



BANCO CENTRAL EUROPEO

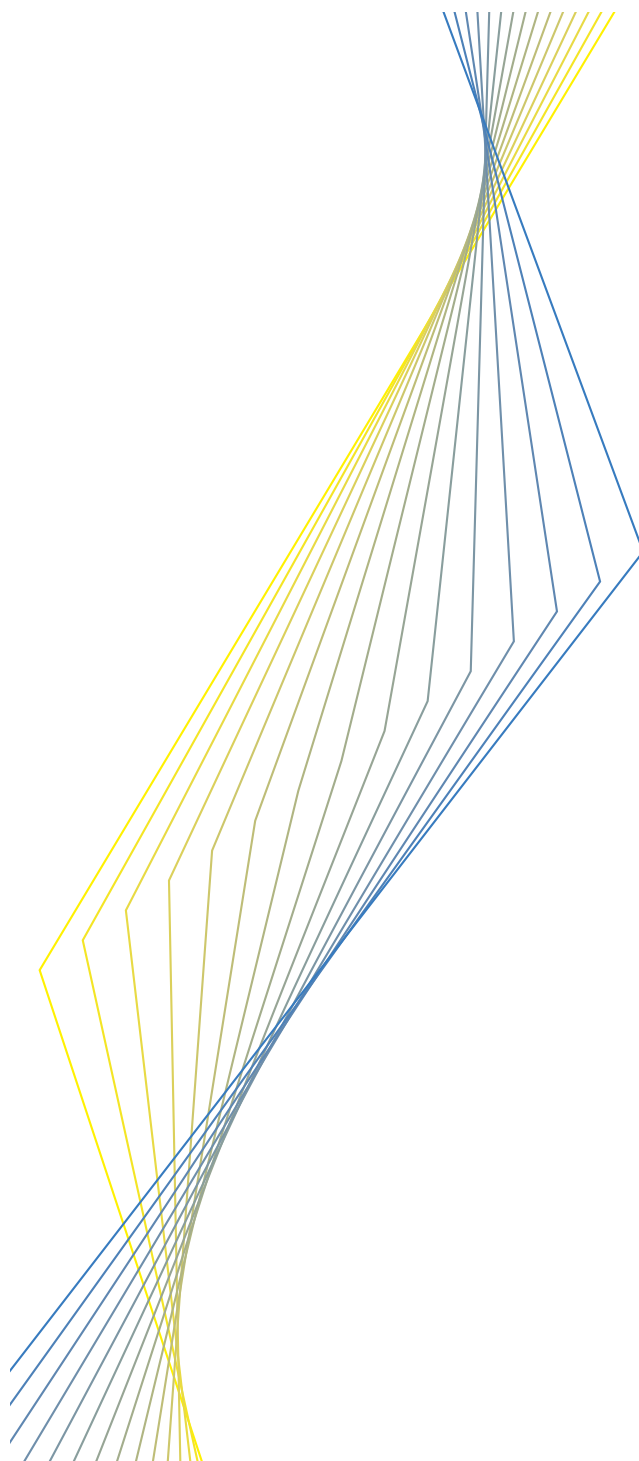
ECB EZB EKT BCE EKP

INFORME ANUAL

2002



BANCO CENTRAL EUROPEO



**INFORME
ANUAL**

2002

© Banco Central Europeo, 2003

Dirección

Kaiserstrasse 29

60311 Frankfurt am Main

Alemania

Apartado de correos

Postfach 16 03 19

60066 Frankfurt am Main

Alemania

Teléfono

+49 69 1344 0

Internet

<http://www.ecb.int>

Fax

+49 69 1344 6000

Telex

411 144 ecb d

Traducción efectuada por el Banco de España.

Todo los derechos reservados.

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

La recepción de datos para elaborar este Informe se ha cerrado el 28 de febrero de 2003.

ISSN 1561-4522 (edición impresa)

ISSN 1725-2873 (edición electrónica)

Índice

Prólogo	2
---------	---

Capítulo I

Evolución económica y política monetaria

1 Panorámica: decisiones de política monetaria en el año 2002	8
2 Evolución monetaria y financiera	14
2.1 Evolución monetaria	14
2.2 Mercados financieros	20
3 Evolución de los precios	41
4 Producto, demanda y mercado de trabajo	50
5 Evolución de las finanzas públicas	58
6 Entorno macroeconómico mundial, tipos de cambio y balanza de pagos	62

Capítulo II

Operaciones como banco central

1 Instrumentación de la política monetaria	80
1.1 Panorámica general	80
1.2 Gestión de la liquidez	81
1.3 Operaciones de mercado abierto	83
1.4 Facilidades permanentes	84
1.5 Sistema de reservas mínimas	85
1.6 Activos de garantía	86
1.7 Evolución del mercado monetario	88
2 Operaciones en divisas y gestión de los activos exteriores y de los recursos propios del BCE	
2.1 Operaciones en divisas	89
2.2 Gestión de los activos exteriores de reserva	89
2.3 Gestión de los recursos propios	90
2.4 Organización de la gestión de los activos exteriores y de los recursos propios del BCE	91

Capítulo III

Gestión de riesgos

1 Introducción	94
2 Operaciones de crédito	94

3	Sistema de gestión de riesgos de las operaciones de crédito	95
4	Operaciones de inversión	96
5	Sistema de gestión de riesgos de las operaciones de inversión	97

Capítulo IV

	Evolución económica de los otros países de la Unión Europea	102
--	--	------------

Capítulo V

Asuntos europeos y cooperación internacional

1	Asuntos europeos	114
1.1	Aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento	115
1.2	Propuestas para reforzar la coordinación en materia de política económica y simplificar los procesos de coordinación.	117
1.3	La Convención sobre el futuro de Europa	118
1.4	Reforma de los mercados financieros	119
2	Cooperación internacional	120
2.1	Supervisión multilateral y bilateral de las políticas macroeconómicas	121
2.2	Seguimiento de la evolución de los mercados financieros internacionales	122
2.3	Relaciones con el FMI y otros foros de naturaleza similar	123
2.4	Cooperación con las regiones vecinas de la UE	124
2.5	Cooperación con Asia, zona del Pacífico y América Latina	126

Capítulo VI

Ampliación de la Unión Europea

1	Introducción	130
2	Asuntos clave en materia económica, jurídica e institucional	130
2.1	Convergencia real	131
2.2	Convergencia jurídica e institucional	133
2.3	Convergencia nominal	133
2.4	Estrategias de política monetaria y cambiaria	135
2.5	Evolución del sector financiero	136
2.6	Conclusiones	137
3	Preparativos para la adhesión	137
3.1	Preparativos relativos a los órganos de decisión y los comités del SEBC	137
3.2	Capital suscrito del BCE y límite máximo para los activos de reserva	138
3.3	Plan General	139
3.4	Evaluación de la infraestructura de pagos y de compensación y liquidación de valores de los países candidatos	139

3.5	Acuerdo de confidencialidad con los bancos centrales de los países candidatos	140
3.6	Cooperación en la vigilancia de falsificaciones de billetes	140
3.7	Cooperación entre bancos centrales	140

Capítulo VII

Producción y emisión de billetes

1	Introducción y circulación de los billetes y monedas en euros	144
1.1	Distribución y subdistribución anticipadas de billetes y monedas en el 2001	144
1.2	Introducción de los billetes y monedas durante el período de transición del 2002	144
1.3	Evolución de la circulación de los billetes y monedas durante el resto del 2002	145
1.4	Retirada de los billetes nacionales	146
2	Producción de los billetes y monedas en euros	146
2.1	Producción de los billetes	146
2.2	Gestión de las reservas y establecimiento de una reserva estratégica del Eurosistema	147
2.3	Colaboración en la producción de las monedas	147
3	Políticas comunes del Eurosistema para el manejo del efectivo	148
3.1	Comisiones y enfoque común para el horario de apertura y las reglas de adeudo y abono de los servicios de caja en las ventanillas de los BCN	148
3.2	Establecimiento de criterios de referencia para la utilización de máquinas recicladoras de efectivo en la zona del euro	148
4	Protección de los billetes en euros contra la falsificación	149

Capítulo VIII

Sistemas de pago y de liquidación de valores

Introducción	154	
1	Operativa de los sistemas de pago y de liquidación del Eurosistema	154
1.1	El sistema TARGET	154
1.2	Modelo de corresponsalía entre bancos centrales	157
2	Vigilancia de los sistemas de pago	158
3	Sistemas de grandes pagos	159
3.1	Otros sistemas de grandes pagos en euros	159
3.2	Sistema de Liquidación Continua	159
4	Servicios de pequeños pagos	160
5	Sistemas de compensación y liquidación de valores	161

5.1	Evaluación de los sistemas de liquidación de valores	162
5.2	Proceso de consolidación de la estructura europea para los valores	162
5.3	Cooperación con el Comité de Reguladores Europeos de Valores	162
6	Otras actividades	163

Capítulo IX

Estabilidad financiera y supervisión prudencial

1	Estructura, evolución y riesgos del sector bancario	166
2	Marco institucional para la estabilidad financiera y la supervisión	169
3	Regulación bancaria y financiera	172

Capítulo X

Sistema estadístico

1	Introducción	178
2	Estadísticas monetarias y bancarias y de los mercados financieros	178
3	Estadísticas de balanza de pagos, reservas internacionales y posición de inversión internacional y tipos de cambio efectivos	180
4	Cuentas financieras	181
5	Estadísticas financieras de las Administraciones Públicas	181
6	Estadísticas económicas generales	181
7	Cooperación con la Comisión Europea y con organismos internacionales	182

Capítulo XI

Otras tareas y actividades

1	Funciones consultivas	186
2	Cumplimiento de las prohibiciones relativas a la financiación monetaria y al acceso privilegiado	189
3	Gestión de las operaciones de endeudamiento y de préstamo de la Comunidad Europea	189

Capítulo XII

Comunicación externa y rendición de cuentas

1	Política y actividades de comunicación del BCE	192
1.1	Actividades de comunicación	192
1.2	Cuestiones de comunicación importantes en el 2002	193
2	Intercambio de información y de opiniones con el Parlamento Europeo	194
2.1	Panorámica de las relaciones entre el BCE y el Parlamento Europeo	194
2.2	Opinión del BCE sobre cuestiones concretas planteadas en las reuniones con el Parlamento Europeo	195

Capítulo XIII

Marco institucional del Eurosistema y del Sistema Europeo de Bancos Centrales

1	Eurosistema y Sistema Europeo de Bancos Centrales	201
2	Órganos rectores del BCE	202
2.1	Consejo de Gobierno	205
2.2	Comité Ejecutivo	205
2.3	Consejo General	206
3	Organización del BCE	208
3.1	Gobierno corporativo	208
3.2	Gestión de recursos humanos	209
3.3	Organigrama del BCE	211
3.4	Sede del BCE	212
4	Diálogo social del SEBC	212
5	Comités del SEBC	212

Capítulo XIV

Cuentas anuales del BCE y balance consolidado del Eurosistema en 2002

1	Balance a 31 de diciembre de 2002	216
2	Cuenta de pérdidas y ganancias en el ejercicio 2002	218
3	Normativa contable	219
4	Notas sobre el balance	223
5	Notas sobre la cuenta de pérdidas y ganancias	228

6 Informe de auditoría	232
7 Notas sobre la distribución de los beneficios	233
8 Balance consolidado del Eurosistema a 31 de diciembre de 2002	234
<hr/>	
Instrumentos jurídicos adoptados por el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo en el año 2002	237
<hr/>	
Documentos publicados por el Banco Central Europeo	239
<hr/>	
Anexos	
Cronología de las medidas de política monetaria	254
Glosario	256
<hr/>	

Lista de Recuadros, Cuadros y Gráficos

Recuadros

1	Experiencias de los efectos sobre la volatilidad de los mercados monetarios derivados de la decisión adoptada por el Consejo de Gobierno de realizar un solo análisis mensual de la orientación de la política monetaria	13
	Gráfico: Estructura temporal de la volatilidad de los tipos de interés	14
2	Aumento significativo de la volatilidad de los mercados de renta variable de la zona del euro durante el 2002	29
	Gráfico A: Tamaño medio anual de las fluctuaciones diarias, en términos absolutos, del índice Dow Jones EURO STOXX, 1992-2002	29
	Gráfico B: Índice Dow Jones EURO STOXX y serie invertida de la volatilidad implícita de los mercados de renta variable, 1998-2002	30
3	Determinación de los tipos de interés de los préstamos bancarios en la zona del euro	38
	Gráfico: Diferenciales de los tipos de interés de los préstamos bancarios a empresas y de las obligaciones de empresa en la zona del euro	40
4	Efectos de la introducción de los billetes y monedas en euros sobre los precios de consumo	45
	Gráfico A: Precios de restaurantes, cafeterías y similares	46
	Gráfico B: Precios de las peluquerías	46
	Gráfico C: Inflación percibida, esperada y medida por el IAPC general	47
5	Avance limitado de las reformas estructurales en los mercados de productos y de trabajo de la zona del euro	56
6	Finanzas públicas y estabilización económica	61
7	Evolución de los desequilibrios de la economía de Estados Unidos	64
	Gráfico A: Balanza por cuenta corriente y posición de inversión internacional de Estados Unidos	64
	Gráfico B: Endeudamiento de los hogares	64
	Gráfico C: Deuda de los hogares	65

8	Tendencias de las fusiones y adquisiciones internacionales entre 1990 y 2002	73
	Gráfico A: Importe total de las operaciones de fusión y adquisición	73
	Gráfico B: Ubicación de las fusiones y adquisiciones de la zona del euro y de Estados Unidos	73
	Gráfico C: Operaciones bilaterales de fusión y adquisición entre la zona del euro y Estados Unidos	74
	Gráfico D: Detalle por sectores de las operaciones bilaterales de fusión y adquisición entre la zona del euro y Estados Unidos, 1997-2002	75
	Gráfico E: Operaciones bilaterales de fusión y adquisición entre la zona del euro y Estados Unidos en el sector de alta tecnología	75
9	Consulta pública sobre las medidas para incrementar la eficiencia del marco operativo de la política monetaria	82
10	Procedimientos de consulta durante el año 2002	186
	(a) Consultas de los Estados miembros	186
	(b) Consultas de las instituciones europeas	188
11	Campaña de Información Euro 2002	193

Cuadros

1	Componentes de M3	17
2	Contrapartidas de M3	19
3	Distribución sectorial del saldo de los valores de renta fija denominados en euros emitidos por residentes en la zona del euro	22
4	Endeudamiento de los sectores no financieros de la zona del euro	23
5	Préstamos de las IFM a los hogares y a las sociedades no financieras	25
6	Evolución de precios y costes en la zona del euro	42
7	Composición del crecimiento del PIB real en la zona del euro	50
8	Producción industrial en la zona del euro	47
9	Evolución del Mercado de trabajo en la zona del euro	54
10	Déficit, deuda y operaciones de las Administraciones Públicas en la zona del euro	59
11	Indicadores macroeconómicos de Dinamarca	102
12	Indicadores macroeconómicos de Suecia	106
13	Indicadores macroeconómicos del Reino Unido	108
14	Tasas medidas de crecimiento interanuales del PIB real	131
15	Principales datos de los países candidatos	132
16	Inflación medida por el IAPC	134
17	Estrategia monetaria y cambiaria de los países candidatos	135
18	Asignación de la producción de billetes en el 2002	147
19	Flujos de pagos en TARGET	155
20	Día de máxima actividad en TARGET en el 2002	155

Gráficos

1	Tipos de interés del BCE y del mercado monetario	8
2	Crecimiento de M3 y valor de referencia	15
3	Medidas de las brechas monetarias nominal y real	16
4	Movimientos de M3 y de sus contrapartidas	18

5	Saldo vivo de valores de renta fija denominados en euros emitidos por residentes en la zona del euro	21
6	Endeudamiento de los sectores no financieros de la zona del euro	24
7	Endeudamiento de los sectores no financieros en relación con el PIB	24
8(a)	Índices bursátiles de la zona del euro, Estados Unidos y Japón	26
8(b)	Volatilidad implícita de los mercados de renta variable de la zona del euro, Estados Unidos y Japón	26
9	Tipos de interés a corto plazo de la zona del euro y pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario	32
10	Tipos de interés de los futuros del EURIBOR a tres meses y volatilidad implícita de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses	33
11(a)	Rendimiento de la deuda pública a largo plazo en la zona del euro, Estados Unidos y Japón	34
11(b)	Diferencial del rendimiento de la deuda pública a largo plazo entre Estados Unidos y la zona del euro	34
12	Tipo de interés real de la zona del euro y tasa de inflación implícita obtenida a partir del IPC de la zona del euro	35
13	Tipos de interés a corto plazo aplicados por las entidades de crédito a su clientela y tipo de mercado comparable	37
14	Tipos de interés a largo plazo aplicado por las entidades de crédito a su clientela y tipo de mercado comparable	37
15	Contribuciones de los componentes del IAPC de la zona del euro	41
16	IAPC de la zona del euro: desagregación por componentes	43
17	Desagregación de los precios industriales de la zona del euro	44
18	Costes laborales unitarios, remuneración por asalariado y productividad del trabajo en la zona del euro	49
19	Contribuciones al crecimiento trimestral del PIB de la zona del euro	51
20	Indicadores de confianza de la zona del euro	52
21	Exportaciones de bienes y producción industrial de la zona del euro	53
22	Desempleo en la zona del euro	55
23	Tipos de cambio efectivos nominal y real	69
24	Balanza por cuenta corriente y balanza de bienes de la zona del euro	70
25	Comercio con países no pertenecientes a la zona del euro	70
26	Índices de valor unitario del comercio con países no pertenecientes a la zona del euro	71
27	Total de inversiones netas directas y de cartera de la zona del euro	71
28	Factores de liquidez y utilización de las facilidades permanentes en la zona del euro en el 2002	81
29	Activos de garantía de la lista uno admitidos en las operaciones de crédito del Eurosistema	87
30	Utilización de los activos de garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema	88
31	Indicadores económicos y financieros de la zona del euro y de los países de la UE no pertenecientes a la zona	103
32	Tipos de cambio bilaterales frente al euro de las monedas de los países de la UE no pertenecientes a la zona del euro	104
33	Billetes en euros en circulación en el 2002	145
34	Billetes en circulación entre los años 2000 y 2002	146
35	Activos transfronterizos en porcentaje del total de los activos de garantía entregados al Eurosistema	143

Abreviaturas

Países

BE	Bélgica
DK	Dinamarca
DE	Alemania
GR	Grecia
ES	España
FR	Francia
IE	Irlanda
IT	Italia
LU	Luxemburgo
NL	Países Bajos
AT	Austria
PT	Portugal
FI	Finlandia
SE	Suecia
UK	Reino Unido
JP	Japón
US	Estados Unidos

Otras

AAPP	Administraciones Públicas
BCE	Banco Central Europeo
BCN	Bancos Centrales Nacionales
BPI	Banco de Pagos Internacionales
CD	Certificados de Depósito
c.i.f.	Coste, seguro y fletes
CUCI Rev. 3	Clasificación Uniforme para el Comercio Internacional (revisión 3)
ECU	Unidad de Cuenta Europea
EUR	Euro
FMI	Fondo Monetario Internacional
FMM	Fondos del Mercado Monetario
f.o.b.	Franco a bordo
IAPC	Índice Armonizado de Precios de Consumo
IPRI	Índice de Precios Industriales
IFM	Instituciones Financieras Monetarias
IME	Instituto Monetario Europeo
IPC	Índice de Precios de Consumo
MBP5	Quinta edición del Manual de Balanza de Pagos
mm	miles de millones
NACE Rev. I	Nomenclatura Estadística de Actividades Económicas en la Comunidad Europea
OIT	Organización Internacional del Trabajo
PIB	Producto Interior Bruto
SEBC	Sistema Europeo de Bancos Centrales
SEC 95	Sistema Europeo de Cuentas Nacionales 1995
TCE	Tipo de Cambio Efectivo
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria

De acuerdo con la práctica de la Comunidad, los países de la UE se enumeran en este Informe en el orden alfabético correspondiente a las respectivas lenguas nacionales.

