro 4 se distinguen tres categorías de bonos: los bonos de Estados Unidos, los bonos japoneses y los bonos euro. Un primer punto que debe mencionarse es que la entrada del Reino Unido en el euro deja los portafolios japoneses virtualmente sin cambios a través de todos los escenarios. Existe una explicación simple. Ya que los bonos del Reino Unido parecen no ser atractivos para los inversionistas japoneses, tal como se descubrió anteriormente, la desaparición de la opción de inversión difícilmente hace alguna diferencia. El portafolio óptimo de los inversionistas estadounidenses y europeos, por otra parte, parece ser muy sensible a bonos específicos y características del mercado cambiario.

Cuando el euro tiene exactamente las características del marco alemán –escenarios A1 a A4– los in-

Cuadro 4

## ASIGNACIÓN ÓPTIMA DE PORTAFOLIO: ESCENARIO DE TRES MONEDAS

Supuesto euro A (euro = DM)	Supuesto sobre bonos 1 (4 bonos euro: FR, GE, IT, UK)			Supuestos sobre bonos 2 (1 bono euro: GE)			Supuestos sobre bonos 3 (1 bono euro: [FR+ + GE+ IT+ UK]/4)			Supuestos sobre bonos 5 (1 bono euro: [FR+ + GE+ IT+ 3UK]/6)		
	A1			A2			A3			A4		
<b>Tenencias (en porcentajes) de inversionistas de:</b>												
	EU	JP	US	EU	JP	US	EU	JP	US	EU	JP	US
Bonos en Euros	87	8	22	78	5	20	88	7	21	87	7	19
Bonos de Japón	9	90	11	10	91	12	9	90	12	11	91	13
Bonos de Estados Unidos	4	2	67	12	4	68	3	3	67	2	3	68
<i>Supuesto euro B euro = = (FF+ DM+ IL+ BP)/4</i>												
	B1			B2			B3			B4		
Bonos en Euros	82	7	28	72	4	27	82	6	28	82	6	25
Bonos de Japón	10	91	10	11	91	10	11	91	11	12	91	12
Bonos de Estados Unidos	8	3	62	16	4	63	7	3	61	6	3	63
<i>Supuesto euro C (euro = = DM con alta varianza)</i>												
	C1			C2			C3			C4		
Bonos en Euros	93	5	9	88	4	8	93	5	7	92	5	6
Bonos de Japón	7	90	15	8	91	15	7	91	16	8	91	17
Bonos de Estados Unidos	0	4	76	4	5	77	0	5	77	0	5	77
<i>Supuesto euro D (euro = = (FF+ DM+ IL+ 3BP)/6)</i>												
	D1			D2			D3			D4		
Bonos en Euros	82	6	30	72	3	29	82	5	31	81	5	29
Bonos de Japón	10	91	10	11	92	10	10	91	11	12	91	12
Bonos de Estados Unidos	8	3	60	18	5	61	8	3	59	7	4	60

versionistas estadounidenses reducen sus portafolios en euro a medida que los inversionistas europeos disminuyen sus tenencias de bonos estadounidenses. En el escenario A2, cuando el mercado de bonos europeo se integra y el típico bono europeo tiene las características del bono alemán, los resultados para el euro se deterioran dramáticamente. Los inversionistas estadounidenses disminuyen fuertemente su demanda de bonos europeos, mientras que los inversionistas europeos aumentan su demanda de bonos estadounidenses. El efecto sería una depreciación del euro con respecto al dólar.

Los mejores escenarios para el euro son aquellos en los que el euro se comporta como un promedio ponderado de las cuatro monedas europeas –escenarios B1 a B4 y D1 a D4– cuando la libra esterlina recibe un peso mayor –en combinación con un mercado de bonos europeos integrado que se comporta como un promedio ponderado de los

cuatro mercados de bonos nacionales que lo forman– escenarios B1, B3 y B4. Los inversionistas estadounidenses incrementan marginalmente su demanda de bonos europeos, en tanto que los inversionistas europeos marginalmente disminuyen su demanda de bonos estadounidenses. Entonces, es cuando puede ocurrir una apreciación del euro. Cuando el euro empieza a comportarse como el anterior marco alemán con una variabilidad ampliada –escenarios C1 a C4– la demanda total de activos denominados en euros se espera que caiga de nuevo. Los inversionistas de Estados Unidos reducen sus tenencias de euros en aproximadamente 20 puntos porcentuales. Los inversionistas japoneses las reducen cerca de 2 puntos porcentuales. Los inversionistas europeos reducen su portafolio de bonos estadounidenses en cerca de 8 ó 9 puntos porcentuales hasta quedar virtualmente en cero y su portafolio de bonos japoneses en dos o tres puntos porcentuales igualmente. En general,

el efecto sobre el euro se pronostica que sería negativo.

*Grosso modo*, la entrada del Reino Unido al euro generalmente lleva a conclusiones similares cuantitativamente con la libra esterlina existiendo paralelamente con el euro. Basado en un rango plausible de escenarios, el análisis de portafolio simple sugiere que un alza potencial a corto plazo del valor del euro parece poco probable.

### III. Oferta y demanda reales en 1999

Ha quedado claro en las secciones anteriores que para una amplia gama de desarrollos plausibles en los mercados cambiarios del euro y en los mercados de bonos europeos, es poco probable un incremento sustancial en la demanda neta de activos denominados en euros internacionalmente. La principal razón de lo anterior es el incremento en la correlación entre los activos europeos y el correspondiente decrecimiento en las posibilidades de diversificación atractivas con respecto a los bonos denominados en euros. Un incremento sustancial en la profundidad y la liquidez de los mercados de bonos europeos junto con costos de transacción menores puede actuar en contra y compensar este efecto y generar una demanda neta mayor de los activos europeos. La entrada del Reino Unido en el área del euro puede tener un efecto similar, especialmente cuando el comportamiento de un bono representativo europeo y del euro estarán influenciados considerablemente por la libra esterlina, ambos eventos tardan en desarrollarse, en suma, el análisis teórico es consistente con –aunque no necesariamente sea la razón de– la depreciación, de hecho, del euro en 1999.

En esta sección, paso a las condiciones de hecho de la oferta y la demanda en los mercados de bonos internacionales en el primer semestre de 1999. Hasta ahora, las ofertas de bonos se han supuesto exógenas y constantes. Aquí reconsidero la validez de ese supuesto y paso a emisiones de hecho de bonos internacionales durante 1999.<sup>12</sup> Subsecuentemente uso las características de hecho del mercado cambiario del euro y de los mercados de bonos europeos para el primer semestre de 1999, para otra vez buscar la optimización de portafolio para inversionistas representativos de los diferentes paí-

<sup>12</sup> Cabe una salvedad. En el análisis solo se consideraron emisiones de bonos internacionales. No se toman en cuenta emisiones de bonos corporativos y gubernamentales, en moneda domésticas. Por lo tanto, las conclusiones están condicionadas al supuesto de que las cantidades relativas de emisiones de bonos domésticos en los diferentes países permanecen sin alteración alguna.

ses. Al computarizar el portafolio óptimo, se usan, de hecho, estructuras de covarianza. Sin embargo, para los rendimientos esperados, se hacen los mismos supuestos como antes. Los rendimientos de bonos esperados igualan las ganancias al vencimiento al final de 1998, en tanto que los rendimientos de monedas esperados son cero.

#### 1) Emisiones de bonos internacionales en 1999

El cuadro 5 contiene un panorama de las emisiones de letra a mediano plazo y de bonos internacionales en 1997. En primer término, el cuadro 5 confirma que pareciera adecuado limitar el análisis a bonos (y letras) denominados en dólares de Estados Unidos, yenes japoneses, libras esterlinas, y las principales monedas europeas. Las emisiones en otras monedas sólo representan una fracción marginal del mercado total. Dentro del área euro, las tres principales monedas representan la gran mayoría de las emisiones en 1997 y 1998. Claramente, después de enero de 1999, se emiten bonos denominados en euros (y letras) los cuales ya no se pueden dividir entre monedas europeas separadas.

**Cuadro 5**

CARACTERÍSTICAS DE EMISIONES, NETAS DE BONOS Y LETRAS A MEDIO PLAZO, DE DEUDA INTERNACIONALES

(En miles de millones de dólares)

	1997	1998	1999			Acciones sep. 1999
Moneda:			Q1	Q2	Q3	
Dólar	293.4	398.9	132.3	152.1	114.3	2 126.5
Yen	28.2	-24.2	-11.8	- 3.5	6.1	493.1
Área euro	128.4	203.1	83.5	134.7	139.7	1 356.6
Libra esterlina	46.8	57.0	17.6	26.5	20.6	389.3
Otras	21.9	17.9	4.8	11.9	- 0.2	287.8
<i>Total</i>	<i>518.7</i>	<i>652.7</i>	<i>226.4</i>	<i>321.7</i>	<i>280.5</i>	<i>4 653.3</i>

FUENTE: *International Banking and Financial Market Developments*, revista trimestral del BIS, noviembre de 1999, cuadro 13B. Para el Reino Unido, los datos contienen (una cantidad cuantitativamente no importante de) emisiones de bonos y letras relacionadas con acciones.

En segundo lugar y lo que es más importante, ha tenido lugar un gran giro en ofertas relativas al inicio del euro. En los dos años que precedieron la introducción del euro, cerca del 60% de todas las emisiones de deuda a largo plazo se dieron en dólares de Estados Unidos, en tanto que emisiones en monedas europeas representaron entre el 25 y

30% de todas las emisiones. La libra esterlina se usó en algo menos del 10% de las emisiones; las emisiones japonesas promediaron casi cero, probablemente debido al comportamiento *slack* de la economía japonesa. En 1999, sin embargo, las ofertas relativas variaron significativamente a favor de los bonos y letras europeas. Cerca de los tres cuartos completos de nuevas emisiones de deuda en dólares de Estados Unidos y la deuda en euros, son aproximadamente iguales. Aparentemente, para los administradores pasivos, el euro fue la moneda de elección en 1999.<sup>13</sup> Consecuentemente la oferta relativa de bonos y letras denominados en euros se incrementó en 1999. A condición de que las participaciones de portafolio óptimas para los inversionistas internacionales permanezcan constantes, esto implicará una oferta neta en exceso, de activos en euros y pronosticará una caída del euro.

## 2) El portafolio óptimo en 1999

El cuadro 6 contiene un resumen estadístico de los rendimientos cambiarios y de bonos durante los primeros seis meses de 1999. En la discusión, se harán comparaciones de los resultados en el cuadro 6 para 1999 con las del cuadro 1 para el período 1996-98. El sector A del cuadro 6 muestra que el rendimiento medio de todos los bancos europeos, incluyendo el Reino Unido, es casi idéntico a -0.031 por día, es decir - 8.09% anual. Lo anterior refleja las pérdidas de capital sobre los bonos a largo plazo, a lo largo de la muestra, debido a rendimientos crecientes. Para Estados Unidos, el rendimiento del bono fue aun más bajo a -0.060% al día o - 15.66% anual. Solo el bono japonés, *ex post*, generó un rendimiento positivo de 0.020% diario o 5.22% anual. Sin embargo, comparado con el período 1996-98 la desviación estándar de los rendimientos de los bonos japoneses se duplicó de 0.304 a 0.611. El dólar de Estados Unidos se apreció contra todas las monedas. Obviamente, los tres países de euro experimentaron exactamente la misma depreciación de 0.1% por día contra el dólar. Tanto el yen como la libra esterlina se depreciaron relativamente frente al dólar, pero se apreciaron frente al euro.

El sector B del cuadro 6 muestra que los coeficientes de correlación entre los rendimientos de

<sup>13</sup> Lo anterior se aplica aun más fuertemente a los instrumentos del mercado de dinero internacional. En los primeros tres trimestres de 1999 la parte del mercado correspondiente a emisiones de mercado de dinero cuya denominación está en euros llegaba a cerca de 80%, en comparación con cerca del 25% en los dos años precedentes. Las ganancias en euros se produjeron principalmente a costa del dólar de Estados Unidos, véase BPI (1999) cuadro 13A.

los bonos de la Europa Continental expresados en la moneda conjunta generalmente se incrementaron. Sin embargo, un mercado de bonos europeos completamente integrado, con bonos perfectamente sustituibles aún no se ha logrado. En el mercado cambiario, Francia, Alemania, Italia, comparten una moneda común, consecuentemente, sus coeficientes de correlación mutuos en el sector C igualan la unidad. La correlación entre la libra esterlina con otras monedas europeas se incrementó, en tanto que la correlación del yen con todas las monedas decreció. Del sector D se puede concluir

**Cuadro 6**

RESUMEN DE ESTADÍSTICAS, 1999

<b>Sector A. Rendimientos de bonos y cambiario</b>						
	<i>Rend. bonos (moneda interna; % diarios)</i>		<i>Rend. cambiarios (del dólar % diarios)</i>		<i>Rend. bonos (dólar % diarios)</i>	
	<i>Media</i>	<i>Desv. est.</i>	<i>Media</i>	<i>Desv. est.</i>	<i>Media</i>	<i>Desv. est.</i>
FR	-0.031	0.382	0.100	0.519	-0.031	0.695
GE	-0.031	0.385	0.100	0.519	-0.031	0.709
IT	-0.031	0.333	0.100	0.519	-0.031	0.666
UK	-0.032	0.393	0.040	0.387	-0.073	0.522
JP	-0.020	0.611	0.055	0.797	-0.035	0.852
US	-0.060	0.437	...	...	-0.060	0.437

<b>Sector B. Matriz de correlación de rendimientos de bonos (moneda interna)</b>						
	<i>FR</i>	<i>GE</i>	<i>IT</i>	<i>UK</i>	<i>JP</i>	<i>US</i>
FR	1	0.63	0.72	0.62	0.00	0.33
GE		1	0.88	0.25	0.16	0.08
IT			1	0.45	0.16	0.25
UK				1	0.03	0.55
JP					1	0.06
US						1

<b>Sector C. Matriz de correlación de rendimientos cambiarios del dólar</b>					
	<i>FR</i>	<i>GE</i>	<i>IT</i>	<i>U.K.</i>	<i>JP</i>
FR	1	1	1	0.56	0.23
GE		1	1	0.56	0.23
IT			1	0.56	0.23
UK				1	0.16
JP					1

<b>Sector D. Matriz de correlación de rendimientos de bonos (dólar de Estados Unidos)</b>						
	<i>FR</i>	<i>GE</i>	<i>IT</i>	<i>UK</i>	<i>JP</i>	<i>US</i>
FR	1	0.89	0.92	0.56	0.14	0.19
GE		1	0.97	0.43	0.20	0.05
IT			1	0.50	0.21	0.13
UK				1	0.14	0.46
JP					1	-0.11
US						1

que la correlación entre los rendimientos del bono de Estados Unidos y los rendimientos de bonos no estadounidenses expresados en dólares ha permanecido virtualmente la misma. Sin embargo, la correlación entre los bonos europeos expresados en dólares e ha incrementado considerablemente. Para un inversionista de Estados Unidos los diversos bonos europeos se han convertido en sustitutos cercanos.

En el cuadro 7 se presenta la optimización de los resultados del portafolio de 1999 para el inversionista representativo de cada país. Comparando con el cuadro 2 aparecen una serie de cambios. Haciendo a un lado a Estados Unidos, todos los países incrementan su diversificación internacional. Los inversionistas de Europa Continental han incrementado, en promedio, sus inversiones en el extranjero –es decir en monedas diferentes al euro– demandando cuatro puntos porcentuales más que en Estados Unidos y cinco puntos porcentuales más que los bonos del Reino Unido. Por otra parte sus inversiones japonesas declinan en tres puntos porcentuales. Simultáneamente los inversionistas de Estados Unidos demandan menos bonos en euros y bonos del Reino Unido. Tanto los inversionistas japoneses como británicos incrementan su demanda de bonos en euros. En suma, el cambio neto en la demanda de bonos en euros es ambiguo. Sin embargo, parece razonable suponer que los inversionistas del área del euro y de Estados Unidos son los participantes más grandes del mercado en cuanto al tamaño absoluto del portafolio. El efecto combinado de una demanda europea incrementada de activos de Estados Unidos y un decremento de demanda estadounidense de activos europeos, muy probablemente dominará los cambios de portafolio surgidos en el Reino Unido y en Japón. De ser así, una depreciación del euro con respecto al dólar es el resultado predecible en el primer semestre de 1999.

**Cuadro 7**

ASIGNACIÓN ÓPTIMA DE PORTAFOLIOS EN 1999

(Tenencias, en porcentaje, de inversionistas de:)

Tenencias de activos	EUR	UK	JP	US
Bonos europeos	75	18	10	15
Bonos franceses	19	0	10	0
Bonos alemanes	12	18	0	15
Bonos italianos	44	0	0	0
Bonos del Reino Unido	6	60	19	8
Bonos japoneses	6	7	70	15
Bonos de Estados Unidos	13	15	1	62

Desafortunadamente la cuantificación del grado de depreciación no es posible, dadas las bases de este análisis. Sin embargo, la predicción cualitativa de la caída del euro es consistente con los eventos que se han dado de hecho.

#### IV. Resumen y conclusión

En este trabajo, se analizan las consecuencias de la introducción del euro para los portafolios de bonos óptimos de los inversionistas de los principales países industrializados: Estados Unidos, Japón, el Reino Unido y los tres principales países europeos que participan en el euro –Francia, Alemania e Italia–. Además se han investigado las consecuencias de cambios en portafolios óptimos para el tipo de cambio del día (*spot*) del euro/dólar.

Utilizando datos diarios sobre bonos gubernamentales de vencimiento constante de estos seis países, así como datos cambiarios bilaterales relativos al dólar de Estados Unidos para el período 1996-98, se elaboró un portafolio ideal óptimo para inversionistas representativos de cada uno de esos países. Cada inversionista usa la misma función de utilidad cuadrática simple para optimización. Subsecuentemente se distinguen tres escenarios cambiarios (euro) plausibles y tres escenarios de mercados de bonos (europeos) plausibles, como resultado de la llegada del euro. Entonces, la optimización de portafolio se implementa otra vez conforme a las nueve diferentes combinaciones con respecto a las características del tipo de cambio del euro y al bono en euros. Generalmente, los resultados sugieren que un incremento en la demanda neta de activos en euros es improbable debido a la reducción inherente de posibilidades atractivas de diversificación. Se ha pronosticado que la demanda neta de bonos en euros decline en dos casos en particular. Este es el caso cuando el tipo de cambio del euro/dólar se torne más variable que lo que solía ser el tipo de cambio DM/dólar. También se da cuando el mercado de bonos en euros se vuelve tan integrado que los bonos franceses, alemanes e italianos se convierten en perfectos sustitutos, con características similares a las del bono alemán. Para una oferta de bonos en euros, esto a su vez, implica una depreciación del euro. Es verdad que los efectos anteriores pueden contra atacarse e incluso compensarse a base de incrementar la profundidad y la liquidez de los mercados de bonos europeos junto con costos de transacción menores. Estos elementos han sido excluidos del análisis, pero, en principio pueden incrementar tanto la oferta como la demanda de activos europeos. El efecto neto es ambiguo debido a la posición espe-

cial de la libra esterlina en los mercados financieros del mundo, un conjunto separado de escenarios se investiga conforme al supuesto de que el Reino Unido entrará al área del euro y empezará a usar el euro como moneda. Los resultados se parecen mucho al caso en el que el Reino Unido es incluido en el área del euro. El mayor potencial para un incremento sustancial en la demanda neta de activos en euros se da cuando tanto el euro como el bono típico europeo se comportará como promedios ponderados de las monedas y bonos nacionales que intervienen en el promedio, así como cuando el peso del Reino Unido es relativamente alto.

Finalmente, los datos con que se cuenta de hecho para el primer semestre de 1999 se usan para evaluar el comportamiento del portafolio óptimo. Los datos de 1999 sugieren una baja demanda de activos en euros por parte de los inversionistas europeos. Aunque tanto los inversionistas japonés como británicos incrementaron su demanda de activos en euros, lo más probable es que el efecto neto sea un decremento en la demanda de activos en euros. Es más, los datos con que se cuenta de hecho sobre nuevas emisiones de deuda en los mercados internacionales durante 1999 muestran un gran cambio a favor de los activos denominados en euros, sugiriendo que el euro era la moneda elegida por los administradores de pasivos en 1999. Consecuentemente, tanto los desarrollos de la oferta y la demanda que se conocen en los mercados de bonos internacionales durante 1999 son consistentes con la depreciación que de hecho se dio en el euro frente al dólar de Estados Unidos.

### **Referencias bibliográficas**

- Abduaf, Niso, y Philippe Jorion, "Purchasing power parity in the long run", *Journal of Finance*, marzo de 1990, pp. 157-74.
- Adler, Michael, y Bernard Dumas, "International portfolio choice and corporation finance: a synthesis", *Journal of Finance*, junio de 1983, pp. 925-84.
- Banco de Pagos Internacionales, "International and finance market developments", *Quarterly Review*, noviembre de 1999.
- Frankel, Jeffrey A., y Andrew K. Rose, "A panel project on purchasing power parity: mean reversion within and between countries", *Journal of International Economics*, febrero de 1996, pp. 209-24.
- Hartmann, Philipp, *Currency competition and foreign exchange markets: the dollar, the yen and the euro*, Cambridge University Press, 1998.
- Heston, Steven L., y K. Geert Rouwenhorst, "Does industrial structure explain the benefits of international diversification?", *Journal of financial economics*, agosto de 1994, pp. 3-27.
- Lewis, Karen K., "Puzzles in international financial markets", en Gene M. Grossman y Kenneth Rogoff (eds.), *Handbook of International Economics*, North-Holland, 1995, pp. 1913-71.
- Lewis, Karen K., "Trying to explain home bias in equities and consumption", *Journal of Economic Literature*, junio de 1999, pp. 571-608.
- Masson, Paul R., y Bart G. Turtelboom, *Characteristics of the euro, the demand for reserves, and policy coordination under EMU*, Fondo Monetario Internacional, mayo de 1997 (Working Paper WP/97/58).
- McCauley, Robert N., *The euro and the Dollar*, Princeton University Press, noviembre de 1997 (Essays in International Finance).
- McCauley, Robert N., y William R. White, "The euro and European financial markets", Junta de Gobierno del Sistema Federal de Reserva, mayo de 1997 (Working Paper).
- Ménil, Georges de, "Real capital market integration in the EU: how far has it gone"? What will the effect of the euro be?, *Economic Policy*, abril de 1999, pp. 165-89.
- Mussa, Michael, *Nominal exchange rate regimes and the behavior of real exchange rates: evidence and implications*, Carnegie-Rochester, otoño de 1986 (Conference Series on Public Policy), pp. 117-213.
- Portes, Richard, y Helen Rey, "The emergence of the euro as an international currency", *Economic policy*, abril de 1998, pp. 305-32.
- Prati, Alessandro, y Garry J. Schinasi, *European Monetary Union and international capital markets: structural implications and risks*, Fondo Monetario Internacional, mayo de 1997 (Working Paper).
- Tavlas, George S., "The international use of currencies: the US dollar and the euro", *Finance and Development*, junio de 1998, pp. 46-49.

# Relaciones del BCE con las instituciones y organismos de la Comunidad Europea\*

*Banco Central Europeo*

## I. Introducción

Al iniciarse la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria (UEM), se establecieron el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) y el Banco Central Europeo (BCE), de conformidad con las disposiciones pertinentes del Tratado. En el ejercicio de sus facultades y el cumplimiento de sus tareas y objetivos normativos (véase anexo 1), el SEBC y el BCE han hecho su aparición como nuevos responsables de la política económica en el contexto institucional global de la Comunidad Europea. Sin embargo, en la actualidad, las tareas básicas del SEBC las realiza el Eurosistema, que está integrado por el BCE y los bancos centrales nacionales de los Estados miembros que han adoptado el euro.

Apoyados en el Tratado y dotados de las competencias y prerrogativas necesarias para el desempeño de sus funciones, el BCE y el SEBC/Eurosistema se encuadran en el marco institucional de la Comunidad Europea y, por consiguiente, mantienen relaciones con los diversos organismos e instituciones de la Comunidad. El propio Tratado prevé una serie de disposiciones que establecen y regulan estas relaciones, en las que se designa al BCE casi como único interlocutor en el contexto de la Comunidad Europea. Así pues, el presente artículo se centra exclusivamente en las relaciones del BCE con las instituciones y organismos de la Comunidad, en la medida en que, o bien se hallan enraizadas en las disposiciones del Tratado o se mantienen para velar por el adecuado desempeño de las tareas reglamentarias del SEBC.

El grado de colaboración del BCE con dichos organismos e instituciones guarda relación con la

asignación concreta de competencias en materia de políticas dentro del marco de la UEM, a tenor de lo dispuesto en el Tratado. El Eurosistema es el único órgano competente para definir y poner en práctica la política monetaria única y para mantener y gestionar las reservas oficiales de los Estados miembros de la zona del euro. Además, el BCE tiene el derecho exclusivo de autorizar la emisión de billetes en euros, mientras que la emisión de las monedas en euros es competencia de los Estados miembros, previa autorización del BCE. Por otra parte, una de las tareas normativas que el Eurosistema tiene encomendadas es la de “promover el buen funcionamiento de los sistemas de pago” y contribuir a la buena gestión de las políticas que lleven a cabo las autoridades competentes “con respecto a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y a la estabilidad del sistema financiero”. En lo tocante a la política cambiaria, el Eurosistema tiene la competencia exclusiva de decidir y realizar operaciones en el mercado de divisas. Sin embargo, en lo relativo al marco general de ejecución de dicha política, el Tratado contempla una estrecha interacción entre el BCE y el Consejo de la UE, como se indica en los apartados (1) y (2) del artículo 111.

## II. Carácter del BCE en el marco institucional de la Comunidad Europea

En el artículo 7 del Tratado se enumeran las instituciones de la Comunidad Europea (concretamente, el Parlamento Europeo, el Consejo, la Comisión, el Tribunal de Justicia y el Tribunal de Cuentas) que tienen encomendados, con carácter general, el desempeño de las funciones de la Comunidad dentro de los límites de las facultades que el Tratado les confiere. Por el contrario, la base jurí-

\* Reproduce el CEMLA, con la debida autorización, el presente artículo aparecido en el *Boletín Mensual del BCE*, de octubre de 2000, pp. 49-64.

dica del SEBC y del BCE se contempla en otro artículo (el artículo 8), en el que se apoya su personalidad jurídica concreta en el contexto global de la Comunidad Europea, se los diferencia de las otras instituciones y se limita sus actividades a una serie de funciones muy claramente definidas.

El principal rasgo institucional que distingue al BCE de las instituciones definidas en el artículo 7 es su independencia específica, consagrada en el artículo 108. El Tratado establece la obligación de que “ni el BCE, ni los bancos centrales nacionales, ni ninguno de los miembros de sus órganos rectores, podrán solicitar o aceptar instrucciones de las instituciones y organismos comunitarios, ni de los Gobiernos de los Estados miembros, ni de ningún otro órgano” en el ejercicio de sus facultades o en el desempeño de las tareas u obligaciones que les asignan el Tratado o los Estatutos. Por su parte, las instituciones y organismos comunitarios “se comprometen a respetar este principio y a no tratar de influir en los miembros de los órganos rectores del BCE y de los bancos centrales nacionales en el ejercicio de sus funciones”. La especial naturaleza de su situación de independencia impone unos límites bien definidos en cuanto al nivel de compromiso que debe existir entre las instituciones y los organismos comunitarios por una parte, y el BCE por la otra.

En la práctica, el respeto a la independencia del BCE y el reconocimiento de sus responsabilidades presupone que, con respecto a la interacción en el campo de las políticas económicas, las relaciones del BCE con otros organismos responsables de dichas políticas no pueden sobrepasar los límites de un diálogo no vinculante. En el Consejo Europeo de Helsinki, celebrado en diciembre de 1999, los jefes de Estado o de Gobierno respaldaron la idea de que el BCE participaría en la cooperación, en materia de política económica, en el ámbito comunitario en forma de diálogo exclusivamente, sin intervenir en modo alguno en la coordinación *ex ante* de su política monetaria con otras políticas.

La independencia institucional del BCE se subraya aún más por el hecho de que se le haya conferido una personalidad jurídica propia. Además, el BCE es independiente desde el punto de vista financiero, lo que significa que su presupuesto de operaciones no forma parte del presupuesto general de la Comunidad, aunque sí está sujeto al escrutinio de un auditor independiente. Sin embargo, en el presente artículo no se abordan cuestiones relativas al carácter financiero del BCE, ni tampoco se entra en detalles sobre las relaciones del BCE con el Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas en el contexto de los instrumentos de control judicial que existen actualmente (véase

la descripción en el artículo titulado “El marco institucional del sistema europeo de bancos centrales”, publicado en el *Boletín Mensual del BCE* de julio de 1999).

Otro aspecto del peculiar carácter institucional del BCE se define claramente en la misión que tiene encomendada, a saber, mantener la estabilidad de precios en la zona del euro y, de esta manera, contribuir a la consecución de los objetivos de la Comunidad. De hecho, la contribución más valiosa que el BCE puede hacer para fomentar, entre otras cosas, “un crecimiento sostenible no inflacionista” y “un alto nivel de empleo” (véase artículo 2 del Tratado) pasa por la aplicación de una política monetaria encaminada a lograr la estabilidad de precios (véase el artículo titulado “La estrategia de política monetaria del Eurosistema orientada hacia la estabilidad”, publicado en el *Boletín Mensual del BCE* de enero de 1999). Esta es la única forma en la que la política monetaria puede contribuir al funcionamiento ordenado del mecanismo de precios, que constituye un rasgo esencial de toda economía de mercado que funcione como es debido. Además, en un entorno de estabilidad de precios, las primas de riesgo y los tipos de interés reales a largo plazo suelen ser más bajos, lo que genera niveles más altos de inversión y estimula, a su vez, el crecimiento económico.

El carácter institucional concreto del BCE y su objetivo primordial, claramente definido, de mantener la estabilidad de precios reflejan el pensamiento económico moderno, apoyado en la evidencia histórica. De hecho, los bancos centrales dotados de independencia, a los que se ha encomendado la inequívoca misión de velar por la estabilidad de precios han sido los que mejores resultados han obtenido en la lucha contra la inflación y en el mantenimiento de una moneda digna de confianza y estable. A este respecto, la Comunidad Europea no solo se ha dotado de un orden monetario muy avanzado que ha sido contrastado y puesto a prueba, sino que, además, lo ha consagrado en un Tratado con carácter constitucional en vez de hacerlo a través de la legislación ordinaria.