Pies de fotos del Informe Anual 2002

1	Fiesta del euro para celebrar la introducción de la moneda única, el 18 de enero de 2002	6
2	Conferencia de prensa posterior a la reunión del Consejo de Gobierno celebrada en Maastricht el 7 de febrero de 2002 para conmemorar el décimo aniversario de la firma del Tratado de Maastricht. El presidente Duisenberg anuncia que dimitirá en el 2003 Edificio público Limburg donde se celebró la reunión, en Maastricht	78
3	Willem F. Duisenberg, presidente del BCE, recibe el Premio Internacional Carlomagno de Aquisgrán 2002 en nombre del euro, en la ceremonia de entrega celebrada en el ayuntamiento histórico de Aquisgrán	92
4	Un grupo de jóvenes visita el BCE, el 13 de mayo de 2002	100
5	Exvicepresidente y vicepresidente actual del BCE, Christian Noyer (izquierda) y Lucas Papademos Fiesta de despedida del vicepresidente Christian Noyer el 28 de mayo de 2002	
6	El escritor holandés Harry Mulisch lee su última obra durante las jornadas culturales de los Países Bajos, en septiembre del 2002 Presentación sobre el arquitecto español Antoni Gaudí durante las jornadas culturales de España, en mayo del 2002	128
7	Exposición fotográfica del BCE “La fabricación del Euro” en el Banco de España de Madrid y Barcelona en el verano del 2002	142
8	Apertura del Colegio Europeo, en Fráncfort del Meno, el 5 de septiembre de 2002	152
9	Reunión del Consejo de Gobierno el 26 de septiembre del 2002 en la Eurotower	164
10	Stand del Eurosistema en la feria de servicios financieros Sibos 2002, que se celebró en Ginebra del 30 de septiembre al 4 de octubre	176
11	Segunda Conferencia del BCE sobre Banca Central, celebrada en Fráncfort del Meno los días 24 y 25 de octubre	184
12	El jurado del concurso internacional de arquitectura para la nueva sede del BCE visita el Grossmarkthalle en Fráncfort Primera reunión del jurado celebrada los días 30 y 31 de octubre	190
13	Exposición fotográfica del BCE “La fabricación del Euro” en la sede del Banco Nacional de Polonia, en Varsovia, del 2 de diciembre de 2002 al 15 de enero del 2003 Inauguración de la exposición por Eugenio Domingo Solans, miembro del Comité Ejecutivo del BCE, y Leszek Balcerowicz, presidente del Banco Nacional de Polonia	198
14	“Arte contemporáneo de Portugal” el 4 de diciembre de 2002 en el BCE Inauguración de la exposición por Vítor Constâncio, gobernador del Banco de Portugal, y Lucas Papademos, vicepresidente del BCE	214

Prólogo



En muchos sentidos, el 2002 fue otro año histórico en el proceso de integración europea. El hecho más destacado fue la introducción de los billetes y monedas en euros el 1 de enero, que se llevó a cabo con gran éxito y constituyó el último paso hacia la plena realización de la Unión Económica y Monetaria en Europa. Al tratarse de una empresa compleja, ambiciosa y sin precedentes, la transición a la nueva moneda sólo podía realizarse de forma rápida y fluida mediante la preparación sistemática y la actuación coordinada de todos los que habían de participar en esta operación. Por ello, era fundamental contar, desde el primer momento, con la estrecha colaboración del sector bancario, de las empresas de transporte de fondos, de los comerciantes y del sector de máquinas expendedoras, así como de las instituciones de la Unión Europea (UE), del Eurosistema y de las autoridades nacionales. El proceso de cambio de moneda también exigía los mayores esfuerzos organizativos, logísticos, técnicos y económicos de todos los responsables de la utilización y el manejo de los billetes y las monedas. Sin embargo, por encima de todo, el éxito de la transición al euro dependía de la actitud favorable de los ciudadanos europeos hacia la moneda única y de su rápida aceptación. En la actualidad, los 300 millones de ciudadanos de la zona del

euro han adoptado sin reservas la nueva moneda europea, refrendando así la idea de una Europa más integrada.

El segundo acontecimiento de importancia en el 2002 fue la decisión, adoptada en diciembre de ese año por los Jefes de Estado y de Gobierno de la UE, de permitir la integración de diez nuevos países en la Unión Europea en el año 2004, aunque esta decisión se encuentra todavía pendiente de ratificación. Esta ampliación tiene una triple dimensión histórica. En primer lugar, marca claramente el final de la división que se produjo en Europa en la posguerra, lo que le confiere un profundo significado político. En segundo lugar, se trata de la mayor ampliación acometida por la UE. Por último, ya que la mayor parte de los futuros Estados miembros se encuentran aún en una fase de transición hacia una economía de mercado plena, las disparidades existentes son mucho más acentuadas que en las ampliaciones anteriores. Todo ello representa un enorme desafío tanto para los actuales como para los futuros Estados miembros.

La rapidez con la que los nuevos Estados miembros adopten el euro, tras su adhesión a la UE, dependerá de la prontitud con la que cumplan los criterios de convergencia para su integración en la zona del euro. La existencia de diferencias en la evolución económica de los nuevos Estados miembros puede significar que no todos adopten el euro al mismo tiempo. Pese a ello, una de las prioridades fundamentales del Eurosistema es contar a partir del 2004 con la infraestructura técnica e institucional necesaria para un Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) ampliado, de acuerdo con el calendario de ampliación de la UE previsto. En el marco de los preparativos para la ampliación, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) ha formulado también una recomendación sobre la modificación del derecho a voto en dicho Consejo, de conformidad con lo dispuesto en el Tratado de Niza. Por otro lado, el Eurosistema mantiene ya estrechas relaciones con los bancos centrales de los países candidatos, y realizará un seguimiento atento de la evolución económica, financiera, institucional y

jurídica de estos países. Por consiguiente, en el presente Informe Anual se incluye un capítulo dedicado especialmente al proceso de adhesión.

La ejecución de la política monetaria en el 2002 se caracterizó por un alto grado de incertidumbre respecto a las perspectivas económicas. La inflación media, medida por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), se situó en el 2,2%, ligeramente por debajo del 2,4% registrado en el 2001, pero todavía algo por encima del nivel compatible con la definición de estabilidad de precios del BCE. La tasa media de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 pasó del aproximadamente 5,5% registrado en el 2001 a más del 7% en el 2002, superando con creces el valor de referencia fijado en el 4,5%. Este resultado se debió a la acusada volatilidad de los mercados financieros, y reflejó en gran medida las preferencias de los inversores por activos financieros de mayor liquidez a corto plazo y menor riesgo, así como el nivel relativamente bajo de los tipos de interés de la zona del euro en el 2002. El fuerte crecimiento monetario provocó una acumulación de liquidez en la zona del euro mayor de la necesaria para financiar un crecimiento sostenible y no inflacionista a largo plazo. Sin embargo, en conjunto, en vista del ritmo relativamente moderado de la actividad económica y dado que algunas de las reestructuraciones de cartera hacia activos incluidos en M3 podían haber tenido un carácter transitorio, no se consideró que la evolución monetaria en el 2002 señalara la existencia de riesgos para la estabilidad de precios. Esta valoración se vio confirmada por el crecimiento relativamente moderado del crédito observado en el 2002.

Lamentablemente, el crecimiento económico de la zona del euro fue menor de lo previsto en el 2002, con un crecimiento del PIB real relativamente moderado aunque positivo del 0,8% frente al 1,4% registrado en el 2001. La debilidad de la actividad económica es atribuible a una serie de factores que contribuyeron a incrementar el grado de incertidumbre hasta niveles excepcionales, como, por ejem-

plo, las tensiones de carácter geopolítico y su repercusión sobre los precios del petróleo y la confianza, la desfavorable evolución de los mercados financieros —que, sin embargo, no supuso una amenaza para la estabilidad financiera de la zona del euro— y la persistencia de desequilibrios en el mundo. En este contexto, y debido a la progresiva apreciación del euro observada en el 2002 y principios del 2003, disminuyeron las presiones al alza sobre la inflación, especialmente en la segunda mitad de ese período. Esta circunstancia llevó al Consejo de Gobierno a reducir los tipos de interés oficiales del BCE en 50 puntos básicos en diciembre del 2002, y nuevamente en 25 puntos básicos en marzo del 2003.

Pese a la debilidad de la situación económica, la tasa de inflación de la zona del euro se mantuvo relativamente elevada. No obstante, la evolución alcista de los precios en el año 2002 se debió a varios factores de carácter transitorio o excepcional, como los efectos de base, el aumento de la imposición indirecta y las desfavorables condiciones meteorológicas. Por otra parte, el crecimiento real de los salarios se mantuvo elevado, a pesar del aumento del desempleo, factor que indica la persistencia de rigideces estructurales en los mercados de trabajo.

Se ha señalado que la subida de algunos precios registrada el pasado año en varios países de la zona del euro estuvo relacionada con la introducción de la nueva moneda. Sin embargo, el efecto percibido fue superior al real. Los consumidores tienden a notar el aumento de los precios de los bienes y los servicios que adquieren habitualmente en mayor medida que los incrementos moderados, o incluso las reducciones, de los precios de artículos que consumen con menor frecuencia, que son a los que va destinada la mayor parte del presupuesto de los hogares. Además, presiones al alza, coincidentes aunque independientes, sobre los precios, como las resultantes de las desfavorables condiciones meteorológicas registradas en el período invernal de finales del 2001 y comienzos del 2002, se asociaron erróneamente a la introducción de la nueva moneda. Probablemente,

la escasa incidencia global del cambio de moneda sobre las subidas de precios será transitoria. En efecto, se espera que la introducción del euro ayudará a contener el aumento de los precios a medio plazo, puesto que la nueva moneda ha incrementado la transparencia de los precios y, con ello, la competencia entre los países de la zona del euro.

A comienzos del año 2003, las perspectivas de estabilidad de precios a medio plazo parecen ser bastante favorables, siempre que se mantenga la moderación salarial. Asimismo, como pudo comprobarse en el 2002, el mensaje de que las reformas estructurales han de acelerarse aún sigue teniendo vigencia. Unos mercados de trabajo y de productos dotados de mayor flexibilidad permiten reajustar los precios con mayor rapidez y, en términos más generales, reducir su ritmo de aumento, facilitando con ello la labor de los responsables de la política monetaria.

Pese a la dificultad que plantea la formulación de la política monetaria en las circunstancias actuales, el bajo nivel de las expectativas de inflación a largo plazo y de las primas de riesgo en los mercados de renta fija parecería sugerir que los agentes económicos confían en la capacidad del BCE para mantener la estabilidad de precios a medio plazo. Dado el elevado grado de incertidumbre económica existente, la estrategia de política monetaria del BCE ha seguido proporcionando un marco de referencia muy útil, tanto al Consejo de Gobierno para la adopción de las decisiones de política monetaria más apropiadas, como a los mercados financieros y a los agentes económicos en la formación de sus expectativas relativas a las medidas de política monetaria.

La incertidumbre en torno a la evolución económica en el 2002 puso de relieve la importancia de un marco de política macroeconómica orientada hacia la estabilidad que sirviera de modelo para los agentes económicos. En el ámbito de la política monetaria, el objetivo primordial asignado al BCE es mantener la estabilidad de precios, con independencia de terceros. Por lo que se refiere a la

política fiscal, el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea y el Pacto de Estabilidad y Crecimiento sirven de ancla para las expectativas de los agentes económicos. La Convención Europea ha confirmado asimismo este marco conceptual en su proyecto de "Tratado Constitucional para Europa", que sirve de preparación a la Conferencia Intergubernamental que tendrá lugar próximamente. La adopción de una Constitución supondría un paso importante para Europa y reforzaría el marco de la Unión Económica y Monetaria.

La evolución de las finanzas públicas de la zona del euro fue, en general, decepcionante en el 2002. El déficit presupuestario medio aumentó hasta el 2,2% del PIB, frente al 1,6% observado en el 2001. La mayor parte de los países no cumplieron los objetivos presupuestarios fijados en sus programas de estabilidad. El Consejo ECOFIN declaró, en noviembre del 2002 y en enero del 2003, respectivamente, que Portugal y Alemania tenían déficit excesivos. Además, en enero del 2003, adoptó una recomendación en la que formulaba una advertencia anticipada a Francia para que intentara evitar que se produjera un déficit excesivo. En el 2002, Francia registró un déficit presupuestario cercano al 3% del PIB, el valor de referencia para la *ratio* de déficit establecida en el Tratado.

A diferencia de lo que se afirma con frecuencia, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento no es un corsé que obliga a los países a aplicar políticas presupuestarias procíclicas. Por el contrario, siempre que los países logren una situación presupuestaria próxima al equilibrio o con superávit a medio plazo, el Pacto proporciona flexibilidad para que los estabilizadores automáticos funcionen plenamente. Los países que están tratando actualmente de sanear sus presupuestos no redujeron suficientemente su déficit presupuestario en años anteriores, cuando la situación económica era relativamente favorable. Los países que cumplieron los requisitos del Pacto de Estabilidad y Crecimiento experimentan ahora menos dificultades en este sentido y se benefician del buen funcionamiento de los estabilizadores

automáticos. Para corregir los actuales desequilibrios presupuestarios, los países con un déficit próximo o superior al 3% del PIB deberían adoptar medidas de saneamiento presupuestario encaminadas a fomentar el crecimiento, a fin de lograr saldos presupuestarios acordes con las exigencias del Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

En el presente Informe Anual se resumen las actividades del BCE, del Eurosistema y del SEBC en el 2002, y se ofrece una panorámica de la evolución monetaria, económica y financiera de la zona del euro durante ese año y comienzos del 2003. A finales del 2002, el número de empleados del BCE ascendía a 1.105, frente a los 1.043 del año anterior, y se espera que aumente hasta 1.263,5 en el 2003, principalmente para hacer frente a la ampliación del SEBC. En el 2002, el BCE llegó a un acuerdo con las autoridades de la ciudad de Fráncfort para la adquisición de un solar, y convocó un concurso internacional de arquitectura para la construcción de su nueva sede, que permitirá albergar a todo el personal bajo un mismo techo, en lugar de en varios edificios alquilados, como ocurre en la actualidad.

Éste es el último prólogo de un Informe Anual del BCE que llevará mi firma. Me siento muy orgulloso de haber sido el primer presidente del BCE y de haber tenido el honor y el privilegio de desempeñar esta función en los años en los que el BCE y el Eurosistema se han ido desarrollando y en los que han tenido lugar acontecimientos de trascendencia histórica como el inicio de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria (UEM) y la introducción de los billetes y monedas en euros.

Desearía expresar mi gratitud a todos los miembros del Comité Ejecutivo, del Consejo de Gobierno y del Consejo General por su fructífera colaboración a lo largo de los últimos cinco años. También deseo expresar mi agradecimiento a los miembros del Parlamento Europeo y, en especial, a la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios, así como al Consejo Europeo, al Consejo ECOFIN y a la Comisión Europea. Y, por último, pero no por eso menos importante, vaya mi agradecimiento más sincero a los empleados del BCE y de los BCN del Eurosistema por haber contribuido, con su constante esfuerzo y dedicación, al éxito de la introducción del euro y al buen funcionamiento de la Unión Monetaria. Me cabe el inmenso orgullo de haber podido trabajar con todos ustedes en este proyecto único e histórico. Pero, por encima de todo, deseo agradecer a los ciudadanos europeos su confianza en el euro y en los responsables del mismo. Puedo garantizarles que, tanto ahora como en el futuro, el BCE se esforzará al máximo por responder a las expectativas de los ciudadanos europeos y seguirá manteniendo, en beneficio de todos, el poder adquisitivo de nuestra moneda.

Fráncfort del Meno, marzo del 2003



Willem F. Duisenberg



enero de 2002



Fiesta del euro para celebrar la introducción de la moneda única, el 18 de enero de 2002

Capítulo I

Evolución económica y política monetaria

I Panorámica: decisiones de política monetaria en el año 2002

En el año 2002, la política monetaria operó en un entorno caracterizado por una incertidumbre económica considerable. Las señales percibidas acerca de las presiones inflacionistas a medio plazo fueron, en ocasiones, contradictorias y cambiantes. Tras la desaceleración de la actividad económica observada en el transcurso del año 2001, acentuada por perturbaciones que afectaron negativamente a la confianza y que estuvieron relacionadas con los ataques terroristas perpetrados en Estados Unidos en septiembre de ese año, el crecimiento del PIB real de la zona del euro registró una moderada recuperación a comienzos del 2002. Sin embargo, a medida que avanzaba el año, se hizo patente la pérdida de vigor de esa recuperación, al quedar condicionada por la reaparición de turbulencias en los mercados financieros y por tensiones de carácter geopolítico, que tuvieron efectos adversos sobre los precios del petróleo y sobre la confianza. Las estimaciones disponibles apuntan a un crecimiento anual del PIB real del conjunto de la zona del euro durante el año 2002 del 0,8%, frente al 1,4% registrado en el año 2001.

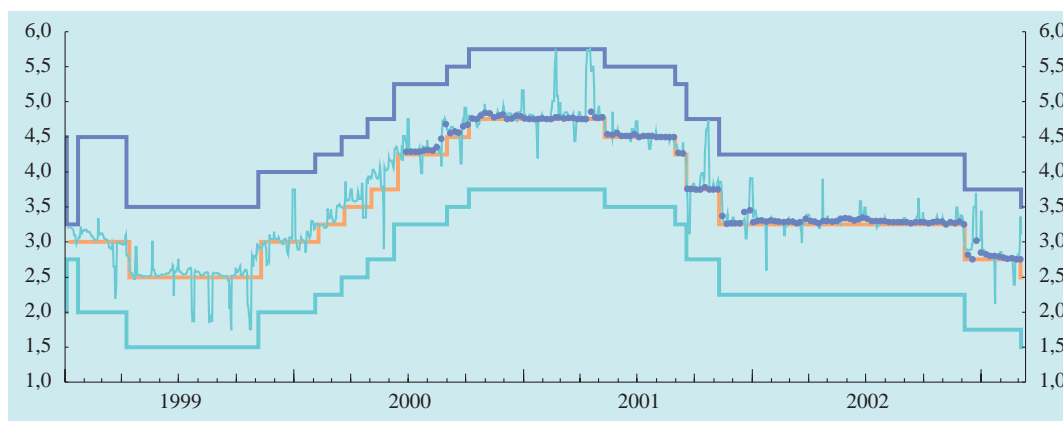
A pesar de la lenta recuperación económica, la inflación medida por el IAPC tan sólo registró una leve desaceleración en el 2002, situándose, en promedio, en el 2,2%, frente al 2,4% observado en el año anterior, es decir, ligeramente por encima del límite superior de la definición de estabilidad de precios del BCE. En el primer semestre del año, factores de carácter transitorio, tales como las adversas condiciones meteorológicas que afectaron a los precios de los alimentos, contribuyeron a la existencia de tasas de inflación más elevadas y, otros elementos, como la evolución monetaria y de los salarios, generaron inquietud respecto del mantenimiento de la estabilidad de precios a medio plazo en la zona del euro. Posteriormente, un aumento sustancial de los precios del petróleo introdujo una cierta presión al alza sobre los precios de consumo, pero la aparición de otros factores favoreció la moderación de los riesgos inflacionistas, entre los que cabe destacar la continuidad del lento ritmo de crecimiento económico y la notable apreciación del tipo de cambio del euro.

Gráfico I

Tipos de interés del BCE y del mercado monetario

(en porcentaje; datos diarios)

- Tipo marginal de crédito
- Tipo de depósito
- Tipo op. principal de financiación/tipo mínimo de puja
- Tipo a un día (EONIA)
- Tipo marginal de las operaciones principales de financiación



Fuente: BCE.