El Tratado se basa también en la positiva experiencia acumulada en diversos órdenes monetarios nacionales, en la medida en que ofrece varios cauces de comunicación y foros para el diálogo con otras autoridades y con el público en general. Ello está motivado por las siguientes consideraciones básicas.

Las relaciones del BCE con las instituciones y los organismos comunitarios se basan en el respeto a los principios fundamentales de las sociedades democráticas. Con la introducción del euro y la consiguiente transferencia de competencias en materia

de política monetaria y otras competencias afines, se ha hecho depositario al Eurosistema de un aspecto crucial de la soberanía. Dado que la institución cumple esta función con absoluta independencia, el BCE tiene que rendir cuentas ante los representantes elegidos democráticamente, es decir, ante el Parlamento Europeo. Por consiguiente, tanto el Tratado como otra legislación pertinente, contienen una serie de disposiciones a tal efecto, especialmente en lo que se refiere a las relaciones del BCE con el Parlamento Europeo y sus obligaciones generales de información.

Al margen de estas relaciones institucionalizadas, el Tratado contempla una serie de contactos formalizados de otro tipo entre el BCE y las instituciones y los organismos comunitarios (véase anexo 2), que se refieren, concretamente, a la participación del presidente del BCE en las reuniones del Consejo de la UE y a la asistencia del presidente de dicho Consejo y de un miembro de la Comisión Europea a las reuniones del Consejo de Gobierno del BCE.

Estas relaciones entre el BCE y las instituciones y los organismos, que tienen por objeto fomentar el intercambio de opiniones y el diálogo en materia de política económica, se justifican también por motivos funcionales. De hecho, las relaciones de trabajo entre el BCE y otros organismos responsables de la política económica de la UE son necesarias para el buen desempeño de las tareas del Eurosistema. En este sentido, sobran las explicaciones cuando se trata de tareas en las que el Eurosistema comparte sus competencias con organismos comunitarios. En estos casos, el Tratado requiere la cooperación del BCE con las instituciones o los organismos pertinentes (por ejemplo, en materia de estadísticas). No obstante, en lo relativo a la política monetaria única, que se define y ejecuta con exclusiva competencia, al BCE también le interesa mantener un diálogo fructífero con otras autoridades. Dicho interés tiene su origen en la coexistencia de una política monetaria única e indivisible y un proceso de formulación de las políticas económicas descentralizado. El BCE cuenta con los instrumentos de política monetaria necesarios para mantener la estabilidad de precios a medio plazo. Sin embargo, otras autoridades económicas que operan sobre todo en el ámbito nacional, como los gobiernos o los interlocutores sociales, influyen también en variables importantes que dejan sentir sus efectos en la evolución a corto plazo de los precios en la economía de la zona del euro. El mantenimiento de un diálogo permanente entre el BCE y otros organismos responsables de la política económica permite explicar la trayectoria de la política monetaria y facilita la comprensión de las actividades del BCE

a quienes las contemplan desde el exterior. De hecho, esos intercambios de opiniones son mutuamente beneficiosos, ya que el conocimiento del fundamento lógico en que el BCE basa sus decisiones de política económica puede ser un elemento esencial para las decisiones de otros responsables en la materia. A este respecto, el BCE puede servir como ancla fiable y parámetro de referencia en las decisiones que adopten algunos agentes para estabilizar las expectativas de inflación.

Se entiende que la descripción de las relaciones del BCE con las diversas instituciones y organismos comunitarios, que se presenta más adelante, en las secciones III, IV, V y VI, es totalmente pertinente a efectos de las tareas del BCE (véase también una panorámica global en el cuadro 1). En la sección VII se explican algunas relaciones más especializadas con los responsables públicos en el ámbito de la Comunidad, que tienen que ver con áreas concretas de actividad del BCE.

### III. Relaciones con el Parlamento Europeo

Dentro del entramado que forman las relaciones del BCE con las instituciones y los organismos comunitarios, ocupan un lugar especial –por no decir esencial– los estrechos lazos que mantiene con el Parlamento Europeo. Esta es la única institución integrada por representantes de los ciudadanos europeos elegidos directamente y, por lo tanto, desempeña un papel crucial a la hora de exigir responsabilidades al BCE por la ejecución de la política monetaria. Las decisiones que adopta el BCE en materia de política económica para alcanzar su objetivo afectan a las vidas y al bienestar de millones de ciudadanos de la UE. En una sociedad democrática, esas decisiones deben someterse al escrutinio de los ciudadanos o al de sus representantes libremente elegidos. En este sentido, las relaciones del BCE con el Parlamento Europeo deben contemplarse como algo más que una simple obligación normativa. Más bien, la comparecencia del presidente del BCE y de otros miembros de su Comité Ejecutivo ante el Parlamento Europeo contribuye también a salvaguardar la aceptación pública del carácter de independencia de que goza la institución. Por lo tanto, no cabe duda de que el BCE debe, por su propio interés, cuidar esas relaciones.

La exigencia de una rendición de cuentas es, por definición, una labor *ex post*. De hecho, la interacción del Parlamento Europeo con el BCE se centra, claramente, en el examen retrospectivo de las medidas de política aplicadas por el Banco. Éste, por su parte, se compromete a explicar con detalle sus decisiones. Aunque el BCE puede informar

a los miembros del Parlamento Europeo de las iniciativas que se propone emprender (como la Campaña de Información Euro 2002, por ejemplo), el respeto a su independencia presupone que sería ilegal ejercer presiones políticas de cualquier tipo.

En general, el presidente del BCE rinde cuentas de su política monetaria y de otros temas afines ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo cuatro veces al año. A cada una de estas intervenciones sigue un debate abierto con los miembros del Comité sobre una amplia gama de temas. Otros miembros del Comité Ejecutivo del BCE pueden, asimismo, rendir cuentas ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios y así lo han hecho ya para debatir temas específicos que abarcan desde aspectos de la Campaña de Información Euro 2002 hasta cuestiones de representación externa de la Comunidad en el contexto de la UEM. Además, el BCE presenta ante el Parlamento Europeo su *Informe Anual* –que describe las actividades del SEBC y del Eurosistema y la política monetaria tanto del año precedente como del año en curso– de conformidad con el apartado (3) del artículo 113 del Tratado. Por último, el nombramiento del presidente, el vicepresidente y otros miembros del Comité Ejecutivo del BCE han de consultarse al Parlamento Europeo que, a tal efecto, celebra las oportunas audiencias. Las formas en que el BCE interactúa con el Parlamento Europeo se describen con detalle en el *Informe Anual* 1999 del BCE.

#### IV. Relaciones con el Consejo de la UE

##### 1) El Consejo ECOFIN

El Consejo de Ministros es –en muchos casos, junto con el Parlamento Europeo– el órgano legislativo supremo de la Comunidad y desempeña una función crucial en el proceso de formulación de la política económica de la UE. En términos estrictamente jurídicos no hay más que un Consejo de la UE. Sin embargo, en la práctica, la composición del Consejo varía en sus reuniones en función del tema que se haya de considerar. Las cuestiones económicas, monetarias y financieras entran en el ámbito del Consejo de Ministros de Economía y Hacienda (ECOFIN). En este contexto, el Consejo Europeo de Luxemburgo, celebrado en diciembre de 1997, indicaba claramente que el Consejo ECOFIN “ocupa un lugar central en la coordinación de las políticas económicas de los Estados miembros” y “está facultado para decidir en los ámbitos correspondientes”. A la vista de esta declaración, el Consejo ECOFIN es el principal interlocutor del

BCE. En el apartado (1) del artículo 113 del Tratado se contempla la posibilidad de que el presidente del Consejo ECOFIN (y un miembro de la Comisión Europea) participen en las reuniones del Consejo de gobierno del BCE. Hasta la fecha, los presidentes del Consejo ECOFIN han asistido, por regla general, como mínimo a una reunión del Consejo de Gobierno durante los seis meses que han presidido el ECOFIN. Este diálogo al más alto nivel permite mejorar el flujo de información entre los interlocutores, promueve el mutuo entendimiento de las opiniones de los demás en materia de política económica y, en un sentido más amplio, facilita el diálogo sobre cuestiones de interés común. El apartado (1) del artículo 113 del Tratado contempla explícitamente la posibilidad de que el presidente del Consejo ECOFIN presente una moción a la deliberación del Consejo de Gobierno del BCE. Al mismo tiempo, el Tratado niega expresamente el derecho de voto al presidente del Consejo ECOFIN (o al miembro de la Comisión Europea) cuando participen en las reuniones del Consejo de Gobierno del BCE.

Sin embargo, es evidente que dicho diálogo no ha de fluir en un solo sentido: el BCE, por su parte, tiene el derecho normativo (de conformidad con el apartado (2) del artículo 113 del Tratado) de ser invitado a participar en las reuniones del Consejo ECOFIN siempre que se discutan cuestiones relativas a los objetivos y las tareas del SEBC, por ejemplo, las orientaciones generales de política económica, los aspectos relacionados con la transición, las reformas del sector financiero europeo y la representación externa de la Comunidad en el contexto de la UEM, así como los temas relacionados con la política cambiaria. Con respecto a estos últimos, corresponde al Consejo ECOFIN ejercer las competencias formales en materia de toma de decisiones, concluyendo acuerdos de tipos de cambio entre el euro y terceras monedas o adoptando “orientaciones generales” con respecto a la política cambiaria. Sin embargo, las decisiones en esta materia deberán adoptarse sin perjuicio del objetivo primordial del BCE y debe consultarse a este en un esfuerzo por llegar a un consenso compatible con el mantenimiento de la estabilidad de precios [apartado (1) del artículo 111 del Tratado] (véase anexo 1).

El BCE participa también en las reuniones del Consejo ECOFIN cuando, de conformidad con los artículos 42 y 41 de los Estatutos del SEBC, ejerce su derecho a poner en marcha “legislación complementaria” (por ejemplo, en materia de reservas mínimas) o proponer enmiendas a ciertas disposiciones de dichos Estatutos, respectivamente. En lo que se refiere a la preparación de las decisiones del

Consejo ECOFIN sobre los actos jurídicos iniciados por el BCE, este también está representado en las subestructuras competentes de dicho Consejo. Además, por regla general, se invita al BCE a participar –con carácter de observador– en la preparación de la legislación comunitaria relativa a ámbitos de particular relevancia para la institución. Finalmente, el BCE participa, asimismo, en las actividades (o contribuye a ellas) de los organismos *ad hoc* que discuten temas que directa o indirectamente afectan al Banco, como el Grupo sobre Políticas de Servicios Financieros, o la reciente iniciativa del “Comité de sabios” para analizar la reglamentación de los mercados bursátiles europeos.

Habida cuenta de que el ámbito de actividades del Consejo ECOFIN es bastante amplio y que los puntos del temario no siempre son de interés inmediato para el BCE, no siempre se justifica la participación de un representante del Banco en las reuniones de dicho Consejo. El BCE asiste periódicamente a las reuniones informales que el Consejo ECOFIN celebra cada seis meses y que permiten un debate franco y abierto –libre de las limitaciones de procedimiento del Consejo– sobre temas de actualidad. Los gobernadores de los bancos centrales nacionales también están invitados a participar en estas reuniones, a las que acompañan a los ministros de los respectivos Estados miembros.

Finalmente, el BCE tiene importantes obligaciones en materia de información con el Consejo ECOFIN. Por ejemplo, el presidente del BCE presenta al Consejo de la UE el *Informe Anual* de la institución y rinde cuentas en el contexto del ejercicio de convergencia que se realiza cada dos años, de conformidad con el artículo 122 del Tratado. El *Informe Anual* también se envía al Consejo Europeo. Hay que añadir también que los jefes de Estado o de Gobierno tienen que convenir, mediante común acuerdo y previa consulta al Parlamento Europeo y al Consejo de Gobierno del BCE, el nombramiento del presidente, el vicepresidente y otros miembros del Comité Ejecutivo del BCE.

## 2) El Eurogrupo

A la fecha actual no todos los 15 Estados miembros de la UE han adoptado el euro y la perspectiva de una ampliación a gran escala de la Unión no hace sino prolongar una situación en la que la zona del euro representa solo a un subconjunto de la totalidad de dicha Unión. Si bien el Consejo ECOFIN abarca, naturalmente, a toda la UE, en el Tratado no se contempla la presencia de un órgano que reúna a los ministros de hacienda de los Estados miembros de la zona del euro. Para remediar esta situación, en la reunión del Consejo Europeo de

Luxemburgo, celebrada en diciembre de 1997, se creó el Eurogrupo como foro informal en el que los ministros de los Estados miembros de la zona del euro (y un miembro de la Comisión Europea) podrían examinar cuestiones de interés común en relación con la zona del euro y la moneda única. Se invitará al BCE “si procede” –y, de hecho, ya se le ha invitado periódicamente hasta la fecha– a participar en las reuniones del Eurogrupo. El carácter oficioso de este grupo permite el debate abierto de todos los temas pertinentes para la zona del euro. El clima de apertura y confianza se refuerza por el hecho de que a las reuniones del Eurogrupo solo tienen acceso los ministros, el Comisario Europeo y el presidente del BCE (cada uno acompañado de otra persona), lo que contrasta acusadamente con el número habitualmente grande de participantes en las sesiones oficiales del Consejo. Normalmente, el Eurogrupo se reúne una vez al mes antes de que lo haga el Consejo ECOFIN. De alguna manera, podría considerarse al Eurogrupo como un intento por establecer, en el ámbito de la zona del euro, un cauce de comunicación comparable a los contactos oficiosos entre gobiernos y bancos centrales que, tradicionalmente, se dan dentro de cada Estado nación.

Las deliberaciones dentro del Eurogrupo tienen por objeto mejorar el funcionamiento general de la economía de la zona del euro. A tal efecto, el Eurogrupo evalúa periódicamente las perspectivas económicas de la zona, analiza la evolución presupuestaria en cada uno de los Estados miembros e imprime el impulso político necesario para desplegar esfuerzos más intensos en pro de la reforma estructural. Además, el Eurogrupo examina también la evolución del tipo de cambio del euro y la percepción externa de la zona del euro como entidad con legitimidad propia. La decisión adoptada recientemente por el Eurogrupo de dar mayor visibilidad a su labor entre el gran público celebrando regularmente conferencias de prensa después de sus reuniones debe contemplarse en este contexto. El BCE respalda estos esfuerzos y valora el diálogo en el seno del Eurogrupo como un instrumento eficaz de comunicación entre las autoridades monetarias y los responsables de la política económica de la zona del euro, lo que les permite ejercer, con pleno respeto a las competencias propias de cada uno, “sus funciones compartidas con respecto a la moneda única” (Resolución del Consejo Europeo de Luxemburgo, anexo 2).

## V. Relaciones con la Comisión Europea

La Comisión Europea desempeña un papel crucial en la gestión de los asuntos comunitarios. Habida

cuenta de las funciones que, por ley, tiene encomendadas –entre otras la de iniciador de la política de la Comunidad y guardián de los Tratados de la UE– la Comisión Europea participa también, naturalmente, en el diálogo entre el BCE y el Consejo ECOFIN. El comisario responsable de los asuntos monetarios y económicos asiste a las reuniones de dicho Consejo. Además, de conformidad con el apartado (1) del artículo 113 del Tratado, un miembro de la Comisión está facultado para participar en las reuniones del Consejo de Gobierno del BCE, y esta ha sido la práctica habitual.

Además de este diálogo sobre política económica al más alto nivel, la Comisión Europea y el BCE mantienen estrechas relaciones de trabajo, que se refuerzan por medio de frecuentes contactos, tanto en foros multilaterales (como el Comité Económico y Financiero o el Comité de Política Económica) como en reuniones bilaterales. Estos contactos revisten particular importancia, dado el papel crucial que la Comisión desempeña en el proceso de formulación de la política económica en la Comunidad Europea. En especial, cabe señalar que la Comisión tiene encomendadas una serie de tareas concretas en relación con la UEM, entre otras, la de formular, cada año, una recomendación para las orientaciones generales de política económica, realizar un seguimiento de la situación presupuestaria en los Estados miembros e informar al Consejo ECOFIN y preparar, como mínimo una vez cada dos años, un informe de convergencia en el que se analiza en qué medida cumplen los criterios de Maastricht los Estados miembros que aún no han adoptado el euro.

Aparte de esto, la Comisión Europea ha puesto en marcha, o participa ya en una amplia gama de actividades concretas que, o bien guardan relación con la introducción del euro, o afectan a la ejecución de la política monetaria del BCE. En muchos casos, la participación directa del BCE podría ser, a menudo, muy beneficiosa, o incluso necesaria, de cara a esas actividades. En materia de estadísticas, por ejemplo, la Comisión Europea (Eurostat) y el BCE mantienen una estrecha cooperación en todos los asuntos de interés común, como la formulación de normas estadísticas y de información comunes. También en otras esferas de actividad, el BCE participa una serie de grupos de trabajo especializados, creados bajo los auspicios de la Comisión Europea. Dichos grupos se ocupan de temas tan variados como la integración de los mercados financieros (por ejemplo, el Grupo Giovanni), la supervisión prudencial y la estabilidad financiera (el Comité Consultivo Bancario) y las cuestiones relacionadas con la sustitución de las monedas nacionales por los billetes y monedas denominados en

euros (el Grupo Consultivo sobre los aspectos prácticos de la introducción del euro). Por último, en lo que se refiere al proceso de ampliación de la UE, la Comisión Europea y el BCE colaboran estrechamente, consultándose al Banco sobre aspectos relativos a sus competencias y experiencia.

## **VI. Relaciones con otros organismos comunitarios**

### *1) Comité Económico y Financiero*

El Comité Económico y Financiero (CEF), establecido de conformidad con el apartado (2) del artículo 114 del Tratado, asesora y proporciona análisis preparatorios al Consejo ECOFIN sobre una amplia gama de cuestiones económicas y financieras. El propio Tratado prevé la participación del BCE en el CEF, estipulando que no sólo los Estados miembros y la Comisión Europea, sino también el BCE, designarán a los miembros del Comité (un máximo de dos miembros cada uno). Las delegaciones de los Estados miembros están integradas por altos funcionarios de los gobiernos y los bancos centrales nacionales. El Consejo Europeo de Luxemburgo, celebrado en 1997, asignó también al CEF la tarea de “proporcionar el marco en el que se pueda preparar y proseguir el diálogo entre el Consejo y el Banco Central Europeo al nivel de altos funcionarios de los ministerios, los bancos centrales nacionales, la Comisión y el BCE”. Como consecuencia de su participación en el CEF, el BCE interviene asimismo año en los debates sobre las orientaciones generales de política económica correspondientes a cada año, en la supervisión de las políticas fiscales, sobre la base de los programas anuales de estabilidad y convergencia de los Estados miembros, y en la preparación de la posición europea en cuestiones internacionales. El BCE también participa en otras actividades del CEF, que abarcan desde aspectos técnicos, como la acuñación de las monedas en euros, hasta la reforma institucional y la representación externa de la Comunidad en el contexto de la UEM.

Las deliberaciones dentro del CEF sirven también para preparar el diálogo entre los ministros de hacienda de la zona del euro y el BCE en el seno del Eurogrupo. Así pues, un rasgo fundamental de la participación del BCE en la labor del CEF es la preparación de evaluaciones de las perspectivas económicas generales de la zona del euro y de la evolución del tipo de cambio. A esto hay que añadir un examen continuo de la viabilidad de las finanzas públicas y de la idoneidad de las orientaciones generales de la política fiscal.

Naturalmente, la participación del BCE en el CEF se basa en el más escrupuloso respeto a su independencia, que se refleja en el hecho de que la institución pueda participar plenamente en las deliberaciones y manifestar sus opiniones sobre cualquier tema, si bien no puede participar en los procedimientos de votación. Además, el CEF se abstiene, conscientemente, de discutir la ejecución de la política monetaria. Lo mismo puede decirse con respecto a las declaraciones sobre la política monetaria única que hayan de formularse en las reuniones de organismos y foros internacionales (como el FMI o el G-7). En una línea de coherencia con la división de competencias, la preparación y la presentación de dichas declaraciones se realiza bajo la exclusiva competencia del BCE.

## *2) Comité de Política Económica*

El Comité de Política Económica (CPE), establecido en 1974 mediante decisión del Consejo de la UE (74/122/CEE), está integrado por cuatro representantes de cada uno de los Estados miembros y de la Comisión Europea. Desde abril de 1999, el BCE también ha venido participando en las reuniones de este Comité como resultado de una invitación abierta. Sin embargo, recientemente, y en virtud de una revisión de los estatutos del Comité, los representantes del BCE participan en pie de igualdad jurídica con los miembros del CPE. Al igual que CEF, el CPE interviene en la preparación de las reuniones del Eurogrupo y del Consejo ECOFIN. Sin embargo, su atención se centra especialmente en la reforma estructural. El Comité realiza todos los años un examen comparativo y detallado de las reformas económicas en los Estados miembros y analiza aspectos de más largo plazo de la política económica, como las repercusiones presupuestarias del envejecimiento de la población. Además, el CPE participa activamente en el “proceso de Cardiff”, que tiene por objeto mejorar el funcionamiento de los mercados de productos, capital y servicios en la Comunidad, y en el “proceso de Luxemburgo”, que constituye una plataforma para la coordinación entre los Estados miembros en materia de políticas de empleo. Dado que el BCE asigna una importancia de primer orden a las reformas estructurales en los Estados miembros como medio principal de combatir el desempleo y aprovechar al máximo el potencial de crecimiento de la zona del euro, su participación en el CPE es una oportunidad excelente para contribuir a la labor del Comité en esta materia que, probablemente, ocupará en el futuro un lugar aún más destacado que en la actualidad en el temario europeo. Al igual que sucede con el Comité Eco-

nómico y Financiero, la participación del BCE en la labor del CPE se basa en el pleno respeto a su independencia.

## *3) Diálogo macroeconómico*

El objetivo del diálogo macroeconómico es fomentar un mejor entendimiento entre las autoridades económicas de los requisitos que, en materia de política económica, conlleva la UEM, a fin de mejorar las condiciones que permitan un crecimiento no inflacionario y generador de empleo. Este diálogo, que se celebra dos veces al año y fue establecido en 1999 por el Consejo Europeo de Colonia, reúne a representantes de los gobiernos de los Estados miembros, la Comisión Europea, representantes de nivel europeo de los interlocutores sociales y del BCE, así como a un banco central nacional de un país no perteneciente a la zona del euro. El diálogo macroeconómico (o “proceso de Colonia”) forma parte del pacto europeo para el empleo y, por lo tanto, es un complemento del “proceso de Luxemburgo” (relativo a la coordinación de las políticas de empleo) y del “proceso de Cardiff” (encaminado a mejorar el funcionamiento de los mercados de capital y productos). El diálogo se basa en el más escrupuloso respeto a la independencia de cada una de las partes, sobre todo, a la independencia de los interlocutores sociales en el proceso de formación de los salarios, y a la del BCE con respecto a la política monetaria única. El reconocimiento de la atribución de competencias separadas en materia de políticas, y de las obligaciones que ello conlleva, ayuda a centrar la atención en el hecho de que cada una de las partes es responsable de velar por el éxito en la ejecución de las políticas en sus respectivos ámbitos de competencia.

## **VII. Relaciones con respecto a funciones normativas específicas**

La colaboración del BCE con las instituciones y los organismos comunitarios afecta también a sus funciones y actividades más amplias. Todas las tareas que, a veces, revisten un carácter más técnico forman parte de los esfuerzos que despliega el BCE para cumplir la misión encomendada, de conformidad con el Tratado, y velar por que el euro sea una moneda que pueda gozar de la confianza de las empresas y los ciudadanos europeos. Como se indicó anteriormente, no todas estas tareas son de exclusiva competencia del Eurosistema y, por consiguiente, el BCE mantiene relaciones de trabajo con las instituciones y organismos pertinentes de

la Comunidad, a fin de alcanzar los objetivos deseados.

### *1) Participación en el proceso legislativo de la Comunidad*

El artículo 110 del Tratado confiere al BCE la facultad de adoptar actos jurídicos sobre diversos aspectos concretos dentro de sus ámbitos de actividad. Al amparo de esta competencia normativa directa, el BCE ya ha formulado, entre otras normas, reglamentos sobre reservas mínimas, imposición de sanciones o consolidación de los balances del sector de instituciones financieras monetarias.

Por otra parte, el BCE está facultado para iniciar legislación Comunitaria dentro de su ámbito de competencia. Al ejercer esta facultad –que comparte con la Comisión Europea– el BCE presenta sus recomendaciones al Consejo ECOFIN y, posteriormente “acompaña” este proyecto de legislación a través del proceso de formulación de leyes de la Comunidad. En el ejercicio de sus facultades para iniciar legislación, el BCE ha formulado en el pasado recomendaciones para los reglamentos del Consejo y decisiones sobre una amplia gama de temas relacionados con el cumplimiento de sus funciones (por ejemplo, recopilación de información estadística, límites y condiciones para los aumentos de capital del BCE u otras exigencias de activos exteriores de reserva). El BCE también puede recomendar al Consejo ECOFIN la introducción de enmiendas a los Estatutos del SEBC en el marco de los procedimientos simplificados, de conformidad con el apartado (5) del artículo 107 del Tratado. El Parlamento Europeo debe dar su consentimiento para la aprobación de cualquier legislación de este tipo y debe ser consultado con respecto a toda legislación secundaria de carácter “complementario” que se inicie a tenor de lo previsto en el apartado (6) del artículo 107.

Por último, el derecho que tiene el BCE a ser consultado con respecto a las propuestas de legislación comunitaria, consagrado en el apartado (4) del artículo 105 del Tratado, abarca una gama bastante amplia de temas e incluye también los proyectos de disposiciones legales de los Estados miembros que entren en su ámbito de competencia. En este contexto, el BCE ha emitido opiniones, por ejemplo, respecto al proyecto de Directiva Comunitaria sobre instituciones de dinero electrónico y sobre proyectos de legislación nacional relativa a la independencia de los bancos centrales. Además, el BCE puede, por propia iniciativa, presentar opiniones a las instituciones comunitarias o a las autoridades nacionales, sobre cuestiones que entren en su ámbito de competencia (en el artículo

titulado “Instrumentos jurídicos del Banco Central Europeo”, publicado en el *Boletín Mensual del BCE* de noviembre de 1999, se presenta una descripción más detallada).

### *2) Recopilación de información estadística*

El BCE utiliza una amplia gama de datos económicos y financieros para facilitar la ejecución de su política monetaria y el desempeño de otras tareas del Eurosistema. Por acuerdo con la Comisión Europea (Eurostat), el BCE es el responsable de las estadísticas monetarias y bancarias al nivel de la UE; la Comisión Europea se ocupa de las estadísticas de balanza de pagos y otras estadísticas afines, mientras que, en lo referente a las estadísticas de las cuentas financieras, la Comisión comparte responsabilidades con el BCE. Sin embargo, la Comisión Europea se encarga de elaborar las estadísticas de precios y costes, así como otras estadísticas económicas. De hecho, el artículo 5 de los Estatutos del SEBC requiere que, en la recopilación de la información estadística necesaria para cumplir las funciones del Eurosistema, el BCE coopere con las instituciones y comunitarias, así como con las autoridades nacionales competentes y organismos internacionales. El BCE y la Comisión Europea también mantienen una estrecha colaboración en todos los asuntos de interés estadístico común, incluida la iniciación o consulta en materia de legislación comunitaria pertinente, a través de contactos bilaterales y de las estructuras de los respectivos comités, en los que participan también los Estados miembros.

### *3) Billetes y monedas en euros*

De conformidad con el artículo 106 del Tratado, el BCE tiene el derecho exclusivo de autorizar la emisión de billetes de banco en euros, mientras que los Estados miembros podrán realizar emisiones de moneda metálica, para las cuales será necesaria la aprobación del BCE en cuanto al volumen de emisión. Además, el BCE actúa como asesor independiente de la calidad de las monedas en euros. Por consiguiente, mantiene consultas permanentes con el Grupo de Trabajo de Directores de Casas de la Moneda y otros foros multilaterales especializados. Como es natural, al BCE le interesa especialmente que el público tenga confianza en la nueva moneda y, por lo tanto, la protección de los billetes y monedas en euros frente a posibles falsificaciones. Para garantizar también una protección eficaz allende las fronteras nacionales, el BCE mantiene estrechas relaciones de trabajo con Europol, Interpol y la Comisión Europea. Por último, la pre-

**Cuadro 1**

**PARTICIPACIÓN DEL BCE EN LOS FOROS Y ORGANISMOS DE LA COMUNIDAD**

<i>Organismo o foro</i>	<i>Principales tareas</i>	<i>Miembros del organismo o foro</i>
Parlamento Europeo (creado en 1958)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Colegislador con el Consejo de la UE en una amplia gama de leyes.</li> <li>• Realiza las audiencias de confirmación de las personas designadas para dirigir las instituciones y organismos de la Comunidad, incluido el BCE.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Actualmente, los 626 miembros del Parlamento Europeo.</li> <li>• Organizado en ocho grupos políticos, en función de su orientación ideológica.</li> </ul>
Consejo de la UE (ECOFIN), creado en 1958	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Adoptar decisiones sobre cuestiones relativas al capítulo 4 del título III (Capital y pagos), y al Título VII (Política económica y monetaria) del Tratado.</li> <li>• Coordinar las políticas económicas generales de los Estados miembros.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ministro de Economía o Hacienda de cada Estado miembro (o un representante autorizado por dicho Estado miembro para tomar decisiones vinculantes.</li> <li>• Se invitará a la Comisión Europea.</li> <li>• Se invitará al BCE en los casos en que ejerza su derecho de iniciativa, o cuando el Consejo debata asuntos relacionados con los objetivos y las tareas del SEBC.</li> </ul>
Eurogrupo (creado en 1998)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Brindar un foro en el que los ministros puedan debatir cuestiones relativas a «sus funciones compartidas con respecto a la moneda única».</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ministros de Economía o Hacienda de los Estados miembros de la zona del euro.</li> <li>• Se invita a participar en las reuniones a la Comisión Europea y, si procede, al BCE.</li> </ul>
Comité Económico y Financiero (creado en 1999)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Realizar un seguimiento de la situación económica y financiera de los Estados miembros y de la Comunidad Europea e informar periódicamente al respecto al Consejo de la UE y a la Comisión Europea, en particular en lo tocante a las relaciones financieras con terceros países e instituciones internacionales.</li> <li>• Formular opiniones, a instancias del Consejo de la UE o de la Comisión Europea, o por propia iniciativa, para presentarlas a esas instituciones.</li> <li>• Contribuir a la labor del Consejo ECOFIN y desempeñar otras funciones de asesoría que le asigne el Consejo de la UE.</li> <li>• Examinar, como mínimo una vez al año, la situación relativa a los movimientos de capital y la libertad de pagos.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Los Estados miembros, la Comisión Europea y el BCE están representados por dos miembros cada uno.</li> <li>• Los dos miembros designados por los Estados miembros serán elegidos, respectivamente, entre los altos funcionarios del gobierno y del banco central nacional.</li> </ul>
Comité de Política Económica (creado en 1974)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Contribuir a la preparación de los trabajos del Consejo de la UE aportando análisis y opiniones sobre metodologías y formulando proyectos para recomendaciones sobre medidas de política, en particular las encaminadas a aumentar el potencial de crecimiento y el empleo.</li> <li>• Asesorar a la Comisión Europea y al Consejo de la UE.</li> <li>• Proporcionar un marco para el Diálogo Macroeconómico en el ámbito técnico.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Los Estados miembros, la Comisión Europea y el BCE están representados, cada uno, por un número máximo de cuatro miembros.</li> </ul>