Nota: El tipo de las operaciones principales de financiación es el tipo de interés aplicado a las subastas a tipo fijo de las operaciones liquidadas antes del 28 de junio de 2000. A partir de entonces, el tipo de interés es el tipo mínimo de puja aplicado a las subastas a tipo de interés variable.

En vista del signo diverso de estos factores, durante la mayor parte del año 2002 el Consejo de Gobierno mantuvo sin variación, en el 3,25%, el tipo mínimo de puja aplicable a las operaciones principales de financiación. Sin embargo, debido al mantenimiento de la debilidad de la actividad económica en medio de las tensiones geopolíticas persistentes y a la apreciación sostenida del euro, predominaba la percepción de que las presiones inflacionistas se habían moderado. En consecuencia, el Consejo de Gobierno decidió reducir los tipos de interés oficiales del BCE, en diciembre del 2002, en 50 puntos básicos y, de nuevo, en marzo del 2003, en 25 puntos básicos (véase gráfico 1).

Las decisiones de política monetaria adoptadas en el año 2002 y al comienzo del 2003 han de contemplarse también en el contexto de la sustancial reducción de los tipos de interés oficiales del BCE acordada por el Consejo de Gobierno en el 2001 (por un total de 150 puntos básicos, habiendo recordado el tipo aplicable a las operaciones principales de financiación hasta el 3,25% en la reunión celebrada el 8 de noviembre del 2001). En ese año, y especialmente tras los ataques terroristas del mes de septiembre, la evidencia disponible indicaba un aumento de la probabilidad de que la desaceleración de la actividad económica de la zona del euro terminase siendo más duradera y pronunciada de lo esperado, lo que contribuiría a contener las presiones al alza sobre los precios. Al mismo tiempo, los efectos retardados de las pasadas perturbaciones alcistas sobre los precios —procedentes de la subida de los precios del petróleo de la depreciación del euro en los años 1999 y 2000 y del incremento del precio de los alimentos a comienzos del año 2001— fueron desapareciendo de manera gradual. En conjunto, todos estos factores sugerían la existencia de unas presiones inflacionistas a medio plazo más reducidas, de las cuales se esperaba que, junto con la desaceleración de la actividad económica, contribuyesen a una moderación de los salarios. El análisis de los datos monetarios no era contradictorio con la anterior apreciación. El crecimiento monetario se intensificó a lo

largo del segundo semestre del 2001, especialmente tras los ataques terroristas, pero esta evolución reflejó, en buena medida, las reestructuraciones de cartera llevadas a cabo por los inversores privados desde acciones y otros activos financieros a largo plazo hacia activos a corto plazo más líquidos y relativamente seguros que forman parte de M3. Por otra parte, el crecimiento interanual del crédito al sector privado continuó disminuyendo.

Comenzando por un análisis de la situación desde el punto de vista del primer pilar de la estrategia de política monetaria del BCE, el crecimiento de M3 se moderó en cierta medida durante los primeros meses del 2002, tras las importantes reestructuraciones de cartera observadas en el otoño del año 2001. Sin embargo, esta moderación tuvo lugar a un ritmo muy lento y cesó en el segundo trimestre del 2002, cuando se produjo una intensificación notable de la demanda de M1. Además de la persistente incertidumbre en los mercados de renta variable, la expansión monetaria de este período puede atribuirse al reducido coste de oportunidad de mantener efectivo. Asimismo, a comienzos del año 2002, la tasa de crecimiento de los préstamos al sector privado siguió descendiendo, si bien dio la impresión de estabilizarse en el segundo trimestre del año. Al mismo tiempo, el hecho de que la liquidez disponible en la zona del euro fuese sustancialmente superior a la necesaria para financiar un crecimiento sostenible y no inflacionista comenzó a ser un creciente motivo de preocupación.

Desde el punto de vista del segundo pilar, la nueva información disponible a comienzos del 2002 confirmó las expectativas previas del Consejo de Gobierno acerca de las perspectivas económicas de la zona del euro. Los datos de los primeros meses del año comenzaron a indicar que el mínimo cíclico de la actividad económica podría haberse alcanzado hacia finales del año 2001 y que la recuperación tendría lugar probablemente a lo largo del 2002. Al mismo tiempo, la incertidumbre con respecto al entorno económico internacional pareció reducirse en cierta

medida. En la zona del euro, el crecimiento intertrimestral del PIB real pasó a ser positivo en el primer trimestre del año, mientras que los datos procedentes de las encuestas empezaban a sugerir un fortalecimiento de la actividad económica. Las expectativas de una recuperación económica se vieron respaldadas por la ausencia de desequilibrios macroeconómicos de importancia en la zona del euro que precisasen un proceso de ajuste prolongado. En este contexto, se consideró que los bajos tipos de interés y los efectos beneficiosos de las caídas esperadas de la inflación sobre la renta real disponible lograrían sostener el crecimiento de la demanda interna.

De las proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema, así como de las previsiones provenientes de diversos organismos internacionales e instituciones privadas, se derivaba un cuadro macroeconómico bastante similar en la primavera del 2002. La expectativa generalizada era que el crecimiento del PIB real de la zona del euro alcanzaría de nuevo en el transcurso del año valores en consonancia con la tendencia del crecimiento potencial y que se estabilizaría en estos niveles en el año 2003. Las expectativas de los mercados financieros, incorporadas en el rendimiento de los bonos, también eran coherentes con una recuperación económica relativamente suave. A pesar de esas expectativas, persistía la incertidumbre acerca de la senda concreta que seguiría la recuperación, en el contexto de los aumentos sustanciales del precio del petróleo que estaban registrándose y de los desequilibrios macroeconómicos existentes en otras partes del mundo.

En cuanto a la inflación medida por los precios de consumo, su tasa de crecimiento interanual a comienzos del año 2002 fue relativamente alta, situándose en un 2,7% en el mes de enero. El comportamiento del IAPC también fue relativamente errático al inicio del pasado año, debido básicamente a factores de carácter transitorio y excepcional, como las malas condiciones meteorológicas que empujaron al alza los precios de los alimentos, el

aumento de los impuestos indirectos y los adversos efectos de base derivados de la evolución de los precios de la energía a comienzos del 2001. A pesar de un cierto impacto alcista sobre los precios, especialmente de los de ciertos servicios, se consideró que el efecto de la introducción del euro sobre el nivel agregado de los precios sería reducido. La tasa de crecimiento interanual del IAPC disminuyó gradualmente tras los dos primeros meses del año, principalmente como consecuencia de efectos de base. Sin embargo, esta disminución tuvo lugar a un ritmo relativamente lento, debido en parte a la subida del precio del petróleo registrada a comienzos del año. Al mismo tiempo, seguía siendo preocupante el hecho de que la inflación, excluidos sus componentes más volátiles, es decir, la energía y los alimentos no elaborados, se mantuviera en niveles persistentemente elevados, como reflejo, en particular, de la evolución de los precios de los servicios. Además, la tendencia seguida por los salarios tampoco era tranquilizadora. En definitiva, el comportamiento de la inflación era, por lo tanto, menos favorable de lo que se había previsto al término del año 2001.

En este contexto, durante los primeros meses del 2002, el Consejo de Gobierno pasó a estar crecientemente preocupado por los riesgos al alza sobre la estabilidad de precios a medio plazo que podrían derivarse de la evolución monetaria, de las tendencias de los salarios y del elevado y persistente crecimiento de los precios de los servicios. Sin embargo, la apreciación del euro, iniciada en la primavera, amortiguó esos riesgos alcistas. Además, la valoración de la política monetaria en aquel momento se encontraba condicionada por la incertidumbre existente acerca de las perspectivas económicas futuras. Dado que algunos factores apuntaban hacia un aumento de las presiones inflacionistas, si bien persistía aún la incertidumbre sobre la intensidad del crecimiento económico (que, a su vez, podía tener importantes efectos sobre las perspectivas de estabilidad de precios), la opinión del Consejo de Gobierno fue que de la información disponible en aquel momento no podían extraerse señales concluyentes

con respecto a los factores dominantes sobre los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo.

La inquietud sobre las perspectivas económicas futuras aumentó en el segundo semestre del 2002, como reflejó la evolución bajista de los mercados financieros. Las nuevas y bruscas caídas de las cotizaciones en los mercados internacionales de renta variable registradas durante el verano reforzaron la tendencia bajista existente en dichos mercados desde los máximos históricos observados a comienzos del año 2000. Aunque siempre es difícil evaluar con precisión si las acciones se encuentran sobrevaloradas, las caídas observadas en los mercados bursátiles se produjeron, en parte, como corrección de los anteriores excesos. Los descensos obedecieron a diversos factores, tales como el aumento de la incertidumbre en los mercados acerca de la fiabilidad de la información procedente de la contabilidad financiera, unos beneficios empresariales inferiores a lo previsto y el incremento gradual de las tensiones de carácter geopolítico, también por su efecto sobre los precios del petróleo. La evidencia disponible sugiere que, a pesar del incremento sustancial de las tenencias de valores de renta variable mantenidas por los hogares de la zona del euro iniciado a finales de la década de los noventa, los efectos directos de las fluctuaciones de las cotizaciones bursátiles sobre el gasto en consumo son, generalmente, de menor entidad en la zona del euro que en el resto de las principales economías. Sin embargo, el hecho de que la caída registrada en los mercados de renta variable haya sido de ámbito mundial aumentó la probabilidad de que la economía de la zona del euro se viese afectada a través de sus relaciones con otras economías. Además, las turbulencias que se produjeron en estos mercados encarecieron la financiación de las empresas. Las caídas de las cotizaciones bursátiles también se vieron acompañadas de una ampliación del diferencial que las empresas de la zona del euro han de pagar en sus emisiones de renta fija, que especialmente afectó a las que tenían una peor calificación crediticia. Al margen de la incertidumbre en

los mercados financieros, la persistencia de importantes desequilibrios macroeconómicos fuera de la zona del euro también siguió contribuyendo al clima de incertidumbre existente en la zona y, en general, en todo el mundo.

Estos factores tuvieron su reflejo en los indicadores adelantados. Tras un proceso de continua mejora hasta mediados del 2002, los indicadores de confianza y los datos procedentes de las encuestas revelaron la escasa probabilidad de que se produjera una nueva aceleración de la actividad económica durante ese año. Además, las tensiones geopolíticas se acrecentaron en la segunda parte del año, generando un importante incremento de los precios del petróleo. La impresión era que la recuperación económica de la zona del euro y de la economía mundial durante el segundo semestre del 2002 sería más lenta de lo que se había previsto a comienzos del año. En vista de estas perspectivas, y en consonancia con previsiones similares procedentes de instituciones públicas y privadas, así como con las proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema, el Consejo de Gobierno rebajó gradualmente sus expectativas de crecimiento económico a medida que fue transcurriendo el año y en los primeros meses del 2003. Así pues, se estimó que el aumento de las tasas de crecimiento del PIB real se produciría solo en el curso del año 2003. Los datos sobre la actividad económica disponibles en el segundo semestre del 2002 y en el comienzo del 2003 confirmaron que el crecimiento económico había sido realmente muy débil.

Por lo que se refiere a la evolución de los precios en el segundo semestre del año, la inflación medida por el IAPC osciló en torno al 2%, el límite superior de la definición de estabilidad de precios adoptada por el BCE. Además, el IAPC, excluidos sus componentes más volátiles, es decir, la energía y los alimentos no elaborados, se mantuvo relativamente elevado, en tasas próximas al 2,5%, como reflejo, sobre todo, de la intensa dinámica de los precios de los servicios, la cual, a su vez, puede atribuirse, al menos en parte, a la tendencia a

alza en el crecimiento de los salarios nominales que se mantuvo hasta principios del año 2002. Con todo, el hecho de que la inflación medida por los precios de consumo se mantuviera en esos niveles sugería que las rigideces estructurales presentes en la zona del euro podrían haber impedido el adecuado ajuste de los precios y los salarios en un contexto de crecimiento económico débil.

Sin embargo, de cara al futuro, la moderación de la actividad económica se consideró un factor que terminaría conteniendo los riesgos potenciales al alza sobre la estabilidad de precios. Si bien los riesgos relacionados con la evolución de los salarios no habían desaparecido, su materialización se consideró menos probable en tanto la situación económica no se modificase de forma sustancial. Asimismo se esperaba que la apreciación del euro en el segundo semestre del 2002 y en los primeros meses del 2003, en comparación con el primer semestre del 2002, contribuiría también a reducir las presiones inflacionistas.

La valoración de las implicaciones de la evolución monetaria para la estabilidad de precios no fue sencilla durante el segundo semestre del 2002. Aunque el crecimiento monetario siguió siendo intenso después del verano, se hizo preciso llevar a cabo un cuidadoso análisis de los factores que impulsaban la dinámica monetaria. Por una parte, la persistente fortaleza del crecimiento monetario obedeció, en gran medida, a las turbulencias de los mercados financieros, al aumentar la atracción de los inversores por los activos líquidos y seguros incluidos en M3. Por otra parte, esa fortaleza también era consecuencia del escaso coste de oportunidad de mantener efectivo, puesto que el reducido nivel de los tipos de interés existentes en la zona del euro tendía a estimular la expansión monetaria, lo que, en concreto, se reflejaba en un incremento sustancial del agregado monetario estrecho M1. Desde una perspectiva de largo plazo, el intenso crecimiento monetario de la zona del euro siguió siendo motivo de preocupación, debido a una disponibilidad de liquidez superior a la necesaria para financiar un crecimiento sostenible y no inflacionista.

Sin embargo, el Consejo de Gobierno entendió que el riesgo de que ese exceso de liquidez se tradujera en presiones inflacionistas era reducido, dada la moderación del crecimiento económico. Este análisis se vio corroborado por la debilidad de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado y, en particular, de los concedidos a las sociedades no financieras.

Desde el otoño del 2002, la evidencia disponible respecto a la debilidad del crecimiento económico y a la apreciación del euro comenzó a apuntar de manera gradual hacia una disminución de las presiones inflacionistas. A pesar de que las tensiones en los mercados del petróleo hacían difícil predecir la evolución a corto plazo de la inflación, la situación general condujo a conceder una mayor probabilidad a que la inflación cayese por debajo del 2% en el transcurso del 2003, y se mantuviera con posterioridad en tasas compatibles con la estabilidad de precios. En consecuencia, el Consejo de Gobierno decidió rebajar los tipos de interés oficiales del BCE, en 50 puntos básicos en la reunión celebrada el 5 de diciembre del 2002 y, de nuevo, en 25 puntos básicos el 6 de marzo de 2003. Así pues, el tipo mínimo de puja aplicable a las operaciones principales de financiación se situó en el 2,5%, un nivel muy reducido desde una perspectiva histórica. Se esperaba que las decisiones de recortar los tipos de interés oficiales del BCE contrarrestasen los diversos factores que estaban teniendo un efecto adverso sobre la actividad económica y, de este modo, contribuyeran a preservar la estabilidad de los precios en el medio plazo.

En su reunión del 5 de diciembre, el Consejo de Gobierno también revisó el valor de referencia para el crecimiento monetario, valor que desempeña un papel destacado dentro del primer pilar de la estrategia de política monetaria del BCE. El Consejo decidió mantener sin cambios esa referencia, a una tasa de crecimiento interanual del 4,5% para el agregado amplio M3, puesto que la evidencia empírica continúa respaldando los supuestos en que se ha basado el cálculo del valor de referencia desde el mes de diciembre de

1998. Dichos supuestos para la zona del euro son: un crecimiento tendencial del producto potencial entre comprendido el 2% y el 2,5% anual y una caída tendencial de la velocidad de circulación de M3 entre el 0,5% y el 1% anual en la zona del euro. En diciembre del 2002, el Consejo de Gobierno reiteró que el valor de referencia es un concepto útil en un horizonte de medio plazo, lo que ha de tenerse en cuenta al realizar comparaciones entre la evolución que en cada momento sigue M3 y

ese valor de referencia. De hecho, la experiencia de los dos últimos años sugiere que las fluctuaciones a corto plazo de M3 no necesariamente tienen consecuencias sobre la evolución futura de los precios y que las desviaciones de M3 con respecto al valor de referencia han de analizarse de manera conjunta con otros indicadores de la actividad real y financiera al objeto de comprender sus implicaciones sobre la estabilidad de precios.

Recuadro I

Experiencias de los efectos sobre la volatilidad de los mercados monetarios derivados de la decisión adoptada por el Consejo de Gobierno de realizar un solo análisis mensual de la orientación de la política monetaria

En la reunión celebrada el día 8 de noviembre de 2001, el Consejo de Gobierno del BCE decidió que, en adelante y como norma, llevaría a cabo el análisis de la orientación de la política monetaria únicamente durante la primera reunión de cada mes y que, habitualmente, adoptaría en ella las decisiones relativas a los tipos de interés. Uno de los objetivos de esta decisión fue contribuir a la estabilización de los mercados financieros. Aunque, en términos generales, las decisiones de política monetaria adoptadas por el BCE han sido predecibles desde el comienzo de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria¹, en ocasiones fue perceptible en los mercados una incertidumbre acerca del momento y la magnitud exactos de tales decisiones. Parece probable que la elevada frecuencia de las reuniones haya favorecido la aparición de esa incertidumbre. A este respecto, se entendió que el paso a un esquema mensual de toma de decisiones de política monetaria también contribuiría a estabilizar el comportamiento de las entidades de contrapartida a la hora de demandar liquidez en las operaciones regulares de financiación. Al disminuir las oportunidades en que los mercados podrían esperar modificaciones de los tipos de interés, se reducirían evidentemente los incentivos a seguir conductas especulativas y, por tanto, los tipos de interés de las subastas de las operaciones del BCE serían menos volátiles.

Dentro de este contexto, el presente recuadro examina si ha aumentado la estabilidad de los tipos de interés de mercado desde que se modificó la frecuencia de las reuniones de política monetaria. El recuadro se centra en los tipos de interés del mercado monetario a plazos muy cortos, ya que éstos deberían ser los tipos más afectados por la reducción de la frecuencia de esas reuniones. No obstante, este análisis no es sencillo de realizar, dada la dificultad de tener en cuenta todos los demás elementos que pudieran, en potencia, tener efectos sobre la volatilidad de los tipos del mercado monetario, incluida la frecuencia de las modificaciones de los tipos de interés oficiales del BCE.

En principio, cabe esperar que la menor frecuencia de las reuniones de política monetaria reduciría la volatilidad de los tipos de interés del mercado monetario, sobre todo a los plazos más cortos. Al mismo tiempo, no es previsible que el cambio a una frecuencia mensual de las reuniones de política monetaria tenga influencia alguna sobre los plazos más largos de la curva de rendimientos del mercado monetario que, más bien, tiende a señalar el grado de incertidumbre sobre la situación macroeconómica.

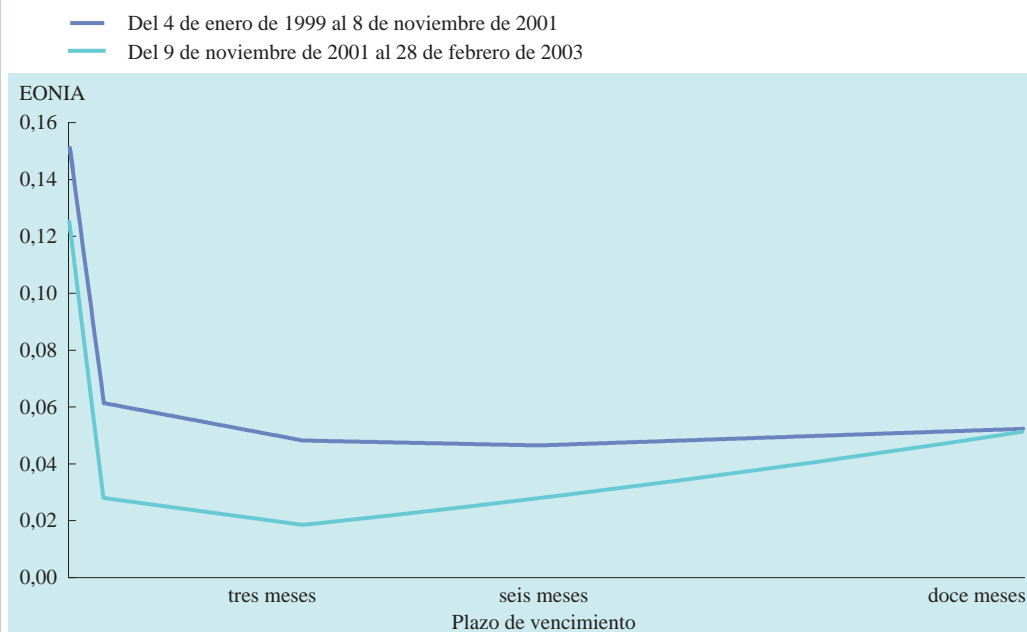
El gráfico siguiente muestra los patrones de volatilidad de los tipos de interés del mercado de monetario entre los plazos de un día y un año observados en el período transcurrido entre el 4 de enero de 1999 y el 8 de noviem-

¹ Pérez Quirós y Sicilia (2002), "Is the European Central Bank (and the United States Federal Reserve) predictable?", Documento de Trabajo del BCE nº 192. Véase, también, Gaspar, Pérez Quirós y Sicilia (2001), "The ECB monetary policy strategy and the money market", *International Journal of Finance and Economics* 6, 2001, pp. 325-342.

bre de 2001 y a partir del 9 de noviembre de 2001. La volatilidad de los tipos de interés a un año tras el paso a la frecuencia mensual de las reuniones de política monetaria es similar a la observada en el período anterior. Este resultado indica que el grado de incertidumbre general no varió mucho en el período siguiente al cambio de frecuencia de las reuniones de política monetaria. Sin embargo, la volatilidad de los tipos de interés a los plazos más cortos se redujo de forma significativa tras el paso a la frecuencia mensual. Si bien es difícil extraer conclusiones firmes sobre la base de la experiencia de un solo año, la caída observada en la volatilidad podría sugerir que la incertidumbre relativa al momento exacto de la toma de decisiones de política monetaria ha disminuido a consecuencia de la decisión de celebrar reuniones sobre esta materia con menor frecuencia.

Estructura temporal de la volatilidad de los tipos de interés

(desviación típica durante el período reseñado de las variaciones diarias registradas en los niveles de los tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro; en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

Nota: Interpolación de la desviación típica del tipo EONIA y de los tipos swap del EONIA a dos semanas y a tres, seis y doce meses.

2 Evolución monetaria y financiera

2.1 Evolución monetaria

El crecimiento de M3 siguió siendo intenso en el transcurso del año 2002

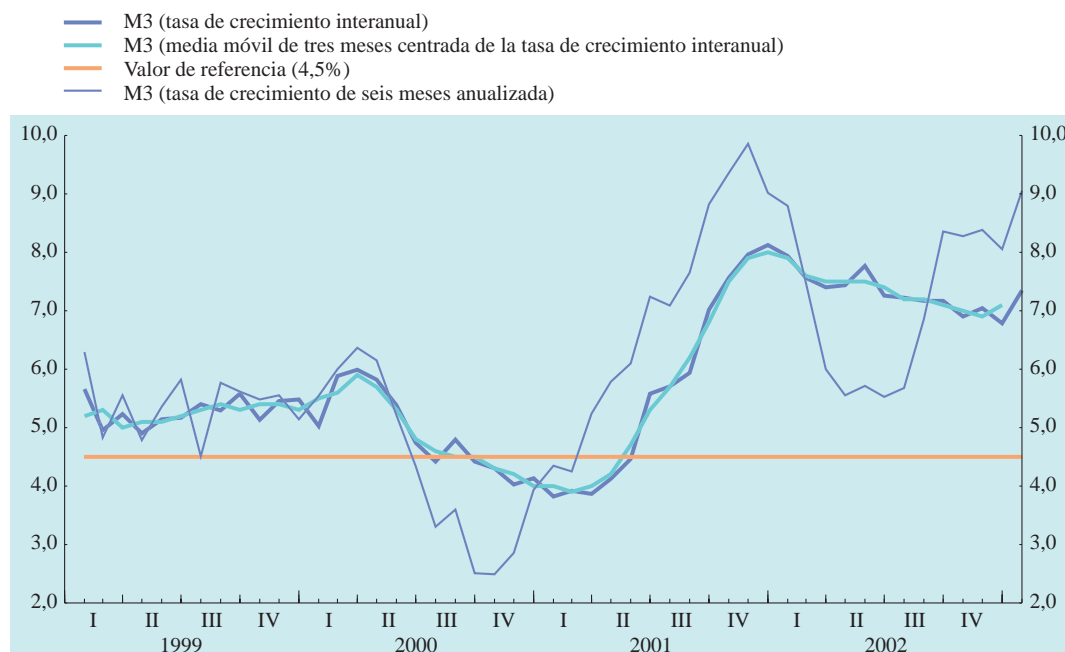
La tasa media de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 aumentó hasta el 7,4% en el año 2002, frente al 5,5% registrado en el 2001. Tras el fuerte incre-

mento registrado en el segundo semestre del 2001, el crecimiento interanual de M3 experimentó una cierta moderación durante los primeros meses del 2002, para estabilizarse posteriormente en torno al 7% (véase gráfico 2). Si bien la media móvil de tres meses de las tasas de crecimiento interanuales de M3 también se redujo ligeramente en el transcurso del año 2002, esta media continuó exce-

Gráfico 2

Crecimiento de M3 y valor de referencia

(ajustado de efectos calendario y estacionales)



Fuente: BCE.

diendo de forma sustancial el valor de referencia del 4,5% a lo largo del año.

El intenso crecimiento monetario observado en el 2002 continuó reflejando, en gran medida, la evolución de los mercados financieros. Al igual que ocurrió durante el segundo semestre del 2001, los inversores que no son IFM mostraron una acusada preferencia por los activos líquidos y seguros, en respuesta a la caída de las cotizaciones bursátiles y a la elevada volatilidad presente en los mercados financieros. Tras la normalización de los mercados internacionales de renta variable a finales del 2001 e inicios del 2002 —como consecuencia de la leve recuperación de las cotizaciones y de la brusca caída de la volatilidad implícita en esos mercados—, la dinámica a corto plazo de M3 se debilitó en cierta medida durante los primeros meses del año 2002. Sin embargo, con posterioridad, y en el contexto de nuevas caídas de las cotizaciones y de un aumento de la volatilidad de los mercados de renta variable, los inversores que no son IFM manifestaron una vez más su acusada preferencia por los activos líquidos y

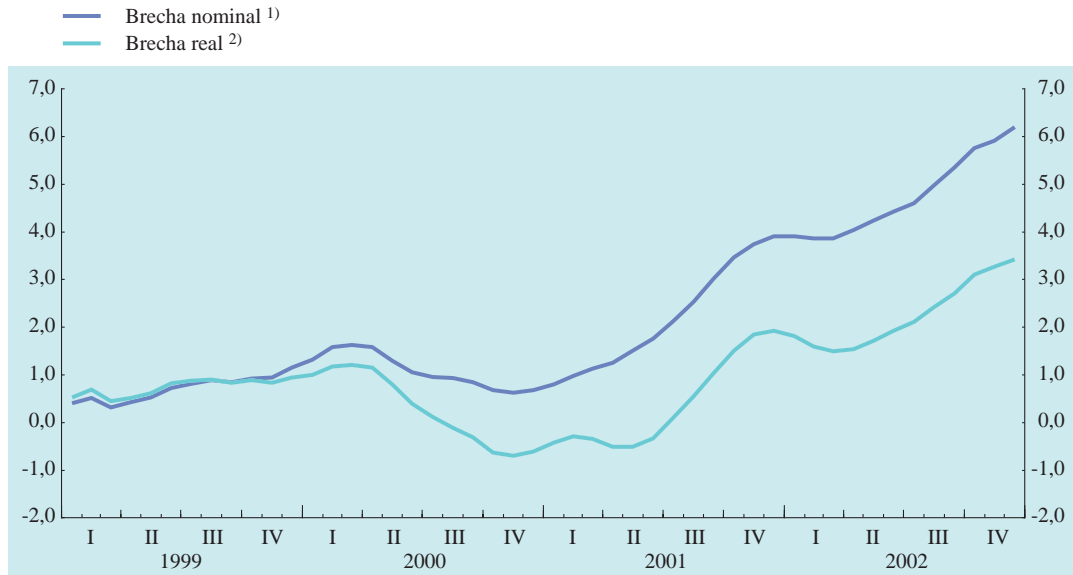
seguros. Durante los meses de verano, se invirtieron recursos —a expensas de los valores de renta variable— tanto en instrumentos incluidos en M3 como en activos que devengan intereses a plazo más largo. Sin embargo, más tarde, los recursos parecieron dirigirse principalmente hacia los activos a corto plazo incluidos en M3, como consecuencia de un aplanamiento de la curva de rendimientos y de una mayor volatilidad de los mercados de renta fija. En consonancia con esta evolución, la dinámica a corto plazo de M3 se intensificó de forma considerable hacia finales del año.

Sin embargo, las reestructuraciones de cartera no fueron el único factor determinante de la intensa dinámica monetaria registrada en el 2002. Es probable que el crecimiento de M3 también se viese impulsado a comienzos de ese año por el bajo nivel de los tipos de interés a corto plazo y, en consecuencia, por los relativamente reducidos costes de oportunidad de mantener, en particular, los componentes más líquidos de M3. Este hecho se reflejó en el aumento gradual de la tasa de crecimiento interanual del agregado moneta-

Gráfico 3

Medidas de las brechas monetarias nominal y real

(en porcentaje del saldo de M3; medias móviles de tres meses)



Fuente: BCE.

- 1) Desviación del nivel efectivo de M3 con respecto al nivel compatible con un crecimiento monetario acorde con el valor de referencia, tomando diciembre de 1998 como período base.
- 2) Brecha monetaria nominal menos desviación de los precios de consumo con respecto a un nivel compatible con la definición de estabilidad de precios, tomando diciembre de 1998 como período base.

rio estrecho MI hasta situarse en el 8,8% en el cuarto trimestre del 2002, desde el 5,5% registrado en el mismo trimestre del año anterior.

Este prolongado período de intenso crecimiento monetario ha dado lugar a la acumulación de un volumen de liquidez en la zona del euro superior al necesario para financiar un crecimiento sostenible y no inflacionista. Los indicadores de exceso de liquidez ilustran esta situación. El gráfico 3 presenta la medida de la brecha monetaria nominal, que se define como la diferencia entre el nivel efectivo de M3 y el nivel de M3 que correspondería a un crecimiento monetario constante y acorde con el valor de referencia del 4,5% anual, desde el mes de diciembre de 1998 que se ha utilizado como período base. Además, la medida de la brecha monetaria real se define como la diferencia entre el nivel efectivo de M3, deflactado por el IAPC, y el nivel de M3 en términos reales que habría resultado de un crecimiento monetario nominal igual al citado valor de referencia y de una tasa de inflación

compatible con la definición de estabilidad de precios del BCE (de nuevo utilizando diciembre de 1998 como período base)¹. Tras haberse reducido ligeramente durante los primeros meses del 2002, tanto la brecha monetaria nominal como la real fueron aumentando gradualmente, de modo que, a finales del año 2002, habían alcanzado su nivel más alto desde el inicio de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria (UEM).

Esta intensa dinámica monetaria registrada en el 2002 se ha debido, principalmente, a la evolución que han seguido MI y los instrumentos negociables (véase cuadro I). Dentro de MI, se produjo un notable repunte de la tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación. Tras la caída en casi un tercio de su nivel durante el período del año 2001 previo a la introducción del euro, los agentes acumula-

¹ A la hora de interpretar las brechas monetarias nominal y real, ha de tenerse en cuenta que la elección de período base es, hasta cierto punto, arbitraria. En consecuencia, los niveles de estas medidas son menos informativos que sus variaciones (véase el artículo titulado "Marco conceptual e instrumentos del análisis monetario" en el Boletín Mensual de mayo del 2001).

Cuadro I

Componentes de M3

(tasas de variación interanuales; medias anuales y trimestrales)

	2001	2002	2001 IV	2002 I	2002 II	2002 III	2002 IV	2003 Ene.
<i>Ajustados de efectos calendario y estacionales</i>								
M1	3,6	7,3	5,5	6,2	6,6	7,6	8,8	9,8
del cual: Efectivo en circulación	-7,6	-11,8	-18,6	-28,0	-19,9	-7,7	12,9	34,6
del cual: Depósitos a la vista	5,9	10,7	10,4	13,0	11,7	10,3	8,2	6,6
M2 – M1 (= otros depósitos a corto plazo)	4,8	5,9	5,9	6,7	6,4	5,5	4,9	4,0
M2	4,2	6,5	5,7	6,5	6,5	6,5	6,7	6,7
M3 – M2 (= instrumentos negociables)	14,2	12,3	20,6	15,9	14,0	11,6	8,4	11,0
M3	5,5	7,4	7,7	7,8	7,5	7,2	7,0	7,4
<i>Sin ajustar de efectos calendario y estacionales</i>								
Efectivo en circulación	-7,7	-11,6	-18,4	-27,9	-19,7	-7,7	12,9	35,2
Depósitos a la vista	5,9	10,8	10,1	13,0	11,7	10,4	8,3	6,1
Depósitos a plazo hasta dos años	11,9	2,3	7,3	3,6	2,9	1,4	1,3	0,6
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	-0,5	8,8	5,0	9,1	9,4	8,9	7,7	6,9
Cesiones temporales	18,6	3,0	19,5	4,6	2,3	2,9	2,3	11,9
Participaciones en fondos del mercado monetario	13,9	23,6	25,5	29,5	25,1	22,4	18,6	17,2
Valores distintos de acciones hasta dos años ¹⁾	9,3	-2,2	11,5	1,6	3,9	-4,3	-9,2	-8,3

Fuente: BCE.

1) Incluye instrumentos del mercado monetario.

ron de nuevo tenencias de efectivo a un ritmo relativamente rápido en el 2002. Esta acumulación de efectivo reflejó, sobre todo, el cambio de sentido de los desplazamientos previos del efectivo hacia los depósitos a la vista y otros depósitos a corto plazo incluidos en M3, pero también la recuperación de la demanda de billetes en euros por parte de no residentes en la zona del euro, tal como sugieren los datos de balanza de pagos de la zona. A consecuencia del mencionado cambio de sentido de los trasvases entre efectivo y otros activos, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista se redujo en cierta medida en el transcurso del 2002, si bien manteniéndose relativamente elevada. Como se señaló anteriormente, parece que la evolución de M1 en su conjunto fue básicamente reflejo del reducido coste de oportunidad de mantener efectivo y depósitos a la vista. Asimismo, es probable que las turbulencias de los mercados financieros impulsasen un aumento de la demanda de los activos muy líquidos, especialmente durante el segundo semestre del año.

Por el contrario, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distin-

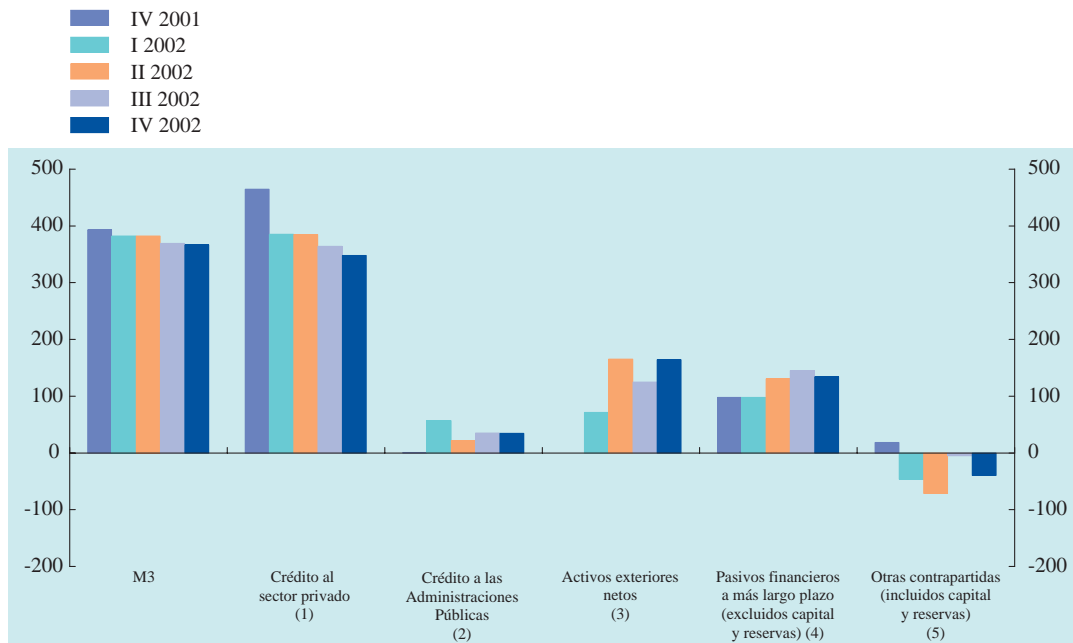
tos de los depósitos a la vista disminuyó durante el año 2002, hasta situarse durante el último trimestre del año en el 4,9%, desde el 5,9% observado en el mismo trimestre del 2001. Esta caída obedeció básicamente a la evolución de los depósitos a corto plazo (depósitos a plazo hasta dos años) que se vio compensada, en parte, por un crecimiento interanual más intenso de los depósitos de ahorro a corto plazo (depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses). En apariencia, el nivel comparativamente bajo del diferencial de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela en estas dos modalidades de depósitos determinó que los depósitos de ahorro fueran relativamente más atractivos. La disminución de la tasa de crecimiento interanual del conjunto de los depósitos a corto plazo también podría haberse debido, parcialmente, al cambio de sentido de los trasvases previos entre activos en favor de las tenencias de efectivo que provocó la introducción del euro.

A pesar de haberse reducido en el transcurso del año 2002, la tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables siguió siendo relativamente alta, situándose en el

Gráfico 4

Movimientos de M3 y de sus contrapartidas

(flujos interanuales; fin de período; mm de euros; sin ajustar de efectos calendario y estacionales)



Fuente: BCE.

$$M3 = 1 + 2 + 3 - 4 + 5$$

8,5% durante el último trimestre del año. Además, la dinámica a corto plazo se intensificó en el segundo semestre del 2002, de donde se infiere la realización de nuevas reestructuraciones de cartera en favor de M3, en el contexto de una gran incertidumbre en los mercados financieros. Dentro de los instrumentos negociables, el crecimiento de las participaciones en fondos del mercado monetario ha sido especialmente notable durante el pasado año. Estos instrumentos se utilizan a menudo como alternativa de colocación de liquidez en épocas de turbulencias de los mercados financieros.

El crecimiento monetario se mantuvo elevado en enero de 2003 debido a los trasvases de cartera y al bajo nivel de los tipos de interés a corto plazo. La media de tres meses de las tasas de crecimiento interanuales de M3 aumentó un 7,1% en el período comprendido entre noviembre de 2002 y enero de 2003, frente al 6,9% correspondiente al período de octubre a diciembre de 2002.

Continuó la moderación del crecimiento del crédito al sector privado

El gráfico 4 presenta una visión general de la evolución de M3 y de sus contrapartidas en el balance consolidado de las IFM durante el año 2002. En general, el intenso crecimiento de M3 vino acompañado de un crecimiento más modesto del crédito total concedido por las IFM a residentes en la zona del euro, de un crecimiento mayor de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) y de unos activos exteriores netos del sector IFM de la zona del euro más elevados.