**Cuadro 1** (continúa)

<i>Organismo o foro</i>	<i>Principales tareas</i>	<i>Miembros del organismo o foro</i>	
Diálogo macroeconómico (creado en 1999)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Intercambiar información y opiniones sobre cómo diseñar una política macroeconómica, a fin de contribuir a la consecución de niveles más altos de empleo sobre la base de un crecimiento sólido, no inflacionario.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Los Estados miembros están representados por una «troika» ministerial integrada por representantes de la presidencia en curso, la anterior y la siguiente, elegidos entre los miembros del ECOFIN y del Consejo de Trabajo y Asuntos Sociales.</li> <li>• Participan también la Comisión Europea, el BCE y un banco central no perteneciente a la zona del euro.</li> <li>• Los interlocutores sociales están representados por federaciones de empresarios y sindicatos al nivel de la UE.</li> </ul>	
<i>Nivel de participación del BCE</i>	<i>Frecuencia de las reuniones o los subgrupos</i>	<i>Otras observaciones</i>	<i>Organismo o foro</i>
Presidente o vicepresidente; otros miembros del Comité Ejecutivo informan sobre temas concretos.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Audiencias del BCE ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios, en principio, cuatro veces al año.</li> <li>• Presentación del <i>Informe Anual</i> del BCE en una sesión plenaria.</li> <li>• En caso necesario, puede invitarse a funcionarios del BCE a comparecer ante una comisión parlamentaria.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• El diálogo monetario entre el BCE y el Parlamento Europeo es un elemento básico del proceso en cuyo marco el BCE ha de rendir cuentas.</li> </ul>	Parlamento Europeo
Presidente/vicepresidente, o, excepcionalmente, otros miembros del Comité Ejecutivo del BCE	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Normalmente, una vez al mes.</li> <li>• Reuniones informales dos veces al año. Se invita a los bancos centrales nacionales, al BCE y a la Comisión Europea.</li> <li>• Varias subestructuras, Comité de Representantes Permanentes (COREPER) y grupos de trabajo.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• El Consejo ECOFIN es una de las composiciones del Consejo de la UE. En general, es el principal órgano legislador en el ámbito europeo, en muchos casos, junto con el Parlamento Europeo en materia de decisiones.</li> </ul>	Consejo de la Unión Europea (ECOFIN)
Presidente y vicepresidente, o, excepcionalmente, otros miembros del Comité Ejecutivo	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Normalmente, una vez al mes, antes de las reuniones del Consejo ECOFIN.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• El Eurogrupo es un ente informal, creado sobre la base de una Resolución del Consejo Europeo de Luxemburgo, que se celebró en 1997. Carece de base jurídica en el Tratado y, por consiguiente, no tiene facultades legislativas.</li> </ul>	Eurogrupo
Vicepresidente y un miembro del Comité Ejecutivo; dos altos funcionarios actúan como suplentes.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Normalmente, una vez al mes.</li> <li>• Incluye las siguientes subestructuras: comité de suplentes y varios grupos de trabajo (por ejemplo, Grupo de Expertos Financieros, Grupo de Trabajo sobre letras y bonos del Estado de la UE, Grupo de Trabajo sobre Estadísticas, subcomité de monedas euro), que se reúnen para preparar las reuniones del CEF.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Sucesor del Comité Monetario (creado en 1958).</li> <li>• Proporciona el marco en el que se pueda preparar y proseguir el diálogo entre el Consejo y el Banco Central Europeo al nivel de altos funcionarios de los ministerios, los bancos centrales nacionales, la Comisión y el BCE.</li> </ul>	Comité Económico y Financiero

**Cuadro 1** (concluye)

<i>Nivel de participación del BCE</i>	<i>Frecuencia de las reuniones o los subgrupos</i>	<i>Otras observaciones</i>	<i>Organismo o foro</i>
Tres funcionarios del BCE.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Normalmente, una vez al mes;</li> <li>• Varios subgrupos (por ejemplo, un grupo de trabajo sobre indicadores de reformas estructurales) se reúnen para preparar las reuniones del CPE.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Su labor se centra, principalmente, en aspectos estructurales.</li> <li>• Organiza un examen anual en profundidad de las reformas estructurales en los Estados miembros; el Informe Anual sobre las Reformas Estructurales resultante se utiliza en la elaboración de las Orientaciones Generales de Política Económica.</li> </ul>	Comité de Política Económica
Presidente o vicepresidente y una persona que lo acompaña.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Dos veces al año (primavera y otoño).</li> <li>• El Diálogo macroeconómico, al nivel técnico, prepara las reuniones de nivel político.</li> <li>• Cuenta con el apoyo de un comité de dirección.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• El Diálogo macroeconómico se conoce también como «Proceso de Colonia». Forma parte del Pacto Europeo para el Empleo y tiene por objeto complementar al «Proceso de Luxemburgo» (estrategia sobre política de empleo) y al «Proceso de Cardiff» (reforma de los mercados de capital y de productos).</li> </ul>	Diálogo macroeconómico

paración de los ciudadanos europeos para la introducción de los nuevos billetes y monedas requiere un esfuerzo mancomunado de comunicación que combine las iniciativas del BCE y de los bancos centrales nacionales de la zona del euro en esta materia –la Campaña de Información Euro 2002– con las de la Comisión Europea y las de cada uno de los Estados miembros de dicha zona.

#### 4) Supervisión prudencial y estabilidad financiera

El apartado (5) del artículo 105 del Tratado confiere al SEBC la tarea de contribuir “a la buena gestión de las políticas que lleven a cabo las autoridades competentes con respecto a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y a la estabilidad del sistema financiero”. En la práctica, esta contribución consiste actualmente en fomentar la cooperación entre los bancos centrales y las autoridades responsables de la supervisión en cuestiones de política económica de interés común en el ámbito de la supervisión prudencial y la estabilidad financiera. El cauce por el que se trata de alcanzar este objetivo es el Comité de Supervisión Bancaria, establecido por el Consejo de Gobierno del BCE e integrado por representantes de los bancos centrales nacionales y responsables de la supervisión de los Estados miembros y del BCE. Éste también tiene encomendadas tareas de asesoramiento en este campo, que se contemplan en el apartado (4) del

Tratado y en el artículo 25.1 de los Estatutos del SEBC. La participación del Eurosistema y del BCE en materia de supervisión prudencial y estabilidad financiera exige la cooperación con otros foros pertinentes que operan en Europa, sobre todo, el Comité Consultivo Bancario (creado bajo los auspicios de la Comisión Europea y del Grupo de Contacto, un comité de autoridades responsables de la supervisión, de todos los países del espacio económico europeo). En el artículo titulado “La UEM y la supervisión bancaria”, publicado en el *Boletín Mensual del BCE* de abril del 2000, se describen con más detalle las relaciones entre los responsables de la supervisión en Europa y la participación del Eurosistema.

#### 5) Sistemas de pago

Promover el buen funcionamiento de los sistemas de pago es una característica esencial de la función de un banco central moderno y forma parte de las tareas básicas del Eurosistema [como se define en el apartado (2) del artículo 105 del Tratado], en la medida en que, con ello, se contribuye a la estabilidad del sistema financiero, a la confianza del público en la moneda y a la eficaz transmisión de los impulsos monetarios (véanse más detalles en la nota de prensa del BCE que incluye el “Comunicado sobre la función del Eurosistema en el ámbito de la vigilancia de los sistemas de pago”,

publicada el 21 de junio de 2000). Dada su relación con los sistemas de pago y la política monetaria, el Consejo de Gobierno del BCE también adopta medidas para garantizar la solvencia y la eficiencia de los sistemas de liquidación de valores.

En este contexto, el BCE colabora estrechamente con la Comisión Europea y otros organismos fiscalizadores, impulsando y asesorando sobre el marco reglamentario y legislativo al nivel de la Comunidad. En los artículos titulados “El sistema TARGET y los pagos en euros” y “El proceso de consolidación en el sector de la liquidación de valores”, publicados en el *Boletín Mensual del BCE*, de noviembre de 1999 y febrero de 2000, respectivamente, puede obtenerse más información sobre la evolución de los sistemas de pago y liquidación de valores.

## *Anexo 1*

### **Artículos extraídos del Tratado y de los Estatutos del SEBC, relativos a la creación, las tareas y las competencias del BCE/SEBC**

#### *Artículo 8 del Tratado (sobre la creación del SEBC y del BCE)*

Con arreglo a los procedimientos previstos en el presente Tratado, se crean un Sistema Europeo de Bancos Centrales (denominado en lo sucesivo «SEBC») y un Banco Central Europeo (denominado en lo sucesivo «BCE»), que actuarán dentro de los límites de las atribuciones que les confieren el presente Tratado y los Estatutos del SEBC y del BCE anejos (denominados en lo sucesivo «Estatutos del SEBC»).

#### *Artículo 105 del Tratado (sobre los objetivos y las funciones del SEBC)*

1. El objetivo principal del SEBC será mantener la estabilidad de precios. Sin perjuicio de este objetivo, el SEBC apoyará las políticas generales de la Comunidad con el fin de contribuir a la realización de los objetivos comunitarios establecidos en el artículo 2. El SEBC actuará con arreglo al principio de una economía de mercado abierta y de libre competencia, fomentando una eficiente asignación de recursos de conformidad con los principios expuestos en el artículo 4.

2. Las funciones básicas que se llevarán a cabo a través del SEBC serán:

- definir y ejecutar la política monetaria de la Comunidad;

- realizar operaciones de divisas coherentes con las disposiciones del artículo 111;
- poseer y gestionar las reservas oficiales de divisas de los Estados miembros;
- promover el buen funcionamiento de los sistemas de pago.

3. Lo dispuesto en el tercer guión del apartado 2 se entenderá sin perjuicio de la posesión y gestión de fondos de maniobra en divisas por parte de los Gobiernos de los Estados miembros.

4. El BCE será consultado:

- sobre cualquier propuesta de acto comunitario que entre en su ámbito de competencia;
- por las autoridades nacionales acerca de cualquier proyecto de disposición legal que entre en su ámbito de competencia, pero dentro de los límites y en las condiciones establecidas por el Consejo con arreglo al procedimiento previsto en el apartado 6 del artículo 107.

El BCE podrá presentar dictámenes a las instituciones u organismos comunitarios o a las autoridades nacionales pertinentes acerca de materias que pertenezcan al ámbito de sus competencias.

5. El SEBC contribuirá a la buena gestión de las políticas que lleven a cabo las autoridades competentes con respecto a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y a la estabilidad del sistema financiero.

(...)

#### *Artículo 106 del Tratado (sobre los billetes y la moneda metálica)*

1. El BCE tendrá el derecho exclusivo de autorizar la emisión de billetes de banco en la Comunidad. El BCE y los bancos centrales nacionales podrán emitir billetes. Los billetes emitidos por el BCE y los bancos centrales nacionales serán los únicos billetes de curso legal en la Comunidad.

2. Los Estados miembros podrán realizar emisiones de moneda metálica, para las cuales será necesaria la aprobación del BCE en cuanto al volumen de emisión.

#### *Artículo 108 del Tratado (sobre la independencia)*

En el ejercicio de las facultades y en el desempeño de las funciones y obligaciones que les asignan el presente Tratado y los Estatutos del SEBC, ni el BCE, ni los bancos centrales nacionales, ni nin-

guno de los miembros de sus órganos rectores podrán solicitar o aceptar instrucciones de las instituciones y organismos comunitarios, ni de los Gobiernos de los Estados miembros, ni de ningún otro órgano. Las instituciones y organismos comunitarios, así como los Gobiernos de los Estados miembros, se comprometen a respetar este principio y a no tratar de influir en los miembros de los órganos rectores del BCE y de los bancos centrales nacionales en el ejercicio de sus funciones.

*Artículo 110 del Tratado (sobre las competencias normativas)*

1. Para el ejercicio de las funciones encomendadas al SEBC, el BCE, con arreglo a las disposiciones del presente Tratado y en las condiciones previstas en los Estatutos del SEBC:

- elaborará reglamentos en la medida en que ello sea necesario para el ejercicio de las funciones definidas en el primer guión del artículo 3.1 y en los artículos 19.1, 22 ó 25.2 de los Estatutos del SEBC, y en los casos que se establezcan en los actos del Consejo mencionados en el apartado 6 del artículo 107;
  - tomará las decisiones necesarias para el ejercicio de las funciones encomendadas al SEBC por el presente Tratado y por los Estatutos del SEBC;
  - formulará recomendaciones y emitirá dictámenes.
- (...)

*Artículo 111 del Tratado (sobre la política cambiaria)*

1. No obstante lo dispuesto en el artículo 300, el Consejo, por unanimidad, sobre la base de una recomendación del BCE o de la Comisión y previa consulta al BCE con el fin de lograr un consenso compatible con el objetivo de estabilidad de precios, podrá, previa consulta al Parlamento Europeo y con arreglo al procedimiento previsto en el apartado 3, para las modalidades de negociación allí mencionadas, celebrar acuerdos formales relativos a un sistema de tipos de cambio para el ECU en relación con monedas no comunitarias. El Consejo, por mayoría cualificada, sobre la base de una recomendación del BCE o de la Comisión, previa consulta al BCE con el fin de lograr un consenso compatible con el objetivo de la estabilidad de precios, podrá adoptar, ajustar o abandonar los tipos centrales del ECU en el sistema de tipos de cambio. El presidente del Consejo informará al Parlamento Europeo de la adopción, del ajuste o del abandono de los tipos centrales del ECU.

2. A falta de un sistema de tipos de cambio respecto de una o varias monedas no comunitarias con arreglo al apartado 1, el Consejo, por mayoría cualificada, bien sobre la base de una recomendación de la Comisión y previa consulta al BCE, bien sobre la base de una recomendación del BCE, podrá formular orientaciones generales para la política de tipos de cambio respecto de estas monedas. Estas orientaciones generales se entenderán sin perjuicio del objetivo fundamental del SEBC de mantener la estabilidad de precios.