Al examinar estas trayectorias con más detalle, y comenzando por la evolución del crédito, se observa que la tasa media de crecimiento interanual del crédito total concedido por las IFM a residentes en la zona del euro se redujo hasta el 4,5% en el año 2002, desde el 5,4% observado en el 2001. Esta evolución es atribuible a una pronunciada caída de la tasa de crecimiento interanual del crédito al

Cuadro 2

Contrapartidas de M3

(tasas de variación interanuales; medias anuales y trimestrales; sin ajustar de efectos calendario y estacionales)

	2001	2002	2001 IV	2002 I	2002 II	2002 III	2002 IV	2003 Ene.
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)	3,0	4,4	2,9	3,1	4,0	5,1	5,2	5,7
Depósitos a plazo a más de dos años	-0,2	1,4	-0,2	0,2	0,9	1,9	2,6	2,6
Depósitos con preaviso a más de tres meses	3,8	-11,2	-5,7	-11,5	-13,2	-11,1	-9,0	-5,3
Valores distintos de acciones a más de dos años	5,4	7,8	5,9	6,5	7,7	8,8	8,1	8,7
Crédito a residentes en la zona del euro	5,4	4,5	5,2	5,1	4,5	4,2	4,1	4,2
Crédito a las Administraciones Públicas	-4,0	1,6	-0,7	1,7	1,8	1,1	1,9	1,8
Valores distintos de acciones	-6,2	3,5	-0,7	3,5	3,8	2,5	4,1	3,5
Préstamos	-1,0	-1,0	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-1,2	-0,8
Crédito a otros residentes en la zona del euro	8,3	5,3	6,9	6,1	5,2	5,0	4,8	4,8
Valores distintos de acciones	22,6	12,5	23,8	22,3	14,8	7,5	6,9	9,1
Acciones y participaciones	7,2	0,7	3,2	2,1	-3,5	1,0	3,3	0,4
Préstamos	7,8	5,3	6,5	5,7	5,6	5,3	4,8	5,0

Fuente: BCE.

sector privado, mientras que la tasa de crecimiento interanual del crédito a las Administraciones Públicas pasó a tener un signo positivo (véase cuadro 2).

El descenso de la tasa de crecimiento interanual del crédito al sector privado reflejó la evolución de los préstamos concedidos por las IFM, cuya tasa de crecimiento interanual se redujo hasta el 4,8% en el último trimestre del 2002, desde el 6,5% registrado en el mismo trimestre del año anterior. En cuanto a la evolución por sectores, la tasa de crecimiento interanual del crédito concedido a las sociedades no financieras cayó de manera sustancial, en parte, como consecuencia del menor número de fusiones y adquisiciones, mientras que el crédito a los hogares aumentó ligeramente (para una mayor información acerca de la evolución de estos préstamos por sectores, véase el apartado relativo a la evolución del endeudamiento de los sectores no financieros de la zona del euro dentro de la sección 2.2).

En general, la tasa media de crecimiento interanual del crédito al sector privado durante el año 2002 se situó, en términos reales, levemente por debajo de su media a largo plazo, calculada desde 1981. Sin embargo, no parece que la dinámica de los préstamos haya sido

particularmente débil, dada la situación de escaso crecimiento de la actividad y elevada incertidumbre económica. Por tanto, los datos relativos al crecimiento de los préstamos no sugieren la existencia de restricciones crediticias generalizadas en la zona del euro. Al mismo tiempo, tampoco puede descartarse que, en algunos países, las IFM hayan adoptado una política más cautelosa de concesión de préstamos a algunos sectores de la economía.

Por último, el mayor crecimiento del crédito a las Administraciones Públicas de la zona del euro reflejó sus crecientes necesidades de financiación, como consecuencia, en parte, del descenso de los ingresos fiscales, dado el contexto de moderado crecimiento económico.

En cuanto a las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) aumentó significativamente en los tres primeros trimestres del 2002. Esta evolución pudo deberse, inicialmente, al aumento registrado en la pendiente de la curva de rendimientos hasta la primavera de ese año y con posterioridad, también pudo atribuirse al incremento de la incertidumbre en los mercados internacionales de renta variable. En el último trimestre

del 2002, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) se mantuvo estable, en líneas generales, lo que sugiere que el impacto positivo sobre dicha tasa de la evolución de los mercados bursátiles había quedado compensado por los efectos de la caída de los tipos de interés a largo plazo y, posiblemente también, por un aumento de la volatilidad de los mercados de renta fija.

Por último, los flujos interanuales de los activos exteriores netos del sector IFM de la zona del euro continuaron creciendo de forma considerable durante el año 2002. En el período comprendido entre enero y diciembre, los activos exteriores netos del sector IFM de la zona del euro aumentaron en 164 mm de euros, mientras que el año anterior dichos activos netos se mantuvieron básicamente estables. Esta significativa mejora de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM de la zona del euro fue consecuencia tanto de la notable recuperación del saldo de la balanza por cuenta corriente de la zona como de unas sustanciales entradas netas de inversiones directas y de cartera, que se debieron, entre otras causas, a las escasas inversiones de cartera por parte de residentes en la zona del euro en acciones, participaciones y bonos emitidos fuera de esta zona.

En resumen, el crecimiento interanual de M3 siguió siendo vigoroso en el año 2002 y dio lugar a una acumulación de liquidez superior a la necesaria para financiar un crecimiento sostenible y no inflacionista de la zona del euro. Aunque en los primeros meses del pasado año se observaron algunos indicios de una leve moderación del crecimiento monetario relacionada con un lento cambio de sentido de anteriores trasvases de activos, esa evolución no acabó por confirmarse más adelante. Por el contrario, con posterioridad, nuevas reestructuraciones de cartera dieron lugar a un incremento adicional de las medidas de exceso de liquidez. Se entendió que esta holgada situación de liquidez implicaría un riesgo potencial para la estabilidad de precios a medio plazo, en caso de no corregirse

a lo largo del tiempo. Sin embargo, en vista del débil crecimiento económico registrado en el año 2002, terminó considerándose que el riesgo de que dicho exceso de liquidez acumulada se tradujera en presiones inflacionistas era escaso, particularmente durante el segundo semestre del pasado año. La continua moderación de la tasa de crecimiento interanual del crédito al sector privado corroboró esta apreciación.

2.2 Mercados financieros

Descenso en el crecimiento de las emisiones de valores de renta fija

El mercado de valores de renta fija emitidos por residentes en la zona del euro continuó creciendo en el año 2002 pero a un ritmo menor que el registrado en el 2001. El saldo vivo de los valores de renta fija aumentó el 6,4% en el 2002, frente al incremento del 7,1% registrado en el 2001. El crecimiento interanual del saldo vivo de los valores distintos de acciones a corto plazo se elevó desde un 4,1% a finales del 2001 hasta un 12% al cierre del 2002, si bien, en el transcurso del ejercicio, se redujo, hasta registrar en abril una tasa mínima del 0,2%, y recuperarse en los últimos meses. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual del saldo vivo de los valores de renta fija a largo plazo experimentó una caída, situándose en el 5,8%, desde el 7,4% observado en el año precedente.

La actividad emisora fue, durante el pasado año, el resultado de una caída registrada por el sector privado y del aumento observado en el sector de las Administraciones Públicas. Este contraste reflejó, entre otros factores, las diferencias existentes entre las necesidades de financiación de uno y otro sectores en un período de débil crecimiento económico.

El crecimiento interanual del saldo vivo total de los valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Públicas aumentó desde el 3,4% registrado a finales del 2001 hasta el 5,0% observado al cierre del 2002, reflejando una aceleración del ritmo emisor

tanto de la Administración Central como de otras Administraciones Públicas (véase gráfico 5). El saldo vivo de los valores de renta fija de este último sector, que incluye básicamente las administraciones locales y regionales, creció un 27,4% en el año 2002, frente al 24% registrado en el 2001, lo que refleja una evolución presupuestaria menos favorable y el correspondiente incremento de las necesidades de endeudamiento de esas administraciones.

Dentro del sector privado, el crecimiento interanual del saldo vivo total de los valores de renta fija emitidos por las IFM descendió ligeramente desde el 5,5% a finales del 2001 hasta el 4,6% al cierre del 2002. Este descenso en la actividad emisora puede haber reflejado las menores necesidades de financiación de las IFM, como resultado de la debilidad de la demanda de crédito por parte del sector privado no financiero en un contexto de atonía de la actividad económica, así como de los continuos e intensos flujos de depósitos hacia las IFM.

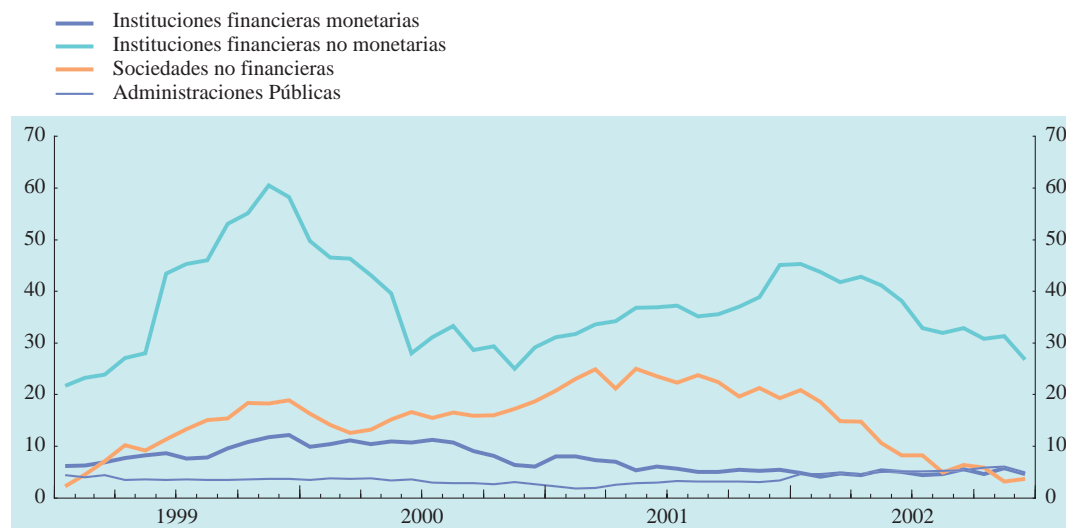
En cuanto al sector privado distinto de las IFM, la tasa de crecimiento interanual del

saldo vivo de los valores distintos de acciones denominados en euros se redujo de manera considerable hasta el 3,7% a finales del 2002, desde el 19,3% registrado al cierre del 2001. El saldo vivo de los valores de renta fija emitidos por las instituciones financieras no monetarias creció un 26,8% en el año 2002, en comparación con el 45,1% contabilizado al término del 2001. El intenso y continuo crecimiento del ritmo emisor de este último sector puede haber reflejado, en parte, un desplazamiento de la actividad emisora desde la emisión directa por parte del sector de sociedades no financieras hacia la emisión indirecta a través de fondos de titulización que se incluyen en el sector de instituciones financieras no monetarias. El incremento de la actividad emisora mediante este mecanismo podría reflejar el hecho de que esta fuente de financiación estructurada se beneficia habitualmente de unas calificaciones crediticias más favorables. De todos modos, el menor crecimiento conjunto del saldo vivo de los valores de renta fija emitidos por el sector privado que no es IFM tuvo lugar en el contexto de unas necesidades de financiación del capital circulante más reducidas y de un aumento de la preocupación de los inverso-

Gráfico 5

Saldo vivo de valores de renta fija denominados en euros emitidos por residentes en la zona del euro

(tasas de variación interanuales)



Fuente: BCE.

res acerca del riesgo de crédito. Esta última circunstancia se reflejó en un deterioro de las condiciones de financiación de las empresas, puesto que los diferenciales de las obligaciones de empresa situadas en la parte más baja de la gama de calidad crediticia se ampliaron considerablemente, alcanzando en el transcurso del 2002 unos niveles relativamente elevados en comparación con los de años anteriores. Asimismo, también aumentó la frecuencia a lo largo del año de las rebajas de calificación crediticia entre las compañías calificadas en la categoría de inversión. Este hecho implicó que los costes de financiación en los mercados de renta fija privada de las empresas cuya calidad crediticia había descendido, convirtiéndose en “ángeles caídos” tras sufrir una rebaja en su calificación, se elevaron por encima del aumento de los diferenciales.

Aunque la tasa de crecimiento interanual del saldo vivo de los valores de renta fija denominados en euros se redujo de manera considerable, las condiciones de financiación de las empresas no sufrieron un deterioro severo. La actividad emisora de estos valores se mantuvo bastante sostenida. Además, los costes financieros de los valores de renta fija con

grado de inversión experimentaron una mejora en su conjunto, dado que la ampliación de sus diferenciales con respecto a la deuda pública se vio compensada con creces por las caídas de los rendimientos de la deuda a largo plazo (véase gráfico 11(a)). En general, el mercado de valores de renta fija emitidos por las empresas y denominados en euros mostró un notable grado de flexibilidad.

La debilidad de la actividad emisora del sector privado obedeció a una caída importante del crecimiento del saldo vivo de los valores de renta fija a corto plazo. Ante la situación de generalizadas rebajas de la calificación crediticia de las empresas, tal como se mencionó anteriormente, algunos emisores encontraron unas condiciones de mercado más favorables en la emisión de valores a largo plazo que en las emisiones a corto plazo, dado que algunos inversores no estaban dispuestos a aceptar valores a corto plazo por debajo de ciertas calificaciones crediticias.

A pesar de la caída de sus tasas de crecimiento, la proporción que representaba el saldo vivo de valores de renta fija emitidos por las instituciones financieras no monetarias y por las sociedades no financieras sobre las emisiones totales realizadas por residentes en la zona del euro se elevó ligeramente a finales del año 2002, situándose en un 12,5%, en comparación con el 11,6% registrado en el 2001 (véase cuadro 3). Como reflejo de estas modestas variaciones, las proporciones que representaban las emisiones efectuadas por los sectores de IFM y de Administraciones Públicas sobre el saldo vivo total de los valores de renta fija denominados en euros también se mantuvieron básicamente sin cambios a finales del 2002, en el 36,1% y el 51,4%, respectivamente. Tanto en términos de saldos vivos como de emisiones totales, estos dos sectores han continuado dominando, en conjunto, el mercado de valores de renta fija denominados en euros.

La proporción que representa la emisión bruta realizada por residentes en la zona del euro de valores de renta fija denominados en euros sobre la emisión bruta denominada en

Cuadro 3 Distribución sectorial del saldo de los valores de renta fija denominados en euros emitidos por residentes en la zona del euro

(en porcentaje; fin de período)

	1998	1999	2000	2001	2002
IFM	35,8	37,0	37,4	36,5	36,1
Instituciones distintas de IFM	7,1	8,5	9,7	11,6	12,5
<i>Instituciones financieras no monetarias</i>	2,3	3,3	4,0	5,3	6,3
<i>Sociedades no financieras</i>	4,8	5,2	5,7	6,3	6,2
Administraciones Públicas	57,1	54,5	52,9	51,9	51,4
<i>Administración Central</i>	55,4	52,9	51,2	50,0	49,1
<i>Otras Administraciones Públicas</i>	1,7	1,6	1,7	1,9	2,3

Fuente: BCE.

Nota: A partir del 1 de enero de 2001, los datos de la zona del euro también incluyen a Grecia.

Cuadro 4**Endeudamiento de los sectores no financieros de la zona del euro ¹⁾**

	Saldo vivos en porcentaje de la financiación del sector ²⁾	Tasas de crecimiento interanuales ³⁾						
		1999	2000	2001	2002 I	2002 II	2002 III	2002 IV ⁴⁾
Total	100	6,3	7,2	5,4	5,4	5,1	4,7	4,25
<i>Del cual: endeudamiento a corto plazo</i>	17,8	5,3	11,0	5,4	3,0	1,6	0,8	1,5
<i>Del cual: endeudamiento a largo plazo</i>	82,2	6,6	6,4	5,4	5,9	5,9	5,6	5
Hogares ⁵⁾	27,1	10,7	7,4	5,7	5,7	5,9	6,1	6
<i>De los cuales: endeudamiento a corto plazo</i>	8,1	9,0	6,3	-0,7	-0,6	1,1	1,2	2,25
<i>De los cuales: endeudamiento a largo plazo</i>	91,9	10,8	7,5	6,3	6,3	6,4	6,6	6,25
Sociedades no financieras	33,3	8,6	14,3	8,3	6,4	5,6	4,2	3,75
<i>De las cuales: endeudamiento a corto plazo</i>	30,6	10,9	20,2	5,0	1,0	-2,9	-3,4	-2,25
<i>De las cuales: endeudamiento a largo plazo</i>	69,4	7,6	11,7	9,9	9,2	10,0	8,0	6,75
Administraciones Públicas	39,6	2,3	1,8	2,9	4,3	4,0	4,2	3,5
<i>De las cuales: endeudamiento a corto plazo</i>	13,8	-4,6	-2,8	9,2	8,9	11,6	9,7	9
<i>De las cuales: endeudamiento a largo plazo</i>	86,2	3,4	2,5	2,0	3,6	2,8	3,3	2,75

Fuente: BCE.

Nota: Los datos trimestrales sobre el endeudamiento de los sectores no financieros de la zona del euro engloban la mayor parte de las categorías de pasivos del SEC 95. No se han incluido todavía los derivados financieros, los préstamos concedidos por las Administraciones Públicas y las sociedades no financieras, las acciones no cotizadas, otras participaciones y otras cuentas pendientes de pago. Tampoco están incluidos los préstamos concedidos por entidades de crédito en el exterior. Para más información, véase el cuadro 6.1 en la sección "Estadísticas de la zona del euro" del Boletín Mensual del BCE.

- 1) El endeudamiento incluye los préstamos, los valores distintos de acciones emitidos, las reservas de fondos de pensiones de las sociedades no financieras y los pasivos de la Administración Central en forma de depósitos. El endeudamiento a corto plazo, es decir, con un plazo a la emisión de hasta un año, incluye los préstamos a corto plazo, los valores distintos de acciones a corto plazo y los pasivos de la Administración Central en forma de depósitos.
- 2) A fin del segundo trimestre del 2002. Endeudamiento total a corto y largo plazo y financiación del sector, en porcentaje del endeudamiento total. Endeudamiento del sector a corto y largo plazo en porcentaje del endeudamiento del sector. Pueden producirse discrepancias debido al redondeo.
- 3) Las tasas de crecimiento interanuales se calculan como la ratio entre el endeudamiento acumulado de los cuatro últimos trimestres y el saldo inicial.
- 4) Las cifras correspondientes al trimestre más reciente son estimaciones basadas en las operaciones que figuran en las estadísticas monetarias y bancarias y en las estadísticas de emisiones de valores.
- 5) Incluye las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

todas las monedas se mantuvo estable durante el año 2002, en torno a un 93%. Asimismo, el crecimiento interanual de los valores de renta fija emitidos por residentes en la zona del euro y no denominados en la moneda única se mantuvo bastante estable en el 2002, situándose a una tasa del 11,3%. Desde el comienzo de la tercera fase de la UEM, el crecimiento de las emisiones de estos valores realizada por residentes en la zona del euro y denominadas en divisas extranjeras ha sido sistemáticamente más elevado que el de sus emisiones en euros. Este hecho podría estar relacionado con la creciente internacionalización de los mercados de capitales, lo que ha fomentado, entre

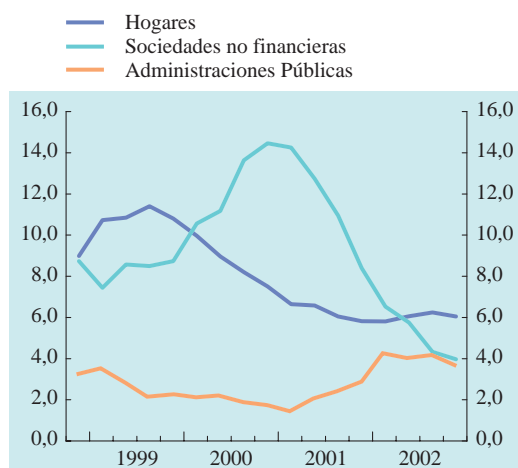
los emisores de valores de renta fija residentes en la zona del euro, una mayor diversificación de las monedas en que denominan sus emisiones (véase el recuadro 2 titulado "Mejoras recientes en las estadísticas de emisiones de valores" en la página 15 del Boletín Mensual de enero del 2003). Asimismo, el euro continuó siendo una moneda atractiva para los emisores internacionales. La tasa de crecimiento interanual del saldo vivo de valores de renta fija emitidos por no residentes en la zona del euro y denominados en euros se situó en torno al 12,9% en el año 2002, en comparación con el 17,5% registrado durante el año anterior.

Evolución divergente del endeudamiento de los sectores no financieros de la zona del euro

En consonancia con la evolución del crédito concedido por las IFM y por la emisión de valores de renta fija, el crecimiento interanual del endeudamiento del sector no financiero de la zona del euro se redujo en el transcurso del año 2002, hasta situarse en una tasa estimada del 4,25% durante el cuarto trimestre de ese año, frente al 5,4% registrado en el último trimestre del 2001 (véase cuadro 4). Esta leve tendencia a la baja reflejó una continua caída de la tasa de crecimiento interanual del endeudamiento de las sociedades no financieras, mientras que las tasas de crecimiento interanuales del endeudamiento de los hogares y de las Administraciones Públicas aumentaron modestamente en comparación con las observadas en el último trimestre del año 2001 (véase gráfico 6).

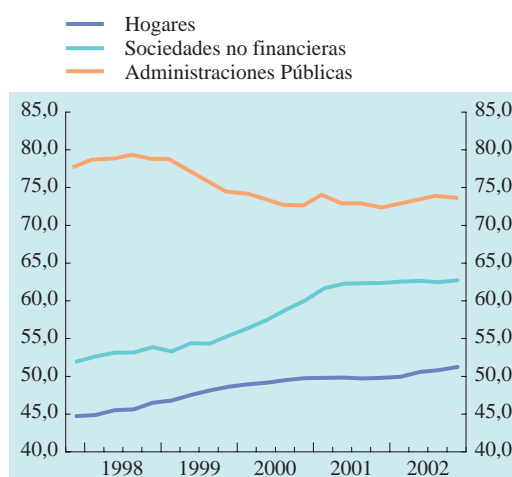
Tras un prolongado descenso entre el tercer trimestre de 1999 y el primer trimestre del 2002, la tasa de crecimiento interanual del endeudamiento de los hogares se incrementó ligeramente, hasta situarse en torno al 6% en el cuarto trimestre del pasado año. En concreto, el endeudamiento a largo plazo de los

Gráfico 6 Endeudamiento de los sectores no financieros de la zona del euro (tasas de variación interanuales)



Fuente: BCE.
Nota: Para más detalles, véase el cuadro 4.

Gráfico 7 Endeudamiento de los sectores no financieros en relación con el PIB (en porcentaje)



Fuente: BCE.
Nota: Para más detalles, véase el cuadro 4. Si se compara con las cuentas financieras anuales, la deuda en relación con el PIB es algo más baja en las cuentas financieras trimestrales, sobre todo por el hecho de que no se incluyen los préstamos concedidos a los sectores no financieros y a las entidades de crédito fuera de la zona del euro.

hogares (es decir, con un plazo inicial superior a un año) continuó aumentando a un fuerte ritmo, lo que reflejó, en buena medida, el intenso crecimiento de los préstamos para compra de vivienda concedidos por las IFM de la zona del euro (véase cuadro 5). A su vez, este crecimiento se vio impulsado por unos tipos de interés históricamente reducidos y por el persistente incremento de los precios de la vivienda en algunos países de la zona del euro. A consecuencia del intenso crecimiento del endeudamiento total de los hogares, la proporción que éste representa en relación con el PIB se elevó ligeramente en el año 2002, hasta alcanzar el 51% durante el último trimestre de ese año (véase gráfico 7).

La tasa de crecimiento interanual del endeudamiento de las sociedades no financieras disminuyó hasta situarse ligeramente por debajo del 4% en el cuarto trimestre del 2002, desde el 8,3% registrado en el cuarto trimestre del 2001. En el primer semestre de 2002, este descenso reflejó, básicamente, una fuerte caída de la tasa de crecimiento interanual del endeudamiento a corto plazo (es

Cuadro 5**Préstamos de las IFM a los hogares y a las sociedades no financieras***(fin de período; sin ajustar de efectos calendario y estacionales)*

	Saldos vivos en porcentaje del total ¹⁾	Tasas de crecimiento interanuales						
		1999	2000	2001	2002 I	2002 II	2002 III	2002 IV
Hogares ²⁾	52,5	10,7	7,4	5,2	5,4	5,7	5,9	5,8
Crédito al consumo ³⁾	15,8	7,5	7,8	3,0	3,7	3,0	3,2	3,7
Préstamos para compra de vivienda ³⁾	66,4	12,2	8,5	6,9	7,3	7,8	7,8	7,6
Otros préstamos	17,8	8,8	3,6	1,7	0,4	0,9	1,7	1,5
Sociedades no financieras	47,5	6,9	10,9	6,2	5,0	4,4	3,5	3,5
Hasta un año	33,2	5,9	12,8	2,1	-1,6	-3,1	-2,6	-1,6
A más de un año	66,8	7,5	9,9	8,6	8,8	8,8	6,9	6,3

Fuente: BCE.

Nota: Para más información, véanse las notas del cuadro 2.5 en la sección "Estadísticas de la zona del euro" del Boletín Mensual del BCE y las notas técnicas correspondientes.

- 1) A fin del tercer trimestre del 2002. Préstamos a los sectores en porcentaje del total de préstamos de las IFM al sector no financiero privado (excluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares); detalle por plazo inicial y por finalidad en porcentaje de los préstamos concedidos por las IFM a los sectores respectivos. Pueden producirse discrepancias debido al redondeo.
- 2) Según la definición de hogares que figura en el SEC 95, es decir, excluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.
- 3) Las definiciones de crédito al consumo y préstamos para compra de vivienda no son totalmente homogéneas en la zona del euro.

decir, con un plazo inicial hasta un año). En concreto, las sociedades no financieras redujeron sus préstamos a corto plazo obtenidos de las IFM de la zona del euro, los cuales representan en torno al 75% del saldo vivo del endeudamiento a corto plazo de aquellas. El crecimiento interanual del endeudamiento a largo plazo de las sociedades no financieras continuó siendo bastante intenso en este período. Por el contrario, en la segunda mitad de 2002, la tasa de crecimiento interanual del endeudamiento a largo plazo descendió, situándose en torno al 6,75% en el último trimestre de 2002, en contraste con el 10% del segundo trimestre. Este descenso fue resultado de comportamientos similares de los préstamos a largo plazo y de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo. El endeudamiento de las sociedades no financieras en relación con el PIB se mantuvo básicamente estable en el 2002, ligeramente por encima del 62% (véase gráfico 7).

La moderación registrada en el crecimiento del endeudamiento de las sociedades no financieras reflejó una caída significativa de las operaciones de fusión y adquisición y una débil actividad inversora en términos reales, en un contexto de atonía de la demanda agregada y de escasos beneficios empresariales.

Además, las sociedades no financieras podrían haber percibido la necesidad de mejorar la situación de sus balances y de reducir sus niveles de endeudamiento. Por último, tampoco puede descartarse que, en algunos países de la zona del euro, las IFM hayan adoptado una política de concesión de préstamos más cautelosa como respuesta a la caída de la rentabilidad de las empresas y a la disminución del valor de las carteras de activos financieros de las sociedades no financieras.

El crecimiento interanual del endeudamiento de las Administraciones Públicas fluctuó alrededor del 4% en 2002, frente al 2,9% registrado en el último trimestre del año 2001. Este incremento es atribuible a las mayores necesidades de endeudamiento de esas administraciones en un contexto de persistencia de un débil crecimiento económico. La tasa de crecimiento interanual del endeudamiento a corto plazo de las Administraciones Públicas se mantuvo elevada, si bien, en la segunda mitad del año descendió moderadamente, mientras que la tasa de crecimiento interanual del endeudamiento a largo plazo, fluctuó alrededor de sólo el 3%. Esta evolución podría ser un indicio de que los gobiernos aprovecharon el reducido nivel de los tipos

de interés a corto plazo para satisfacer sus necesidades de endeudamiento adicionales.

Las cotizaciones bursátiles cayeron en el 2002 en un entorno caracterizado por un elevado nivel de incertidumbre

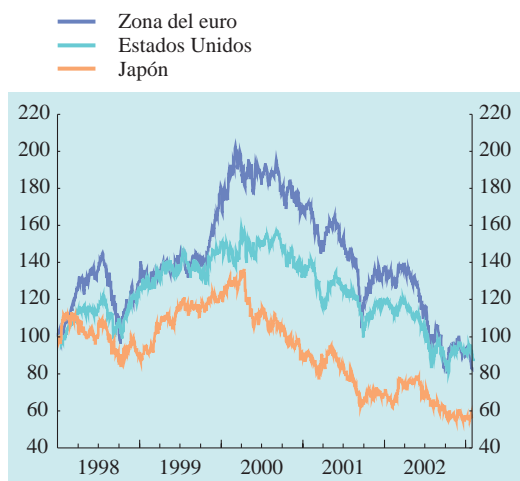
Por tercer año consecutivo, las cotizaciones bursátiles cayeron durante el 2002 en los mercados internacionales, continuando con la corrección iniciada en marzo del 2000. Al finalizar el año 2002, las cotizaciones habían vuelto a registrar niveles no observados desde el período inmediatamente posterior a la crisis financiera del otoño de 1998 (véase gráfico 8 (a)). La caída de las cotizaciones bursátiles vino acompañada de un nivel de incertidumbre, medido por la volatilidad implícita de los mercados de renta variable, excepcionalmente elevado, sobre todo en el período comprendido entre mediados de mayo y primeros de octubre (véanse gráfico 8 (b) y recuadro 2).

En general, los índices bursátiles amplios de Estados Unidos, Japón y la zona del euro tuvieron una evolución similar durante el 2002, si bien, en ocasiones, los factores internos determinaron el sentido de las cotizaciones bursátiles en Japón. A comienzos de ese año, los índices bursátiles de referencia se mantuvieron relativamente estables, mientras que la volatilidad implícita se situaba en niveles moderados, dado que los participantes en el mercado esperaban, en líneas generales, una recuperación económica gradual y sostenida. Sin embargo, en el período comprendido entre mediados de mayo y finales de julio, las cotizaciones bursátiles experimentaron significativas presiones a la baja, derivadas, en parte, de la creciente preocupación acerca de la fiabilidad de la información contable ofrecida por las empresas. Esta situación impulsó al alza la volatilidad hasta niveles similares a los observados durante el período inmediatamente posterior a los atentados terroristas perpetrados en Estados Unidos el 11 de sep-

Gráfico 8

(a) Índices bursátiles de la zona del euro, Estados Unidos y Japón

(1 enero 1998 = 100; datos diarios)

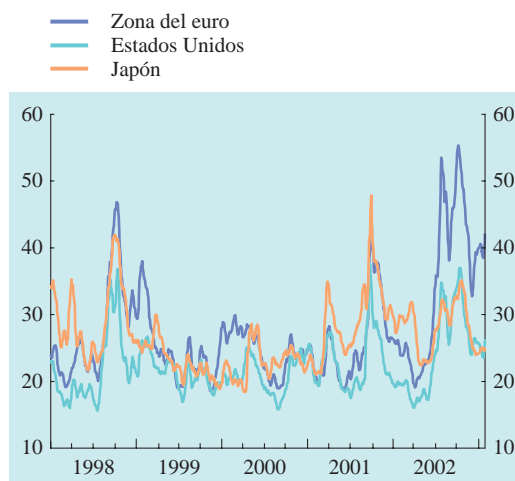


Fuente: Reuters.

Nota: Índice (bursátil) Dow Jones EURO STOXX amplio para la zona del euro; Standard & Poor's 500, para Estados Unidos, y Nikkei 225, para Japón. A partir del 1 de enero de 2001, los datos de la zona del euro también incluyen a Grecia.

(b) Volatilidad implícita en los mercados de renta variable de la zona del euro, Estados Unidos y Japón

(en porcentaje; media móvil de diez días de datos diarios)



Fuente: Bloomberg.

Nota: Las series de volatilidad implícita representan la desviación típica esperada de los cambios porcentuales en las cotizaciones bursátiles en un período de hasta tres meses, que está implícita en los precios de las opciones sobre índices bursátiles. Los índices a los que se refieren las volatilidades implícitas son el Dow Jones EURO STOXX 50, para la zona del euro; el Standard & Poor's 500, para Estados Unidos, y el Nikkei 225, para Japón. En el período anterior a 1999, la volatilidad implícita de la zona del euro se basa en los datos sintéticos que utilizan series de volatilidad implícita disponibles a nivel nacional.

tiembre de 2001. Asimismo, la evidencia de unos beneficios empresariales menores de lo esperado y el empeoramiento de las perspectivas de la economía mundial contribuyeron a reducir los precios de las acciones y a incrementar su volatilidad.

Hacia finales de junio y durante la mayor parte del mes de agosto, las cotizaciones bursátiles experimentaron un repunte transitorio en Estados Unidos y la zona del euro, que, básicamente, dio la impresión de reflejar el alivio sentido por los participantes en el mercado al confirmarse que las irregularidades contables podrían, después de todo, no ser tan generalizadas como se presumía anteriormente. No obstante, en el transcurso del mes de septiembre, una disminución del optimismo acerca de las perspectivas de la economía mundial, así como el anuncio de resultados empresariales peores de lo previsto, tuvieron un efecto negativo sobre las cotizaciones, de modo que los principales índices experimentaron bruscas caídas a comienzos de octubre, situándose en mínimos anuales. Una vez más, los mercados de renta variable volvieron a recuperarse en el cuarto trimestre del 2002. Esta nueva tendencia al alza de las cotizaciones bursátiles, que fue muy intensa durante el mes de octubre y bastante más moderada en noviembre, para invertirse en cierta medida en el transcurso de diciembre, tuvo lugar en el contexto del anuncio de unos beneficios empresariales por encima de lo esperado y de una cierta mejora de las expectativas de crecimiento económico, sobre todo en Estados Unidos.

En conjunto, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX amplio, perdieron un 35% en el 2002. En Estados Unidos, las cotizaciones bursátiles, medidas por el índice Standard & Poor's 500, cayeron un 23% en ese mismo período, al tiempo que el índice Nikkei 225 se dejaba un 19% en Japón. En el segundo semestre del año, la volatilidad implícita de los mercados de renta variable continuó siendo relativamente elevada en la zona del euro, en comparación con Estados Unidos y Japón.

El descenso significativo de las cotizaciones bursátiles de la zona del euro indujo una reducción de la *ratio* precio-beneficio a niveles cercanos a las medias históricas. Por el contrario, en los EEUU, la *ratio* precio-beneficio se mantenía por encima de su media histórica a comienzo de 2003.

En Estados Unidos, unos resultados empresariales peores de lo previsto y la aparición de dudas sobre la recuperación de la actividad económica se combinaron para impulsar las cotizaciones bursátiles a la baja. Además, la divulgación de varios casos de irregularidades contables generó inquietud acerca de la fiabilidad de las cifras de beneficios empresariales. En concreto, a finales del mes de junio, World-Com, una empresa de telecomunicaciones, hizo pública la mayor revisión de la cifra de beneficios de la historia empresarial de Estados Unidos, lo que provocó una fuerte caída de las cotizaciones bursátiles y un simultáneo aumento de la volatilidad de los mercados. Esta situación indujo a la Comisión del Mercado de Valores (SEC) de ese país a exigir de la alta dirección de las principales empresas estadounidenses el juramento (antes del 14 de agosto de 2002, para la mayoría de ellas) de la veracidad de sus estados financieros, al objeto de calmar la preocupación generada por las irregularidades contables. Al igual que sucedió en los dos años precedentes, la caída de las cotizaciones bursátiles en Estados Unidos durante el 2002 fue especialmente notable en el sector tecnológico, con una pérdida del 32% en el índice Nasdaq compuesto.

En Japón, las cotizaciones bursátiles aumentaron durante el primer semestre del año, como consecuencia, en parte, de las nuevas medidas aprobadas por el gobierno que endurecen la regulación de las ventas en descubierto de acciones. A partir del tercer trimestre predominaron otros aspectos internacionales de elevada incertidumbre, que dieron lugar a un trasvase de fondos, en búsqueda de activos más seguros, hacia los mercados de renta fija y que generan descensos en las cotizaciones bursátiles. La presión bajista continuó hasta final de año, a pesar de

que otras principales bolsas se recuperaron, como resultado de que los aspectos internos pesaron más de nuevo en las cotizaciones de empresas japonesas, entre los que cabe destacar las renovadas preocupaciones sobre la fragilidad financiera y la resolución del problema de los créditos bancarios morosos. El día 14 de noviembre, el índice Nikkei 225 alcanzaba su nivel mínimo en 19 años.

En la zona del euro, las cotizaciones bursátiles se vieron muy influidas por las fluctuaciones de los mercados bursátiles de Estados Unidos. Sin embargo, la corrección a la baja sufrida en la zona del euro fue más severa y tuvo lugar en un contexto de incertidumbre, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre el índice Dow Jones EURO STOXX 50, extraordinariamente elevada. Aunque, en apariencia, los principales factores desencadenantes de las turbulencias de los mercados europeos de renta variable fueron los efectos de contagio derivados de las irregularidades contables aparecidas en una serie de grandes empresas estadounidenses, así como la persistente incertidumbre sobre la fortaleza de la recuperación económica internacional y el momento en que ésta se produciría, también es cierto que la caída de las cotizaciones bursátiles de la zona del euro puede atribuirse a un conjunto de factores internos. Entre ellos se encuentra la mayor debilidad relativa, en la zona del euro con respecto a Estados Unidos, de la evolución de la coyuntura económica y de las perspectivas de crecimiento futuro. En segundo lugar, el hecho de que el rendimiento de la deuda pública a largo plazo, que desempeña un papel primordial en la determinación del factor de descuento aplicado a las acciones, cayese en una mayor proporción en Estados Unidos que en la zona del euro durante el año 2002, podría haber impulsado en mayor medida el mercado bursátil estadounidense.

En cuanto al detalle por sectores, la caída de los índices generales de las bolsas europeas se debió, básicamente, a un descenso sustancial de las cotizaciones bursátiles de los sectores tecnológico, financiero y de telecomunicaciones, que experimentaron unas pérdidas

respectivas del 52%, 36% y 36% en el 2002. En conjunto, las pérdidas de estos tres sectores representaron más de la mitad de la caída total del índice amplio del mercado europeo durante el año pasado. La disminución de las cotizaciones bursátiles en los sectores tecnológico y de telecomunicaciones se enmarcó, aparentemente, en el continuo proceso de corrección de las elevadas cotizaciones registradas a finales de la década de los noventa, a medida que los participantes en el mercado revisaban sus expectativas de beneficios a la baja. Además, la creciente inquietud acerca del alto grado de endeudamiento de las empresas de telecomunicaciones tendieron a amplificar el deterioro de las cotizaciones en dicho sector. En cuanto al sector financiero, la brusca caída de los mercados de renta variable durante el segundo y tercer trimestres tuvo un efecto adverso sobre la rentabilidad de algunas entidades bancarias, pero también en los balances de las empresas de seguros con un grado de exposición muy elevado a las variaciones de las cotizaciones bursátiles. El sector de seguros también se vio afectado de forma negativa por las pérdidas derivadas de algunos desastres naturales.