(...)

*Artículo 5 de los Estatutos del SEBC Recopilación de información estadística*

5.1. A fin de cumplir las funciones del SEBC, el BCE, asistido por los bancos centrales nacionales, recopilará la información estadística necesaria, obteniéndola de las autoridades nacionales competentes o directamente de los agentes económicos. Con tal finalidad, cooperará con las instituciones u organismos comunitarios, así como con las autoridades competentes de los Estados miembros o de terceros países y con organizaciones internacionales.

(...)

5.3. El BCE contribuirá, cuando sea necesario, a la armonización de las normas y prácticas que regulen la recopilación, elaboración y distribución de estadísticas en los sectores comprendidos dentro de los ámbitos de sus competencias.

(...)

*Anexo 2*

**Legislación pertinente sobre las relaciones con las instituciones de la Comunidad y otros foros**

*Artículo 113 del Tratado*

1. El presidente del Consejo y un miembro de la Comisión podrán participar, sin derecho de voto, en las reuniones del Consejo de Gobierno del BCE.

El presidente del Consejo podrá someter una moción a la deliberación al Consejo de Gobierno del BCE.

2. Se invitará al presidente del BCE a que participe en las reuniones del Consejo en las que se delibere sobre cuestiones relativas a los objetivos y funciones del SEBC.

3. El BCE remitirá un informe anual sobre las actividades del SEBC y sobre la política monetaria del

año precedente y del año en curso al Parlamento Europeo, al Consejo y a la Comisión, así como al Consejo Europeo. El presidente del BCE presentará dicho informe al Consejo y al Parlamento Europeo, que podrá proceder a un debate general sobre esa base.

El presidente del BCE y los restantes miembros del Comité Ejecutivo, a petición del Parlamento Europeo o por iniciativa propia, podrán ser oídos por las comisiones competentes del Parlamento Europeo.

#### *Artículo 114 del Tratado*

( )

2. A partir del inicio de la tercera fase, se establecerá un Comité Económico y Financiero. (...)

Los Estados miembros, la Comisión y el BCE designarán cada uno de ellos un máximo de dos miembros del Comité.

(...)

*Resolución del Consejo Europeo de Luxemburgo sobre la coordinación de las políticas económicas durante la tercera fase de la UEM y sobre los artículos 111 y 113 del Tratado (antiguos artículos 109 y 109b), diciembre de 1997*

(...)

Los ministros de los Estados que participen en la zona del euro tendrán la facultad de reunirse entre ellos de modo informal para debatir cuestiones relativas a las responsabilidades específicas que comparten en materia de moneda única. Se invitará a participar en las reuniones a la Comisión y, en su caso, al BCE.

(...)

El Comité Económico y Financiero, que estará formado por altos funcionarios de los bancos centrales nacionales y del BCE, así como de los ministerios de Hacienda nacionales, proporcionará el marco en el que se pueda preparar y proseguir el diálogo a escala de altos funcionarios.

*Conclusiones de la Presidencia, Consejo Europeo de Colonia (junio de 1999)*

(...)

El Consejo Europeo considera necesario que, además de los procesos de Luxemburgo y Cardiff, se instituya un diálogo macroeconómico periódico (proceso de Colonia) dentro del marco del Consejo ECOFIN con la colaboración del Consejo de Trabajo y Asuntos Sociales y con la participación de los representantes de ambas composiciones del Consejo, la Comisión, el Banco Central Europeo y los interlocutores sociales.

# Independencia y responsabilidad: evolución del oficio de banquero central\*

Jean-Yves Greuet  
Patrick Haas

El coloquio monetario internacional del 30 de mayo, organizado por el Banco de Francia, congregó a más de 110 gobernadores de bancos centrales y alrededor de 400 participantes procedentes de todo el mundo.

Al inaugurar el coloquio, el primer ministro (de Francia) recordó que “la independencia de los bancos centrales se ha impuesto como una necesidad pragmática”, ya que permite convencer a los agentes económicos del carácter esencial de la estabilidad de los precios, si bien esta “independencia no es soledad”, pues el dominio de la inflación es asunto que concierne a todos. “La independencia –dijo–, es por lo tanto también diálogo (...) y exige responsabilidad [lo que supone] la transparencia de las decisiones, así como la capacidad –y la necesidad– de dar cuenta de sus actos”. “Esta independencia, esta responsabilidad, el Banco de Francia las ha ido conquistando progresivamente”, subrayó Lionel Jospin.

Por su parte, el gobernador, Jean-Claude Trichet, indicó que la estabilidad de la moneda es “a la vez condición necesaria y consecuencia normal de un buen funcionamiento de la democracia”.<sup>1</sup> “Nuestra inmensa responsabilidad consiste en comunicarnos con la mayor parte abarcable de la opinión en términos lo más directos y justos que sea posible”, prosiguió, tras subrayar los tres desafíos a que se enfrentan actualmente los bancos centrales:

- mantener la dirección en la estabilidad de los precios;
- preservar la estabilidad financiera;
- asumir plenamente las obligaciones de transparencia y de responsabilidad de cara a la opinión pública.

Como resultado de lo expuesto por Jacques de Larosière, gobernador honorario del Banco de Francia, de Wim Duisenberg, presidente del Consejo de gobernadores del Banco Central Europeo (BCE), y de Peter Kenen, profesor en la Universidad de Princeton, se llevaron a cabo tres mesas redondas, así como debates, sucesivamente consagrados a:

*sesión 1:* evolución del oficio de banquero central;

*sesión 2:* los bancos centrales y los mercados;

*sesión 3:* la responsabilidad del banquero central de cara a la opinión pública.

En sus observaciones finales, Jacques Delors, ex presidente de la Comisión Europea, subrayó la necesidad de desarrollar a la par los aspectos económicos y políticos de la Unión Europea, en tanto que Michel Camdessus, gobernador honorario del Banco de Francia y ex director general del Fondo Monetario Internacional (FMI), estimó que “hemos entrado en una fase de inflación débil y estable con, lo que es nuevo, el apoyo de las opiniones públicas y el respeto de los mercados.”

\* Traduce y publica el CEMLA, con la debida autorización, el presente informe elaborado por J.-Y. Greuet y P. Haas, de la Dirección general de estudios y relaciones internacionales, del Banco de Francia, y presentado en el coloquio organizado por el mismo banco para la celebración de su bicentenario, el 30 de mayo de 2000.

<sup>1</sup> El texto íntegro del discurso de apertura fue publicado en el *Boletín del Banco de Francia*, nº 79, de julio de 2000.

## 1. La evolución del oficio de banquero central

*Presidencia:* A. Greenspan (presidente del Consejo de gobernadores del Sistema Federal de Reserva de Estados Unidos).

*Ponentes:* J. de Larosière (gobernador honorario del Banco de Francia), W. Duisenberg (presidente del Consejo de gobernadores del Banco Central Europeo), P. Kenen (profesor en la Universidad de Princeton).

*Mesa redonda:* Andrew D. Crockett (director general del Banco de Pagos Internacionales), W. Duisenberg, B. Jamal (gobernador del Banco Central de la India), C. Konan Banny (gobernador del Banco Central de los Estados de África Occidental), J. de Larosière, G. Ortiz (gobernador del Banco de México).

### *Aspectos fundamentales de la estabilidad monetaria: independencia y responsabilidad*

En sus alocuciones de apertura, el primer ministro L. Jospin, y el gobernador del Banco de Francia, J. C. Trichet han subrayado el grado en que los conceptos de independencia y responsabilidad constituyen el núcleo “de la evolución del oficio de banquero central”, tema escogido para la primera sesión presidida por A. Greenspan. J. de Larosière por parte de Francia y W. Duisenberg en nombre de la zona euro han descrito el surgimiento de estos dos fundamentos de la estabilidad monetaria, en el caso, respectivamente, de un banco central bicentenario y una institución que festejaba apenas su segundo aniversario.

### *Los dos principios fundamentales de una “constitución monetaria” moderna*

Los participantes han advertido, en primer lugar, que las nociones de “independencia” y “responsabilidad” resultaban bastante extraños a los bancos centrales hace apenas una treintena de años. Como lo demuestra un rápido vistazo al pasado (véase el cuadro de texto más adelante) histórico del Banco de Francia, ha sido la transformación del sistema financiero y el advenimiento de los mercados de capitales globalizados, en los años ochenta, los que modificaron las condiciones de ejercicio de la política monetaria y las expectativas de los ciudadanos. De instrumentos de la política económica y financiera del gobierno, los bancos centrales se han convertido, en los países con mercados financieros desarrollados, en autoridades independientes, consagradas prioritariamente al mantenimiento de un bien público fundamental: la estabilidad de los precios y la confian-

za en la moneda. En los otros países, los bancos centrales han seguido siendo un instrumento cuyo objetivo más directo es el apoyo a la actividad económica.

La independencia de los bancos centrales puede ser considerada, por consiguiente, como una de las expresiones de la separación de los poderes en las democracias modernas. Esta independencia institucional requiere, por contrapartida, preocuparse de respetar permanentemente el mandato que le han confiado los ciudadanos, puesto que éstos esperan del banco central que actúe con independencia de consideraciones electorales, ya que debe considerarse directamente responsable ante ellos. El ejemplo del Banco Central Europeo (BCE) es iluminador: creado “llaves en mano”, ilustra la culminación del proceso histórico que conduce al establecimiento de “constituciones monetarias” en las democracias modernas.

- *La independencia.* Numerosos ponentes y participantes han subrayado que si bien la independencia institucional de los bancos centrales encuentra argumentos a favor en la teoría económica o los estudios empíricos, asimismo es el fruto de una evolución histórica muy pragmática. Esta independencia se establece no solamente con respecto al poder político (gobierno, parlamento), sino también por lo que concierne a los intereses privados. Además supone un diálogo regular entre el banco central y el poder político, a fin de reducir cualquier discordancia eventual entre política monetaria y política presupuestaria. Desde un punto de vista funcional, la independencia requiere la colegialidad en el proceso de toma de decisiones y la homogeneidad de la comunicación institucional por lo que respecta al exterior.

- *La responsabilidad.* La responsabilidad es la necesaria contrapartida de la independencia otorgada por el poder político, lo que significa un deber de comunicación, de transparencia de los resultados y de respeto por el mandato que se le ha confiado. La independencia, por su parte, implica el establecimiento del diálogo entre el banco central y las instituciones políticas; sin embargo, el banco central no es responsable directamente más que ante la opinión pública, en el sentido amplio de esa expresión. Por ello, su deber consiste en comunicar, ya sea mediante conferencias de prensa, de la publicación de diagnósticos completos en boletines periódicos, y de audiciones parlamentarias regulares, o bien concediendo entrevistas a los medios de difusión. Así, el proceso de decisión interna en los bancos centrales se ha tornado mucho más transparente que en el pasado.

### *Aplicación de los principios*

- *El caso del Banco de Francia.* Mucho antes de promulgarse la ley de 1993, y a pesar de su dependencia formal del gobierno, el Banco de Francia se benefició de una autonomía cada vez más sustancial, al cabo de dos siglos de historia correspondiente a los grandes periodos de estabilidad monetaria (véase cuadro de texto más adelante). Por lo que respecta a la opinión pública, el Banco de Francia ha sido considerado siempre como encargado del papel principal en la defensa, sin concesiones, del valor de la moneda y, más recientemente, como actor central en la construcción de la Unión Monetaria. Asimismo es percibida por la opinión como la que asegura numerosos servicios públicos delegados por el Estado.

En el curso de los años 1992 y 1993, un consenso multipartidista, validado por el pueblo francés, ha permitido enmendar la Constitución, ratificar el tratado de Maastricht, y modificar el estatuto legal del Banco de Francia, para conferirle la independencia institucional con el objetivo asignado de estabilidad de los precios.

- *El ejemplo del BCE.* El BCE presenta la originalidad de haber heredado directamente, por el Tratado, entre otras cosas, una independencia y una responsabilidad adaptadas a sus misiones, que se expresan por la elección de publicar un objetivo cuantificado de estabilidad de los precios. Este objetivo se define como la progresión, en un año, de un índice de precios para el consumo armonizado (IPCA) de la zona euro, inferior a 2%. Objetivo que debe ser mantenido a mediano plazo. La estrategia para alcanzar ese objetivo se funda en dos "pilares". El primero asigna un papel de primer plano a la moneda. Por lo tanto, el BCE sigue de cerca más particularmente las evoluciones del agregado monetario  $M_3$ , para el que ha establecido un valor de referencia. El segundo pilar reagrupa una amplia gama de indicadores precursores de tensiones inflacionarias. La política de comunicación que se deriva de esta estrategia no puede ser simple, ni describirla con el respaldo de un solo indicador o de una sola previsión, sino que adopta la forma de un balance de los riesgos inflacionarios en la zona euro, publicado con regularidad.

### *Análisis comparado y evolución reciente del oficio de banquero central*

El coloquio dio lugar a que se reuniera la casi totalidad de los gobernadores de bancos centrales, lo que constituyó así una representación de todo el mundo y ofreció la oportunidad excepcional de

que compartieran sus puntos de vista. A pesar de esta diversidad geográfica, los participantes pudieron comprobar que al margen de los debates que se llevaban a cabo se pudieron consolidar consensos en el periodo reciente. Estimulados por los horizontes propuestos por el profesor universitario, P. Kenen, los participantes en la mesa redonda han desarrollado nuevas perspectivas, debidas, ya sea a su pertenencia geográfica (W. Duisenberg y J. de Larosière (Europa), B. Jamal (Asia), C. Konan Banny (África), G. Ortiz (América), o derivadas de su visión comparativa de las cuestiones debatidas, como A. D. Crockett (la Gran Bretaña).

### *Los temas consensuados*

- *El objetivo final de estabilidad de los precios.* Los banqueros centrales y los universitarios presentes han reconocido que los bancos centrales no pueden hacer todo, y que los arbitrajes inflación/desempleo son ilusorios. La primera misión de un banco central consiste hoy día en preservar la estabilidad de los precios. La generalización de este objetivo refleja a su vez la generalización progresiva de la democracia política y la aceptación de las reglas de la economía de mercado. Existe, en efecto, un vínculo entre la estabilidad de los precios y el buen funcionamiento de la democracia. La independencia de los bancos centrales es el símbolo y la condición de la confianza de los agentes económicos en su moneda.

- *La responsabilidad de la definición de la estabilidad de los precios.* Los banqueros centrales se mostraron unánimes para responder que corresponde a los bancos centrales, independientes y responsables, definir los objetivos de precio. Advertimos que sigue sin haber alternativa, particularmente en las uniones monetarias, donde no existe, claro está, un gobierno federal que asuma tales responsabilidades: es el caso en la zona euro con el BCE, pero también en África con el BCEAO y el BEAC.

- *La medida de la estabilidad de los precios.* Los banqueros centrales admiten hoy día que es preciso tener en cuenta cierto sesgo estadístico: la estabilidad de los precios es equivalente a una tasa de inflación ligeramente positiva. Asimismo, los banqueros deben distinguir entre la inflación corriente, sobre la cual el banco central no ejerce un impacto directo e inmediato, y la inflación prevista en un horizonte temporal, horizonte que representa el blanco de una acción eficaz y preventiva, tomando en cuenta las demoras largas y variables de los efectos de la política monetaria. Además, convendría también distinguir entre inflación subyacente

y la que podemos calificar de “transitoria”, dado que esta última no requiere forzosamente una acción correctora.