La importante caída de las cotizaciones bursátiles en el año 2002, junto con las registradas en los dos años precedentes, parece haber tenido algunas consecuencias perniciosas sobre la economía de la zona del euro. Existen, básicamente, cuatro canales a través de los cuales el mercado bursátil puede tener un impacto directo en la actividad económica: los efectos riqueza sobre el consumo privado, los efectos del coste del capital sobre la inversión de las empresas, así como los efectos de la posición patrimonial y de la confianza sobre el consumo y la inversión. Sin embargo, existen dificultades a la hora de determinar la importancia del efecto de cada uno de estos canales en la actividad económica (véase asimismo el recuadro 3 del Boletín Mensual de septiembre del 2002). Con todo, la evidencia empírica disponible, si bien escasa, sugiere que los efectos directos de la evolución de los mercados bursátiles sobre la actividad económica de la zona del euro, aunque perceptibles, tienen un alcance mucho

más limitado que los obtenidos en el caso de la economía de Estados Unidos, donde la tenencia de valores de renta variable está mucho más generalizada que en la zona del euro. De todos modos, el hecho de que la caída de los mercados bursátiles fuese de ámbito mundial aumentó la probabilidad de que la economía de la zona del euro se viera afectada a través de sus relaciones con otras áreas económicas.

En el período comprendido entre el final del 2002 y el 28 de febrero del 2003, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX, y las de Estados Unidos, medidas por el índice Standard and Poor's 500, continuaron su tendencia a la baja de los tres años precedentes,

perdiendo un 9% y un 4%, respectivamente. Al mismo tiempo, la incertidumbre, medida por la volatilidad implícita de los mercados de renta variable, se incrementó también en los dos primeros meses del 2003. Aparentemente, existen dos factores explicativos de esta situación de los mercados bursátiles. En primer lugar, la evolución de los mercados de renta variable pareció reflejar, en general, la preocupación existente acerca de las tensiones de carácter geopolítico. En segundo lugar, las señales procedentes de la publicación de datos económicos y resultados empresariales fueron, en buena medida, contradictorias, aumentando así la incertidumbre entre los participantes en el mercado sobre las perspectivas a corto plazo de los beneficios empresariales.

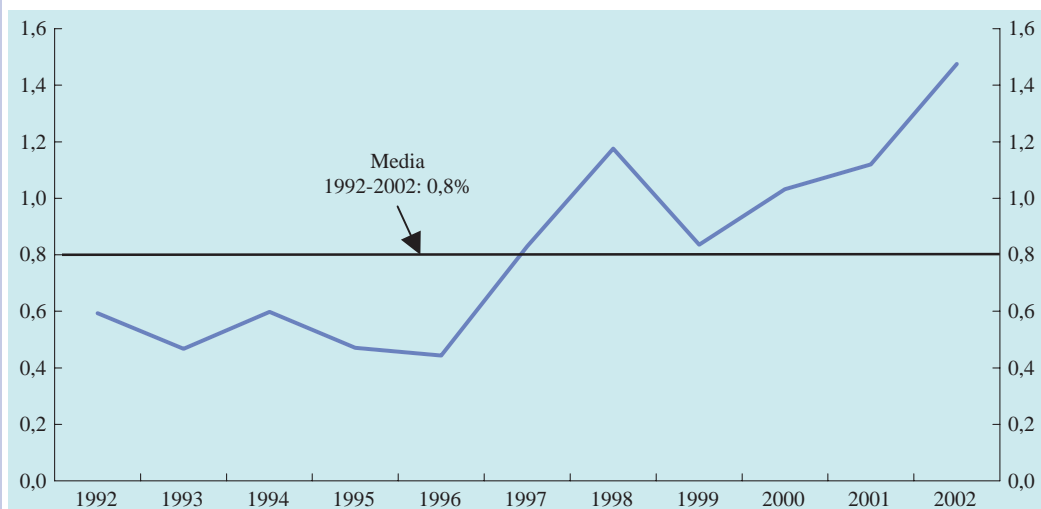
Recuadro 2

Aumento significativo de la volatilidad de los mercados de renta variable de la zona del euro durante el 2002

En el transcurso del año 2002, las cotizaciones bursátiles experimentaron bruscas fluctuaciones en la zona del euro. Además de registrar caídas considerables, las fluctuaciones diarias de los índices bursátiles amplios fueron, por término medio, mucho más acusadas que las observadas en años anteriores (véase gráfico A). Si bien el tamaño medio de las fluctuaciones diarias, en términos absolutos, del índice amplio Dow Jones EURO STOXX ha tendido a aumentar en los últimos años, durante el año 2002 llegó a alcanzar una media anual del 1,5%, casi el doble de la registrada en el período 1992-2002 (en torno al 0,8%). En este recuadro se identifican

Gráfico A: Tamaño medio anual de las fluctuaciones diarias, en términos absolutos, del índice Dow Jones EURO STOXX, 1992-2002

(en porcentaje)

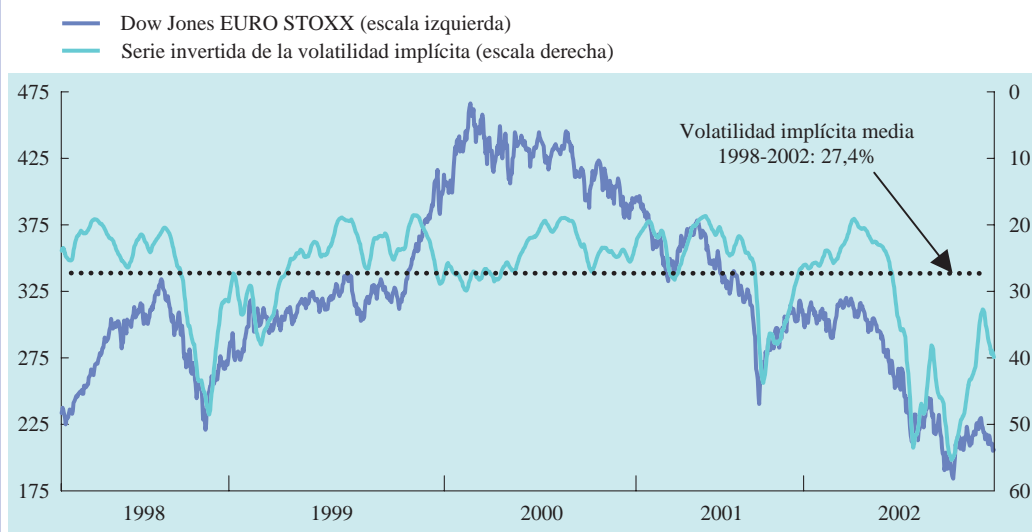


algunos de los factores, tanto de naturaleza interna como de ámbito internacional, que podrían contribuir a explicar las intensas turbulencias de los mercados financieros, tal como quedan reflejadas por la elevada volatilidad de las cotizaciones bursátiles de la zona del euro durante el pasado año.

En el año 2002 persistió una elevada volatilidad implícita

La intensidad de las turbulencias de los mercados bursátiles se infiere a menudo a partir de la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre índices bursátiles, las cuales –en cierta medida– contienen información acerca de la opinión colectiva que los participantes en el mercado mantienen sobre la incertidumbre que rodea a la evolución prevista a corto plazo de las cotizaciones bursátiles. Tanto si se analiza desde la perspectiva histórica de la zona del euro en su conjunto, como si se considera cada país por separado, el resultado obtenido es que la incertidumbre de los mercados bursátiles, medida por la volatilidad implícita de los mercados de renta variable de la zona del euro, fue extraordinariamente elevada en el año 2002. Su valor medio a lo largo del año alcanzó el 35%, frente a una media del 27% desde 1998. Asimismo, ese valor medio se situó por encima de los niveles observados durante el pasado año en Estados Unidos y Japón (véase gráfico 8 (b)).

Gráfico B: Índice Dow Jones EURO STOXX y serie invertida de la volatilidad implícita de los mercados de renta variable, 1998-2002



Factores internos y externos contribuyeron al aumento de la volatilidad

A inicios del año 2002, la volatilidad de los mercados internacionales de renta variable comenzó a moderarse gradualmente a medida que recuperaban la calma tras los acontecimientos del 11 de septiembre de 2001. Sin embargo, a partir de mediados del mes de mayo, una serie de efectos adversos incrementó la incertidumbre acerca de las posibles tendencias futuras de los mercados financieros y, de ese modo, provocó un aumento de la volatilidad de la mayoría de los principales mercados de renta variable. Algunos de los factores desencadenantes de esta evolución estuvieron presentes a escala internacional, como la preocupación acerca de las irregularidades contables y de la verosimilitud de los resultados empresariales publicados, los riesgos geopolíticos y las revisiones a la baja de las estimaciones de crecimiento económico.

Otros factores más estrechamente relacionados con la propia zona del euro podrían explicar, en parte, porque la incertidumbre en esta área fue particularmente elevada durante el 2002. En primer lugar, la volatilidad de los mercados de renta variable tiende, a menudo, a ser más alta con cotizaciones a la baja que con cotizaciones al alza (véase gráfico B). La explicación habitual de este hecho es el denominado “efecto apalancamiento”, por

el que –dado que el nivel de endeudamiento de una empresa es fijo a corto plazo– una caída del precio de sus acciones tiende a aumentar la *ratio* entre su deuda y el valor de su capital a precios de mercado, es decir, el apalancamiento¹. El aumento del apalancamiento de una empresa reduce su colchón de capital ante fluctuaciones de los resultados y, por tanto, los beneficios futuros tienden a estar sometidos a una mayor incertidumbre. En consecuencia, se incrementa la volatilidad del precio de sus acciones. Dado que la caída de las cotizaciones bursátiles fue más pronunciada en la zona del euro que en otros mercados durante el año 2002, el nivel general de volatilidad de dichas cotizaciones tendió así a acentuarse en relación con los de otras áreas económicas. Además, el endeudamiento en el sector de telecomunicaciones había crecido considerablemente en años anteriores como consecuencia de la adquisición de las licencias UMTS, lo que intensificó el “efecto apalancamiento”.

Además, y como resultado de las fuertes pérdidas registradas en sus carteras de renta variable, muchas entidades bancarias y empresas de seguros europeas llevaron a cabo a lo largo del año 2002 una reestructuración de sus carteras de activos, reduciendo la ponderación en ellas de los valores de renta variable. Parece probable que estos considerables trasvases de fondos desde los mercados bursátiles hacia otros segmentos de los mercados de capitales (por ejemplo, hacia los mercados de renta fija) en un período de tiempo relativamente corto han podido contribuir a un incremento de la volatilidad de los mercados de renta variable de la zona del euro.

Otro factor explicativo de esa volatilidad relativamente elevada de los mercados de renta variable de la zona del euro cabría encontrarlo en el hecho de que la caída de las cotizaciones durante el 2002 se produjo de una forma más generalizada que en el resto de las principales bolsas internacionales, lo que supone una correlación positiva más alta entre los distintos sectores. Este hecho podría haber inducido un nivel de volatilidad más elevado del índice general del mercado bursátil.

En conjunto, el efecto de la caída de los mercados internacionales de renta variable se vio amplificado en la zona del euro, puesto que los factores operativos a escala internacional pusieron en marcha, aparentemente, un proceso de aumento de la volatilidad de los mercados de renta variable de la zona del euro, al dejar al descubierto ciertas debilidades y vulnerabilidades estructurales propias de algunos sectores productivos de esta zona. Como resultado, las constantes fluctuaciones de las cotizaciones bursátiles de la zona del euro y, en particular, las registradas durante el segundo semestre del 2002, acabaron desbordando los límites preexistentes en la experiencia histórica reciente.

¹ Véase, por ejemplo, Black, F. (1976), “Studies of Stock Price Volatility Changes”, *Proceedings of the meeting of the American Statistical Association*.

Descenso generalizado de los tipos de interés del mercado monetario durante el año 2002

Los tipos de interés del mercado monetario aumentaron durante los cinco primeros meses del 2002, siguiendo la tendencia iniciada a finales del 2001. Esta tendencia se paralizó a mediados del mes de mayo y, a partir de entonces, los tipos del mercado monetario comenzaron a reducirse de manera gradual a lo largo del segundo semestre del año. Su evolución reflejó las expectativas de los participantes en el mercado con respecto a los futuros tipos de interés a corto plazo. Durante los cinco primeros meses del año,

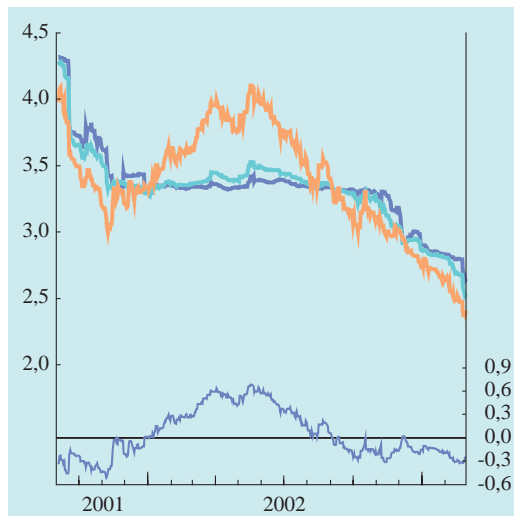
los participantes en el mercado anticiparon un aumento de los tipos de interés a corto plazo. Estas previsiones se fueron revisando gradualmente a la baja en consonancia con las expectativas sobre la actividad económica futura y la evolución de la inflación. Así las cosas, en el último trimestre del año, los participantes en el mercado terminaron previendo un descenso de los futuros tipos de interés a corto plazo del mercado monetario, anticipando en buena medida la reducción –única en todo el año– de 50 puntos básicos de los tipos de interés oficiales del BCE decidida por el Consejo de Gobierno de la institución en su reunión del día 5 de diciembre de 2002. Al finalizar ese año, la pendiente de

Gráfico 9

Tipos de interés a corto plazo de la zona del euro y pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario

(en porcentaje; en puntos porcentuales; datos diarios)

- EURIBOR a un mes (escala izquierda)
- EURIBOR a tres meses (escala izquierda)
- EURIBOR a doce meses (escala izquierda)
- Diferencial entre el EURIBOR a uno y doce meses (escala derecha)



Fuente: Reuters.

la curva de rendimientos del mercado monetario, medida por la diferencia entre los tipos EURIBOR a uno y doce meses, era ligeramente negativa.

Mediante un análisis más detallado, puede observarse que los tipos de interés del mercado monetario se redujeron sustancialmente durante los últimos meses del año 2001, sobre todo tras los acontecimientos del 11 de septiembre y la subsiguiente reducción por parte del BCE de los tipos de interés oficiales, a medida que se generalizaban las expectativas de una moderación de las presiones inflacionistas como consecuencia del empeoramiento de las perspectivas de la economía mundial. Sin embargo, en torno al cambio de año, esa tendencia comenzó a invertirse, como resultado de un menor pesimismo y de una gradual transición de las expectativas hacia un escenario de recuperación económica y reaparición de ciertas tensiones inflacionistas. Por tanto, en el período

transcurrido entre finales del 2001 y mediados de mayo del 2002, los tipos de interés del mercado monetario se elevaron. El aumento registrado en estos tipos se acusó en mayor medida a los plazos más largos (véase gráfico 9). En consecuencia, la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario, que al comienzo del 2002 era prácticamente plana, se incrementó notablemente a lo largo de los primeros meses del año, hasta alcanzar los 70 puntos básicos a mediados de mayo.

Las variaciones experimentadas por la senda futura esperada de los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario durante este período también se hicieron evidentes en la evolución del EURIBOR a tres meses implícita en el precio de los futuros con fecha de entrega en el 2002 y comienzos del 2003, la cual registró un incremento en torno a 100 puntos básicos entre finales del 2001 y el mes de mayo del 2002. En ese mismo período, la incertidumbre que los participantes en el mercado atribuían a los futuros tipos de interés a corto plazo, medida por la volatilidad del EURIBOR a tres meses implícita en las opciones sobre futuros, se mantuvo estable, en líneas generales, en unos niveles relativamente bajos (véase gráfico 10).

La tendencia al alza de los tipos de interés del mercado monetario durante los cinco primeros meses del 2002 experimentó un cambio de sentido a finales de mayo, tras lo cual éstos se situaron en una senda de reducción gradual hasta que finalizó el año. Entre finales de mayo y principios de septiembre, la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario, medida por la diferencia entre los tipos EURIBOR a uno y doce meses, se fue aplanando de forma continuada hasta hacerse prácticamente horizontal, como consecuencia de una caída de los tipos del mercado monetario a los plazos más largos. Al mismo tiempo, la incertidumbre en el mercado se elevó de manera significativa. A mediados de septiembre, la curva de rendimientos del mercado monetario comenzó a invertirse gradualmente. Este movimiento vino acompañado de una importante reducción de la volatilidad implícita, a medida que las expectativas

del mercado acerca de una reducción de los tipos de interés objetivo del BCE adquirirían una mayor consistencia.

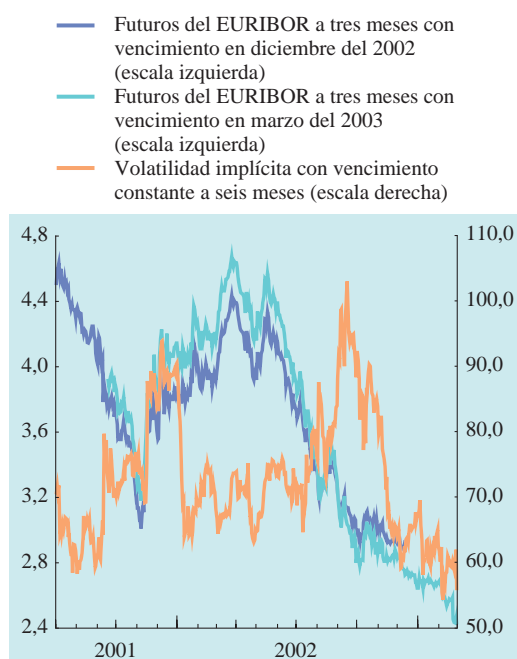
Al finalizar el año 2002, los tipos EURIBOR a uno y doce meses se situaban en el 2,90% y el 2,75%, respectivamente, es decir, 43 y 59 puntos básicos por debajo de los observados al cierre del año 2001. Durante los dos primeros meses del 2003, tanto los tipos de interés del mercado monetario como los futuros del EURIBOR descendieron aún más.

La trayectoria seguida en el transcurso del 2002 por el tipo de interés a un día, medido por el EONIA, reflejó la evolución del tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del Eurosistema. En líneas generales, la volatilidad del EONIA se mantuvo a niveles reducidos y quedó limitada a los últimos días de los períodos de mantenimiento de reservas, momentos en que la restricción que el coeficiente de reservas mínimas obligatorias impone sobre el sistema bancario pasó a ser vinculante. Asimismo, el EONIA tendió a aumentar en cierta medida durante el último día hábil de cada mes, en respuesta al deseo de las instituciones financieras de ajustar sus balances en esas fechas. Al igual que en años anteriores, esta regularidad se manifestó de forma más destacada al finalizar el año. A principios de enero del 2002, el EONIA se situó, en cierto grado, por encima del tipo mínimo de puja. Ello se debió a unas condiciones de liquidez relativamente restrictivas tras la introducción del euro, como consecuencia de una demanda de billetes de euro por encima de lo previsto y de un proceso de retorno de los billetes nacionales a los bancos centrales a través de las entidades de crédito más lento de lo esperado. Dada esta situación, a principios de enero del 2002, el Eurosistema llevó a cabo dos operaciones de ajuste al objeto de proveer de liquidez a las entidades de contrapartida. Estas operaciones contribuyeron a restablecer unas condiciones de mercado más habituales, de modo que el EONIA volvió a reducirse gradualmente, hasta estabilizarse a un nivel ligeramente por encima del tipo mínimo de puja. Asimismo, el día 18 de diciembre de

Gráfico 10

Tipo de interés de los futuros del EURIBOR a tres meses y volatilidad implícita de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses

(en porcentaje; en puntos básicos; datos diarios)



Fuente: Bloomberg, Reuters y cálculos del BCE.

2002, se llevó a cabo una operación de ajuste a fin de suministrar liquidez a las entidades de contrapartida, tras la insuficiencia de pujas registrada en la operación principal de financiación que se ejecutó el 17 de diciembre y las restrictivas condiciones de liquidez resultantes de dicha insuficiencia (véase capítulo 2).