### *Los grandes debates*

- *Cómo pasar a los blancos de inflación.* Los blancos de inflación, en opinión de algunos conferencistas, no deberían ser considerados conceptos muy novedosos, al menos en términos de contenido. Sin embargo, su especificidad se sitúa en su transparencia, pero también requiere poner en juego la credibilidad del banco central, el cual deberá hacer que se respete un objetivo preciso. En este marco, ¿sería oportuno fijarse un objetivo para el nivel de precio (“inflación cero”), y por consiguiente tratar de corregir las desviaciones en los dos sentidos y a qué velocidad sería necesario volver al nivel del precio inicial?

Para los bancos centrales que no han adoptado blancos de inflación, ¿podría irse más lejos en la transparencia (por ejemplo, formalizar una “regla de Taylor” o publicar las previsiones en cuanto a la inflación)? De estos debates se desprende que, en tales circunstancias, la “comunicación monetaria” puede efectuarse mediante la publicación regular de un análisis de los riesgos inflacionarios, sin que sea necesario proceder a la publicación formal de las previsiones de inflación.

- *La estabilidad financiera.* La estabilidad financiera, cuyos contornos son difíciles de aprehender, ha dado ocasión para que las organizaciones financieras internacionales presentes precisaran su punto de vista. ¿Qué lugar debe otorgarse a los precios de los activos en la política monetaria? ¿Existe conciliación posible o contradicción eventual entre estabilidad financiera y estabilidad de los precios? El debate puso en evidencia que los bancos centrales no deben dar la impresión de garantizar un nivel de precio de los activos. En cambio, deben tener en cuenta los efectos de riqueza en sus evaluaciones coyunturales, dado que los comportamientos de consumo pueden ser influidos por los precios de los activos del mercado de valores y las fluctuaciones del valor de las garantías de los créditos. Esta decisión plantea problemas de concepto, de medida, y aun de interpretación. Finalmente, los bancos centrales no pueden desinteresarse de las burbujas financieras; sobre este particular, su implicación en la vigilancia bancaria está justificada.

- *La elección de régimen de cambio.* Esta cuestión dio lugar a varias intervenciones. Las crisis del tipo de cambio de los años noventa parecen haber empujado a ciertos países a escoger entre dos soluciones

extremas, o un régimen de cambios flotantes, o bien un régimen de fijación con eje en las cajas de emisión. Ahora bien, la elección del régimen de cambio es crucial para la política monetaria: ¿los tipos de cambio flotantes son acaso el único régimen que permite el mantenimiento de una política monetaria independiente? De la discusión que siguió se desprende que este dilema tampoco ha sido zanjado. El Sistema Monetario Europeo (SME), por ejemplo, es un modelo de tipos de cambio fijos pero ajustables que han funcionado bien. Puede servir de marco a los países de Europa central antes de su integración a la zona euro.

## **2. Los bancos centrales y los mercados**

*Presidencia:* E. George (gobernador del Banco de Inglaterra).

*Ponente:* E. George.

*Mesa redonda:* S. Hämäläinen (miembro del Directorio del BCE), Donald J. Johnston (secretario general de la OCDE), William J. McDonough (presidente del Banco Federal de Reserva de Nueva York), D. de Rothschild (gerente-asociado del Banco Rothschild & Cía.), J. Tirole (profesor de la Universidad de Toulouse), James D. Wolfenshon (presidente del grupo del Banco Mundial), Y. Yamaguchi (subgobernador del Banco de Japón).

### *Los bancos centrales ante el auge de los mercados financieros*

El desarrollo de los mercados financieros internacionales y su globalización en el curso de los años ochenta han transformado el conjunto de las estrategias y tácticas de los bancos centrales, como lo ha recordado E. George. Todos los participantes en la mesa redonda, banqueros centrales, universitarios, representantes de organizaciones internacionales, expertos de mercados, han reconocido, aunque con matices a veces diferentes, que los mercados financieros habían hecho que la conciliación del equilibrio externo y del equilibrio interno sea más difícil. La política monetaria debe tener en cuenta estas nuevas relaciones de fuerzas, no solamente para su conducción, sino también en sus principios de comunicación.

### *Los nuevos problemas de la globalización financiera*

Los banqueros centrales convinieron en líneas generales que la integración internacional es positiva, particularmente en lo que favorece al libre movimiento de bienes, servicios y capitales. La glo-

balización de los mercados favorece la asignación óptima de los recursos. La experiencia de los países emergentes, que se han beneficiado de una afluencia rápida y masiva de capitales, lo confirma, aunque algunos de estos países tropiezan con nuevos problemas, como la volatilidad de los movimientos de capitales a corto plazo o una economía muy poco diversificada.

En contrapartida con la integración internacional, las economías se han vuelto más dependientes de los choques externos, cosa que las políticas monetarias deben tener en cuenta, al escoger entre la estabilización de la demanda agregada o la del tipo de cambio. Un anclaje interno puede derivar en una mayor variabilidad del tipo de cambio, y a la inversa. La elección entre anclaje interno o externo depende, a su vez, de diferentes factores (tamaño del país, convergencia real con los socios económicos, solidez del desarrollo del sistema financiero), pero se ha tornado imposible ignorar las interacciones entre equilibrio interno y equilibrio externo.

#### *El impacto de los mercados en la comunicación institucional*

- *Nuevos desafíos para los bancos centrales.* Los mercados, más eficientes y abiertos, disponen de un poder de sanción con respecto a políticas que podrían ser percibidas como demasiado orientadas hacia el corto plazo o procíclicas. Esta es la causa de que los bancos centrales se hayan orientado a desarrollar un escenario prospectivo, con independencia del de los mercados, para tratar de anclar una parte de las anticipaciones de estos últimos.

Los bancos centrales, además, deben tener éxito en la explicación de su política a los mercados. Los participantes en la mesa redonda, tanto del lado de los bancos centrales como de los operadores de mercado, reconocen que éstos tienen por vocación anticipar el sentido de la política monetaria: una buena política de comunicación debería permitir a los mercados anticipar las acciones de los bancos centrales y limitar la amplitud de las correcciones que deben efectuarse. Así, no es forzosamente necesario sorprender a los mercados para ser eficaz: lo que conviene es ayudarlos a que se anticipen a los movimientos de corto y mediano plazos de la política monetaria.

- *Un diálogo delicado.* Para los bancos centrales, los comportamientos de los mercados parecen estar, a veces, rozando los límites de la racionalidad macroeconómica: demasiado a menudo parecen obedecer a una lógica de corto plazo y tienden a sobre-reaccionar. Así, los análisis de mercado se in-

clinan actualmente a subrayar el retraso europeo con respecto a Estados Unidos, por lo que respecta al campo de las nuevas tecnologías; de la misma manera, al parecer subestiman el ingreso de Europa en una nueva fase de crecimiento firme y duradero. La comunicación de los bancos centrales en cuanto a los mercados, consiste en recordar el papel de lo que es fundamental a mediano plazo y alisar las anticipaciones de los mercados. Trata de recordar a los mercados, asimismo, que en la política monetaria hay cosas que no son arbitrarias, aunque se apoya en indicadores que, a veces, ponen de manifiesto zonas de incertidumbre.

En lo que concierne a los mercados, los comportamientos de los bancos centrales son a veces percibidos como discrecionales, particularmente en los momentos de cambio de orientación en los ciclos de actividad. Estas diferencias de apreciación son en parte inevitables: los bancos centrales tienen que combatir la inflación mediante acciones preventivas que no son siempre fáciles de hacer que se comprendan al comienzo de un nuevo ciclo.

### **3. La responsabilidad del banquero central ante la opinión pública**

*Presidencia:* W. Duisenberg.

*Mesa redonda:* S. Brittan (editorialista del *Financial Times*), A. Greenspan, T. Mboweni (gobernador del Banco Central de África del Sur), E. Welteke (presidente del Banco Federal de Alemania), C. Wyplosz (profesor en el Instituto superior de estudios internacionales de Ginebra).

#### *Los bancos centrales ante la opinión pública*

Los debates de los oradores en el curso de esta última mesa redonda han estado dirigidos, en esencia y por partes iguales, a la cuestión de la responsabilidad política de los bancos centrales “independientes”, y su manera de comunicarse con la opinión pública.

#### *¿Cuál es la responsabilidad política?*

- *El caso del BCE.* Al publicar la definición de un objetivo de estabilidad de precios, el Consejo de gobernadores del BCE da un contenido preciso a su mandato. En consecuencia, su responsabilidad puede quedar en entredicho en caso de no respetar un objetivo claro y cuantificado. En el ámbito de sus órganos dirigentes, esta responsabilidad es colegial, lo que tiene por consecuencia justificar la confidencialidad de las deliberaciones y promover discusiones independientes de toda consideración

nacional. Esta responsabilidad se expresa cuando el BCE da cuenta de su actividad directamente ante el Parlamento europeo, por medio de audiciones especiales, así como ante la opinión pública y los medios de información, en ocasión de la conferencia de prensa mensual.

- *Un horizonte temporal de mediano plazo.* Esta concepción de la responsabilidad política figura en numerosos otros bancos centrales. Estos reconocen su responsabilidad última ante los ciudadanos, hecha la reserva, empero, de que su “constitución monetaria” los aísla de toda responsabilidad política a corto plazo. En efecto, el horizonte temporal de su mandato, relativo a la estabilidad de los precios, que es también el de sus medios de acción, se sitúa en el mediano plazo.

*La exigencia de transparencia con respecto a la opinión pública*

- *Ser previsible.* Como lo hicieron notar algunos participantes, algunos desearían el preanuncio de cada movimiento de la tasa de interés y de cada intervención en los mercados de cambios. Esto no es, evidentemente, lo que hacen los bancos centrales, pues en este caso sus instrumentos de acción perderían eficacia. A más largo plazo, por el contrario, la previsibilidad de las acciones de los bancos centrales es muy importante, puesto que eso revelaría su interpretación de la evolución de los aspectos fundamentales macroeconómicos y permitirían entrever así el curso de su acción futura.

- *Los límites de la transparencia.* Ciertos oradores subrayaron que la comunicación forma parte integrante de las estrategias de los bancos centrales. Ello no significa que es necesario comunicar todas las informaciones: conviene operar una selección, en particular sobre los debates internos o los trabajos preparatorios de las decisiones de política monetaria. En efecto, los bancos centrales no tienen por qué revelar de manera detallada el contenido preciso de sus próximas acciones, por lo demás, contingentes según se presenta un entorno todavía imperfectamente conocido.

Por el contrario, la publicación de una evaluación general de las tensiones inflacionarias se percibe como un progreso sustancial, tanto en Europa como en Estados Unidos.

En conjunto, la independencia de los bancos centrales ha reforzado considerablemente su responsabilidad “política” ante la opinión pública, co-

mo es resumida en la fórmula de J. C. Trichet: “el Banco de Francia independiente [es responsable] ante la opinión pública francesa, el Banco Central Europeo lo es ante la opinión pública constituida por 293 millones de europeos, el Sistema Federal de Reserva lo es ante la opinión constituida por 265 millones de estadounidenses”.

Como lo recordó el presidente de la República, Jacques Chirac, al ser invitado a comentar sobre el bicentenario del Banco de Francia: “Hace doscientos años, la fundación del Banco de Francia fue el prelude de una importante reforma monetaria, la creación del franco germinal, que aportó a nuestro país más de un siglo de equilibrio monetario. Con la introducción del euro, nos encontramos en el corazón de una evolución de la misma amplitud, en sociedad con otros diez Estados europeos, para crear una Europa a la vez más fuerte y más unida”. (...) “En este nuevo contexto, el Banco de Francia debe ser más que nunca una institución en movimiento como los demás, más que los demás, puesto que vive al ritmo instantáneo de los mercados financieros, debe renovar sus modos de acción y adaptarse a las realidades del siglo XXI”.

El presidente de la República expresó a continuación sus felicitaciones por la decisión de centrar el coloquio sobre el tema de la independencia y la responsabilidad de los bancos centrales.

“La independencia, en efecto, carece de sentido, si no es el medio para los bancos de asegurarse mejor de sus responsabilidades. Toda moneda (...) se funda en la confianza y no habrá ésta sin un intercambio permanente con los que, por su trabajo o su iniciativa, constituyen la fuerza de la economía. La apertura del Banco de Francia es la prenda más segura de su éxito, de su autoridad a los ojos de los mercados financieros y de su aceptación por los ciudadanos en una sociedad democrática.” (...) “La interpenetración creciente de las economías”, prosiguió, “y la unificación de los mercados de capitales crean, por lo demás, una nueva forma de responsabilidad para todos los que tienen a su cargo los grandes equilibrios financieros.” (...) “Deseo que los bancos centrales puedan reflexionar sobre esto con todo el realismo y la ambición necesarias. Este bicentenario coincide con un Banco de Francia que ahora y en adelante se halla integrado al Eurosistema”.

Como eco a estas palabras, la comunidad financiera internacional, ampliamente representada en el curso de este coloquio, ha podido desear con el Presidente del BCE, Wim Duisenberg, “doscientos años de éxito al Banco de Francia en su condición de elemento constitutivo del Eurosistema”.

DE LA MONEDA ADMINISTRADA A LA POLÍTICA MONETARIA DE MERCADO:  
EVOLUCIÓN DEL PAPEL DEL BANCO DE FRANCIA  
(Según la intervención de J. de Larosière, gobernador honorario del Banco de Francia.)

El Banco de Francia se fundó el 28 nivoso del año XIII (18 de enero de 1800). Organismo de derecho privado en su origen, progresivamente se impuso como banco de emisión, aunque también como banco de bancos. Su papel lo llevó a convertirse en un elemento clave de la confianza del público en la moneda, a lo largo del siglo XIX y hasta el fin de 1914. La definición del franco germinal, formulada por el legislador en 1803 con relación a un peso en plata y oro, permanecerá sin cambios, en efecto, durante 125 años.

**La creación y el desarrollo de un banco central moderno (1800-1940)**

*La evolución del Banco y de su política monetaria hasta 1914*

Con la adhesión de Francia al patrón oro, la política monetaria consistió en adelante en mantener un encaje metálico suficiente para cubrir la circulación fiduciaria en una proporción conveniente. La tasa de descuento fue el instrumento principal. Sin embargo, el margen de manobra del emisor era reducido, teniendo en cuenta la necesidad de preservar la confianza en la moneda mediante una cobertura fuerte. El concepto de política monetaria no adquirió su sentido moderno sino a partir de 1914.

*El establecimiento de instrumentos modernos de política monetaria (1914-40)*

Al terminar la guerra, el franco había perdido las cuatro quintas partes de su valor en oro. El gobierno de Poincaré llevó a cabo una política de estabilización y aprobó, en 1928, una devaluación del franco. La reforma de los modos de intervención en el mercado monetario fue introducida al mismo tiempo que la creación de casas de redescuento como intermediarias entre el banco central y los establecimientos de crédito. En octubre de 1936, se creó el Fondo de estabilización de los cambios, destinado a intervenir discretamente en los mercados para regularizar la paridad del franco, apenas unos meses después de la modificación de los estatutos de julio de 1936, que marcan un fortalecimiento de la autoridad de los poderes públicos; esto constituyó el preludio de la nacionalización, realizada el 2 de diciembre de 1945. Su privilegio de emisión fue establecido entonces sin límite de duración.

**Una política de control del crédito en el contexto de la moneda administrada (1944-86)**

En 1944, la concepción de la política monetaria fue subordinada a las necesidades de la reconstrucción. Los instrumentos fueron forjados a medida de las necesidades de la economía, su escala ampliada con el fin de ejercer su acción a la vez sobre la liquidez del sistema bancario y sobre la economía. De hecho, se trataba más bien de una política que buscaba actuar sobre la distribución del crédito a la economía, que de una política monetaria en el sentido actual del término.

*El control de la liquidez bancaria y de la distribución del crédito*

El manejo de la tasa de descuento por sí solo fue completado mediante el establecimiento de mecanismos más complejos. La política monetaria se fundaba entonces, esencialmente, en la fijación de topes máximos de descuento individuales en el interior de los cuales los bancos podían refinanciarse a tasa fija. Como la elección de la construcción europea modificó las perspectivas de la política monetaria, se impulsó el surgimiento de nuevos instrumentos. En 1967, la creación de reservas obligatorias dotó a las autoridades monetarias de un instrumento de acción sobre la liquidez de los bancos cercano a las técnicas utilizadas en los países anglosajones.

*El encuadramiento del crédito en la economía de endeudamiento*

La elección de una política intervencionista había conducido a Francia a privilegiar el control directo de las cantidades de crédito, lo cual se inscribía en un contexto en que el mercado financiero estaba poco desarrollado. La lógica de esta economía de endeudamiento consistía en alimentar la economía en moneda y en crédito poco costoso. La utilización del encuadramiento del crédito permitía, pues, limitar a la vez la creación monetaria y la distribución del crédito, cuando alcanzaban un ritmo excesivo, sin dejar por ello de mantener las tasas de interés a un nivel que se juzgaba suficientemente bajo para sustentar crecimiento y pleno empleo.

**Una política monetaria renovada en el marco de una economía de mercado financiero (1986-99)**

*El auge del sistema financiero ha reorientado la política económica*

En un contexto de globalización y de apertura, el control de los objetivos intermediarios se funda ahora en las tasas de interés. Francia ha escogido la liberalización de los intercambios co-

*(sigue)*

#### DE LA MONEDA ADMINISTRADA ... (concluye)

merciales, de los movimientos de capitales y de las inversiones extranjeras. La fisonomía del sistema económico y financiero se ha modificado profundamente. El encuadramiento del crédito ha sido suprimido definitivamente con la abrogación del control de cambios. Simultáneamente, la constatación del fracaso de las devaluaciones ha justificado una estrategia de “desinflación competitiva” para promover la competitividad estructural del aparato de producción, mediante la moderación de los costos salariales y el mantenimiento de una moneda estable. Los objetivos de la política macroeconómica se vuelven entonces el mantenimiento de la estabilidad de los precios y la consolidación de las finanzas públicas.

#### *La política monetaria francesa ha modificado su estrategia*

Emergió el consenso para asignar al banco central la misión de guardián de la moneda. Durante cerca de veinte años, la política monetaria francesa se ha referido a dos objetivos intermedios: uno de ellos externos, fundado en la estabilidad del franco, el otro interno, que buscó controlar la evolución de la masa monetaria. La ley del 4 de agosto de 1993 encargó al Banco de Francia “definir y poner en práctica la política monetaria con objeto de asegurar la estabilidad de los precios”. El alza de los precios, medida por el índice de los precios al consumidor, no debía superar el 2% para el año en curso, así como en la perspectiva de mediano plazo.

#### *El sistema nuevo: el recurso a los instrumentos de mercado*

El dispositivo de intervención del Banco de Francia ha sido profundamente reorganizado a partir de 1986. Esta reforma es antes que nada una reforma de la estructura del mercado monetario. Este último se ha abierto, volviéndose accesible al conjunto de los agentes económicos, y ha propuesto a los inversionistas una escala diversificada de títulos, completada por un conjunto de instrumentos destinados a la cobertura del riesgo por tasa de interés. Al nivel de las técnicas de intervención, las modalidades de acción sobre el mercado comprenden dos procedimientos oficiales: el de las pensiones por anuncio de licitación y el de las pensiones por iniciativa de los bancos.

Desde 1993, el Banco de Francia es independiente y ha contribuido, en la medida de sus responsabilidades y conforme a las orientaciones retenidas por las autoridades francesas, a la calificación de Francia para entrar en la moneda única. Los resultados obtenidos han permitido a Francia figurar entre los tres mejores (países), lo que la colocó en el corazón del proceso de constitución de la moneda europea. Desde ahora, el Banco de Francia asume sus responsabilidades en el marco del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), y participa en la elaboración y aplicación de la política monetaria determinada por el Consejo de gobernadores del BCE.

## Actividades del CEMLA durante octubre-noviembre de 2000

<i>Actividad</i>	<i>Instituciones copatrocinadoras Lugar y fecha</i>
<b>Cursos</b>	
Aspectos económicos y operativos de banca central	Banco de Guyana Bridgetown, 2 – 13 de octubre
Off-shore banking	Banco Central del Cuba La Habana, 9 – 13 de octubre
Banca central y el sistema financiero: teoría y práctica de su funcionamiento (IV módulo programa estudios superiores)	Banco de Guatemala Guatemala, 23– 27 de octubre
Lavado de dinero	Banco Central de Cuba La Habana, 23 – 27 de octubre
Control y evaluación de riesgos	Banco Central de Bolivia La Paz, 23 – 27 de octubre
Off-site supervision techniques for banks and credit union	Banco Central de Suriname Paramaribo, 30 de octubre – 3 de noviembre
Estadísticas monetarias y financieras	México, D. F., 13 de noviembre – 1º de diciembre
Balanza de pagos	INEGI-CIECAS México, D. F., 20 de noviembre
Evaluación de sistemas de control interno de banca central	Banco Central de Bolivia La Paz, 20 – 24 de noviembre
Banca central	Banco Central de Costa Rica San José, 23 de noviembre – 3 de diciembre

### ***Seminarios***

Taller sobre sistemas de pago y liquidación	Banco Central de Venezuela Caracas, 25 – 27 de octubre
Taller de auditoría integral en banca central	Banco Central de Cuba La Habana, 30 de octubre – 10 de noviembre
La inversión extranjera directa: registro y medición	Banco Central de la República Dominicana Santo Domingo, 13 – 15 de noviembre

### ***Reuniones***

V Reunión de tesoreros de banca central	México, D. F., 4 – 6 de octubre
V Reunión anual de la Red de investigadores de bancos centrales del Continente Americano	Banco Central de Brasil Río de Janeiro, 16 – 17 de octubre
XXVIII Reunión de sistematización de bancos centrales	Banco Central de Venezuela Caracas, 30 de octubre – 2 de noviembre
Netting of over-the-counter financial contracts in Latin America and the Caribbean	México, D. F., 9 – 10 de noviembre

# Índice 2000



## I. ARTÍCULOS

	<i>Núm.</i>	<i>Pág.</i>
Akyüz, Yilmaz, El debate sobre la arquitectura financiera internacional: reformando a los reformadores .....	5	201
Anderson, Audrey E., Manejo y prevención de crisis bancarias: el papel del banco central .....	4	163
Arzbach, Matthias, Protección de depósitos en Alemania en aras de la armonización europea .....	1	11
Ashwell, Washington, La crisis financiera del Paraguay .....	4	170
Banco Central Europeo, Relaciones del BCE con las instituciones y organismos de la Comunidad Europea .....	6	279
Banco de Francia, El concepto de banca central .....	3	126
Blejer, Mario I., y Liliana Schumacher, El uso de los instrumentos financieros derivados y otros pasivos contingentes en la banca central .....	6	255
Declaración del gobernador por Estados Unidos en las reuniones anuales del FMI y el BM .....	5	234
Dickie, Paul, Unión monetaria asiática: un concepto a la espera .	1	20
Discurso de Horst Köhler en las reuniones anuales del FMI y el BM	5	221
Duisenberg, Willem F., El pasado y futuro de la integración europea: una perspectiva de banquero central .....	1	1
Exposición del gobernador por Paraguay en las reuniones anuales del FMI y el BM .....	5	237
García, Valeriano F., América Latina y el Banco Mundial .....	1	30
Ghigliazza García, Sergio, Las crisis bancarias .....	2	75
González Disla, Renato R., La economía electrónica y digital: su impacto en el comercio y las finanzas .....	1	24
González Disla, Renato R., Sistemas de pagos electrónicos y eficiencia financiera y monetaria .....	3	144
Gramlich, Edward M., Metas de inflación .....	4	181
Greuet, Jean-Yves, y Patrick Haas, Independencia y responsabilidad: evolución del oficio de banquero central .....	6	293
Intervención del gobernador por España en las reuniones anuales del FMI y el BM .....	5	240
Jul, Ana María, Revisión de las facilidades del FMI .....	5	243
Kool, Clemens J. M., Mercados de bonos internacionales y la introducción del euro .....	6	264
Larsen, Flemming, Desarrollos globales económicos y financieros en los noventa e implicaciones para la política monetaria .	3	105
Massad, Carlos, Implementación de la política monetaria en Chile .....	4	158
Metzger, Jochen, ¿Convertibilidad, dolarización o Unión Monetaria?: el modelo del euro y del Banco Central Europeo .....	2	67
Padoa-Schioppa, Tommaso, El Eurosistema y la estabilidad financiera .....	3	111
Palabras de Guillermo Ortiz en la sesión inaugural de las reuniones de gobernadores de bancos centrales .....	4	156
Palabras de Václav Havel, presidente de la República Checa, en las reuniones anuales del FMI y el BM .....	5	211

	<i>Núm.</i>	<i>Pág.</i>
Palabras del presidente Ernesto Zedillo durante la ceremonia de inauguración de las reuniones de gobernadores de bancos centrales .....	4	153
Participación del gobernador por Sudáfrica en las reuniones anuales del FMI y el BM .....	5	215
Sturm, Andy, El papel de los bancos centrales en los sistemas de pagos .....	2	57
Suárez Chávez, Germán, El papel de las reservas internacionales	4	175
Trichet, Jean-Claude, El euro a los quince meses .....	4	188
Villar Gómez, Leonardo, Política cambiaria en un proceso de ajuste ordenado .....	3	118
Weiner, Stuart E., Una panorámica de los pagos electrónicos en la economía de Estados Unidos .....	2	92
Wolfensohn, James D., Construyendo un mundo equitativo .....	5	227
Wolfensohn, James D., Propuesta de un marco integral de desarrollo .....	2	81

## **II. AUTORIDADES DE LOS BANCOS CENTRALES LATINOAMERICANOS Y OTRAS INSTITUCIONES MIEMBROS DEL CEMLA**

Autoridades de los bancos centrales latinoamericanos y otras instituciones miembros del CEMLA, enero-marzo de 2000 .....	1	44
Autoridades de los bancos centrales latinoamericanos y otras instituciones miembros del CEMLA, agosto de 2000 .....	4	193
Autoridades de los bancos centrales latinoamericanos y otras instituciones miembros del CEMLA, agosto-septiembre de 2000 .....	5	248

## **III. PREMIO DE BANCA CENTRAL “RODRIGO GÓMEZ”**

Premio de Banca Central “Rodrigo Gómez”: convocatoria para 2001 .....	1	55
---	---	----

## **IV. ACTIVIDADES DEL CEMLA**

Actividades del CEMLA durante diciembre de 1999-enero de 2000	1	53
Actividades del CEMLA durante febrero-marzo de 2000 .....	2	102
Actividades del CEMLA durante abril-mayo de 2000 .....	3	151
Actividades del CEMLA durante junio-julio de 2000 .....	4	198
Actividades del CEMLA durante agosto-septiembre de 2000 .....	5	252
Actividades del CEMLA durante octubre-noviembre de 2000 .....	6	301



El **CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS** fue fundado en 1952 por siete bancos centrales de América Latina, a saber: Banco Central de Chile, Banco de la República (Colombia), Banco Nacional de Cuba, Banco Central del Ecuador, Banco de Guatemala, Banco Central de Honduras y Banco de México, S. A. Actualmente, son miembros de la institución los bancos centrales de América Latina y el Caribe, bancos centrales extrarregionales, así como organismos supervisores y entidades regionales del sector financiero. La lista completa se detalla en la contraportada. En los campos monetario, financiero y bancario el **CEMLA** promueve investigaciones, organiza reuniones y seminarios internacionales y recoge experiencias que sistematiza por medio de la administración de programas de capacitación y de asistencia técnica que contribuyen a formar y actualizar a los funcionarios de sus instituciones miembros.

Uno de sus objetivos es informar sobre la evolución del pensamiento económico dentro y fuera de la región, y difundir los hechos de importancia en materia de políticas monetaria, financiera y cambiaria, fundamentalmente. Sus libros, revistas y boletines contienen un vasto material de estudio y constituyen una permanente fuente de información para los estudiosos de estos temas.

## **BOLETÍN**

*Suscripción anual: 70.00 dólares (América Latina y el Caribe: 45.00 dólares; estudiantes y maestros: 35.00 dólares). Ejemplar suelto: 12.00 dólares (América Latina y el Caribe: 8.00 dólares; estudiantes y maestros: 6.00 dólares).*

*Suscripciones y pedidos:*

*Claudio Antonovich  
CEMLA, Departamento de Relaciones públicas  
Durango nº 54, México, D. F., 06700, México*

*Teléfono: (525) 533-03-00, ext.: 255  
Telefax: (525) 525-44-32  
Internet: <http://www.cemla.org>*

## MIEMBROS DEL CEMLA

### ASOCIADOS

Banco Central de la República Argentina	Banco de Guatemala
Centrale Bank van Aruba	Bank of Guyana
Central Bank of the Bahamas	Banque de la République d'Haïti
Central Bank of Barbados	Banco Central de Honduras
Central Bank of Belize	Bank of Jamaica
Banco Central de Bolivia	Banco de México
Banco Central do Brasil	Bank van de Nederlandse Antillen
Eastern Caribbean Central Bank	Banco Central de Nicaragua
Cayman Islands Monetary Authority	Banco Central del Paraguay
Banco Central de Chile	Banco Central de Reserva del Perú
Banco de la República (Colombia)	Banco Central de la República Dominicana
Banco Central de Costa Rica	Centrale Bank van Suriname
Banco Central de Cuba	Central Bank of Trinidad and Tobago
Banco Central del Ecuador	Banco Central del Uruguay
Banco Central de Reserva de El Salvador	Banco Central de Venezuela

### COLABORADORES

#### *Bancos centrales*

Deutsche Bundesbank (Alemania)	Banca d'Italia
Bank of Canada	Bank of Japan
Banco de España	Bangko Sentral ng Pilipinas
Federal Reserve System (Estados Unidos)	Banco de Portugal
Banque de France	

#### *Otras instituciones*

Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras (Bolivia)	Superintendencia de Bancos (República Dominicana)
Superintendencia del Sistema Financiero (El Salvador)	Banco Centroamericano de Integración Económica
Comisión Nacional de Bancos y Seguros (Honduras)	Banco Latinoamericano de Exportaciones, S. A.
Superintendencia de Bancos (Panamá)	Fondo Latinoamericano de Reservas