El rendimiento de la deuda pública a largo plazo se situó a niveles reducidos durante el 2002, reflejando, en parte, las reestructuraciones de cartera basadas en la búsqueda de activos más seguros

Tras una evolución apenas sin cambios en el año 2001, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro y Estados Unidos experimentó una caída en el transcurso del 2002. Una gran parte de este descenso tuvo lugar entre mediados de mayo y primeros de octubre. Aparentemente, las turbulencias de los mercados de renta variable

constituyeron, durante este período, el principal desencadenante de los desplazamientos de recursos hacia los mercados de renta fija, en búsqueda de activos más seguros. En conjunto, a lo largo del 2002, el rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro y Estados Unidos se redujo en 90 y 130 puntos básicos, respectivamente, hasta situarse en torno al 4,3% y al 3,8% al finalizar el año (véase gráfico 11 (a)). Los descensos más acusados registrados por el rendimiento de la deuda pública estadounidense provocaron que el diferencial entre el rendimiento de la deuda pública a diez años de Estados Unidos y la zona del euro se situase en territorio negativo durante la mayor parte del 2002, tras haber oscilado en torno a cero en el año 2001 (véase gráfico 11 (b)).

En Estados Unidos, el rendimiento de la deuda pública se elevó ligeramente en los primeros meses del 2002 a medida que aumentaba el optimismo entre los participantes en el mercado acerca de las perspectivas de cre-

cimiento, tras la fase pesimista por la que habían atravesado después de los acontecimientos del 11 de septiembre de 2001. A esta nueva actitud contribuyeron los recortes del tipo de interés de los fondos federales, que al comienzo del 2002 se situaba en el 1,75%, su nivel más bajo desde 1961. Posteriormente, y a medida que los participantes en el mercado divisaban un horizonte económico futuro más halagüeño, la curva de rendimientos elevó su pendiente, impulsada en cierta medida por el rendimiento de la deuda pública a largo plazo. Asimismo, en los primeros meses del año, se acumularon evidencias diversas de una revisión al alza de las expectativas de inflación a largo plazo por parte de los agentes del mercado. Esta revisión tuvo un reflejo, por ejemplo, en el aumento de la tasa de inflación implícita, medida por la diferencia entre el rendimiento nominal de la deuda pública estadounidense a diez años y el rendimiento de la deuda a diez años indexada con la inflación que también emite el Tesoro de Estados Unidos.

Gráfico 11

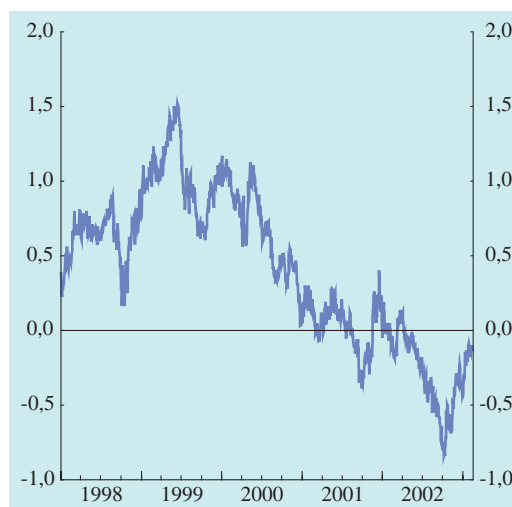
(a) Rendimiento de la deuda pública a largo plazo en la zona del euro, Estados Unidos y Japón

(en porcentaje; datos diarios)



(b) Diferencial del rendimiento de la deuda pública a largo plazo entre Estados Unidos y la zona del euro

(en porcentaje; datos diarios)



Fuente: Reuters.

Nota: El rendimiento de la deuda pública a largo plazo se refiere a los bonos a diez años o con vencimiento más próximo a este plazo. A partir del 1 de enero de 2001, los datos de la zona del euro también incluyen a Grecia.

Esas perspectivas optimistas de crecimiento económico se fueron difuminando a partir de mediados de mayo, mientras que el rendimiento de la deuda pública comenzaba a caer a medida que tenían lugar trasvases de fondos en búsqueda de activos seguros desde los mercados de renta variable hacia los de renta fija, impulsados en parte por la divulgación de una serie de irregularidades contables en diversas empresas de Estados Unidos. El aumento de las tensiones en Oriente Medio y la publicación de datos económicos más débiles de lo esperado contribuyeron también al descenso observado en el rendimiento de la deuda pública. Además, las estrategias de cobertura de riesgos de las agencias estadounidenses de refinanciación hipotecaria podrían haber amplificado la tendencia a la baja que situó, a principios del mes de octubre, el rendimiento nominal de la deuda pública a diez años a su nivel más bajo desde 1958. A partir de mediados de octubre, el rendimiento de la deuda pública volvió a aumentar a medida que se reducían las tensiones en los mercados bursátiles y los inversores trasvasaban, de nuevo, sus fondos a los mercados de renta variable, todo ello en un escenario donde la publicación de datos macroeconómicos y de beneficios empresariales hacía renacer el optimismo acerca de las perspectivas de crecimiento futuro. La decisión, adoptada el 6 de noviembre por el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal, de rebajar en 50 puntos básicos el tipo de interés de los fondos federales, hasta el 1,25%, dio un impulso adicional a ese estado de optimismo.

En Japón, la trayectoria seguida por el rendimiento de la deuda pública a largo plazo en el transcurso del año 2002 se mantuvo, en buena medida, al margen de la evolución internacional. Tras permanecer relativamente estable durante el primer semestre del año en torno a un 1,4%, el rendimiento de la deuda pública a diez años se redujo con posterioridad a lo largo de una senda más o menos gradual, hasta situarse alrededor de un 0,9% a finales del año 2002. La preocupación existente acerca de las perspectivas económicas y de la situación del sistema bancario

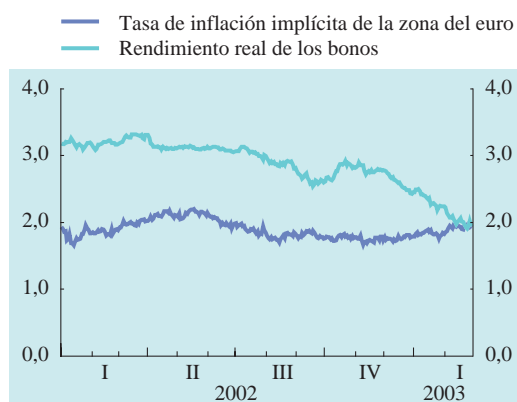
nacional, así como el trasvase de fondos en búsqueda de activos seguros desde los mercados de renta variable hacia los de renta fija, contribuyeron también a reducir el rendimiento de la deuda pública a largo plazo durante el pasado año.

En la zona del euro, la evolución a lo largo del año 2002 de los mercados de renta fija reflejó en buena medida la trayectoria de esos mercados en Estados Unidos, si bien la caída del rendimiento de la deuda pública en la zona del euro fue, en general, menos pronunciada. Al igual que en Estados Unidos, en los primeros meses del pasado año, el optimismo de los participantes en el mercado sobre las perspectivas de crecimiento futuro aumentó de manera gradual, lo que impulsó –en cierta medida– al alza el rendimiento de la deuda pública a largo plazo. Como reflejo de esta evolución, la tasa de inflación implícita de la zona del euro, calculada como el diferencial entre el rendimiento nominal de la deuda pública y el de la deuda pública indicida con el IAPC de la zona del euro, excluido el tabaco, ambos a diez años, aumentó en torno a 30 puntos básicos entre finales de diciem-

Gráfico 12

Tipo de interés real de la zona del euro y tasa de inflación implícita obtenida a partir del IPC de la zona del euro

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Reuters, Tesoro francés e ISMA.

Nota: El rendimiento real de los bonos se obtiene a partir de los precios de mercado de la deuda pública francesa indicida con el IAPC de la zona del euro (excluido el precio del tabaco) que vence en el año 2012. Los métodos utilizados para calcular la tasa de inflación implícita se describieron sucintamente en la página 16 del Boletín Mensual de febrero del 2002.

bre del 2001 y mediados de mayo del 2002 (véase gráfico 12).

Posteriormente en el año, la publicación de unos datos macroeconómicos menos favorables, así como la caída de las cotizaciones bursátiles, contribuyeron a debilitar las expectativas de crecimiento económico de los participantes en el mercado. El mayor pesimismo reinante sobre las perspectivas de crecimiento indujo, entre mediados de mayo y el mes de octubre, una presión a la baja sobre el rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro, lo que provocó un aplanamiento de la pendiente de la curva de rendimientos, al tiempo que el rendimiento nominal de la deuda pública a diez años indicida y su correspondiente tasa de inflación implícita también experimentaban descensos. Los escándalos contables protagonizados por algunas empresas estadounidenses contribuyeron también a acentuar la presión bajista sobre el rendimiento de la deuda pública, al quedar en entredicho la fiabilidad de los resultados empresariales publicados en la zona del euro. Este hecho elevó la prima de riesgo que los inversores demandan para mantener renta variable e indujo nuevos desplazamientos de fondos en búsqueda de activos seguros desde los mercados de renta variable a los de renta fija. Al mismo tiempo, se intensificó también la incertidumbre existente entre los participantes en el mercado acerca de la evolución futura del rendimiento de la deuda pública de la zona del euro, tal como quedó reflejado en el aumento de la volatilidad implícita en ese mercado. A partir del mes de octubre, y en contraposición al incremento registrado por el rendimiento de la deuda pública de Estados Unidos, ninguna tendencia clara pudo observarse en el rendimiento de la deuda pública de la zona del euro, en un contexto de señales contradictorias procedentes de la publicación de datos económicos.

En los mercados de renta fija privada de la zona del euro y de Estados Unidos, los diferenciales entre el rendimiento de las obligaciones de empresa con calificación BBB y el de la deuda pública, a plazos comparables, se vieron sometidos a fuertes oscilaciones en el

transcurso del año 2002, reflejando así la evolución de la volatilidad implícita de los mercados de renta variable. En particular, esos diferenciales no se atuvieron a una tendencia clara durante los primeros meses del 2002, en un escenario marcado por un mayor optimismo de los participantes en el mercado acerca de las perspectivas económicas futuras tanto en la zona del euro como en Estados Unidos. Sin embargo, los diferenciales de las obligaciones de empresa se ampliaron con posterioridad, a medida que aumentaba la preocupación en el mercado sobre la fiabilidad de los estados contables de las compañías, en Estados Unidos especialmente, pero también en la zona del euro. No obstante, dada la aparente relajación de esas inquietudes durante el último trimestre del 2002, los diferenciales de las obligaciones de empresa cayeron de nuevo en ambas economías, como consecuencia –en parte– de una cierta estabilización de los mercados bursátiles, hasta situarse a niveles cercanos a los existentes al inicio del pasado año.

A comienzos del año 2003, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo continuó disminuyendo, en líneas generales, en la zona del euro, pese a que en Estados Unidos sólo experimentó pequeñas variaciones. Entre el cierre del 2002 y el 28 de febrero de 2003, el rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro cayó en torno a 30 puntos básicos, hasta situarse en el 4%, mientras que el rendimiento de los bonos del Tesoro a diez años descendió sólo ligeramente en Estados Unidos durante el mismo período. Como consecuencia, el diferencial existente entre el rendimiento de la deuda pública a diez años de Estados Unidos y de la zona del euro se redujo en 20 puntos básicos, hasta ser, el 28 de febrero de 2003, de -20 puntos básicos.

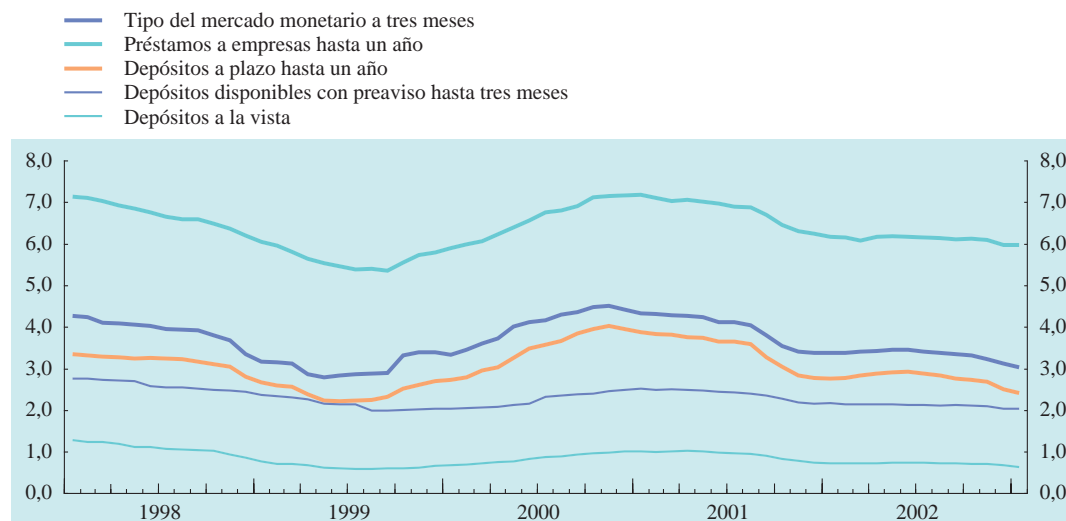
Descenso, en líneas generales, durante el 2002 de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela

Los tipos de interés a corto plazo aplicados por las entidades de crédito a su clientela

Gráfico 13

Tipos de interés a corto plazo aplicados por las entidades de crédito a su clientela y tipo de mercado comparable

(en porcentaje; medias mensuales)



Fuentes: BCE y Reuters.

Nota: A partir del 1 de enero de 2001, también se incluyen datos de Grecia.

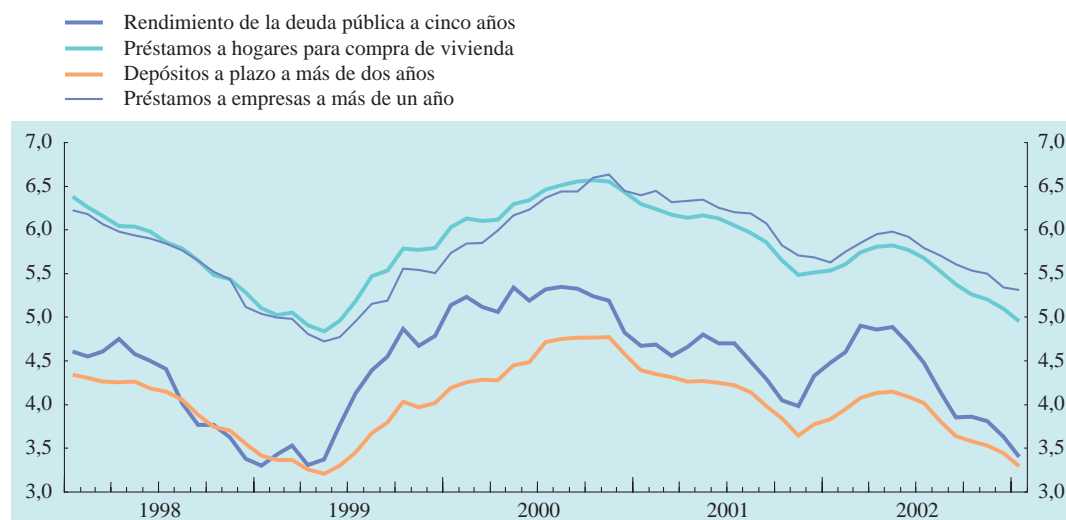
cayeron en el año 2002, en un escenario de limitadas fluctuaciones de los tipos de interés del mercado monetario. Entre finales del 2001 y el cierre del 2002, el tipo de interés a tres meses del mercado monetario se redujo

en 40 puntos básicos. Durante el mismo período, los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los depósitos a la vista y a los depósitos de ahorro a corto plazo (depósitos disponibles con preaviso de hasta tres

Gráfico 14

Tipos de interés a largo plazo aplicados por las entidades de crédito a su clientela y tipo de mercado comparable

(en porcentaje; medias mensuales)



Fuentes: BCE y Reuters.

Nota: A partir del 1 de enero de 2001, también se incluyen datos de Grecia.

meses) disminuyeron en torno a 10 puntos básicos, mientras que el tipo aplicado a los depósitos a plazo hasta un año descendió casi 30 puntos básicos, en consonancia con la transmisión, normalmente débil, de los tipos de interés de mercado a los tipos aplicados por las entidades de crédito a su clientela. En cuanto a los préstamos a corto plazo, los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito en los préstamos a empresas hasta un año se redujeron casi en la misma cuantía que los tipos de interés a tres meses del mercado monetario (véase gráfico 13).

Los tipos de interés a largo plazo aplicados por las entidades de crédito a su clientela aumentaron gradualmente hasta mayo del 2002 y se redujeron posteriormente, para finalizar el año 2002 a unos niveles, en líneas generales, inferiores a los existentes al término del 2001 (véase gráfico 14). Estas pautas de comportamiento fueron un reflejo de la evolución de los tipos de interés de mercado. El rendimiento de la deuda pública a cinco años, con el que mantienen una relación más estrecha algunos tipos a largo plazo aplicados por las entidades de crédito a su clientela, se elevó en primera instancia en casi 60 puntos básicos entre finales del 2001 y mediados de mayo del 2002, para reducirse posteriormente casi 130 puntos básicos hasta el final del pasado año. En términos comparativos, durante ese mismo período, los tipos de interés de los depósitos a largo plazo (depósitos a plazo a más de dos años) y de los préstamos a hogares para compra de vivienda aumentaron primero en torno a 30 puntos básicos, para luego descender alrededor de 70 puntos básicos. Las menores variaciones observadas en los tipos de interés a largo plazo aplicados por las entidades de crédito a su clientela reflejaron los habituales retrasos con que

opera el proceso de transmisión desde los tipos de interés de mercado hacia los tipos que aplican las entidades de crédito.

En el período posterior a mayo del 2002, ante la caída de los tipos de interés de mercado, el mencionado proceso de transmisión se ralentizó bastante más en algunas de las modalidades de préstamos bancarios a largo plazo, sobre todo a empresas. Esta evolución podría haber estado relacionada con la creciente inquietud acerca de la calidad crediticia de los prestatarios, en un escenario de aumento de las *ratios* de insolvencia. Como se muestra en el recuadro 3, un incremento del riesgo de crédito, reflejado en la ampliación de los diferenciales de las obligaciones de empresa, suele estar relacionado con unos mayores diferenciales entre los tipos de los préstamos bancarios y los tipos de mercado. En concreto, el diferencial entre el rendimiento de las obligaciones de empresa con calificación BBB y el rendimiento de la deuda pública, a plazos comparables, aumentó desde unos 190 puntos básicos hasta alrededor de 220 puntos básicos entre los meses de mayo y diciembre, alcanzando un nivel máximo de 260 puntos básicos en octubre.

Después de la reducción de los tipos de interés oficiales del BCE a primeros de diciembre y del consiguiente descenso de los tipos de interés en los mercados monetarios, los tipos pasivos de los depósitos bancarios a corto plazo descendieron ligeramente en enero de 2003 aunque los tipos activos de las operaciones a corto plazo apenas variaron. Los tipos de interés de las operaciones a largo plazo aplicados a la clientela bancaria continuaron la tendencia que comenzó en mayo de 2002, descendiendo progresivamente en enero de 2003.

Recuadro 3

Determinación de los tipos de interés de los préstamos bancarios en la zona del euro

Existen diversos factores que pueden influir en la determinación de los tipos de interés de los préstamos bancarios, entre los que se encuentran, por ejemplo, el coste administrativo de llevar a cabo una modificación de esos tipos y las relaciones existentes entre las entidades de crédito y su clientela. Asimismo, otros factores que

podrían influir en la determinación de los tipos de interés de los préstamos bancarios están relacionados con características propias de cada entidad de crédito, tales como la interacción entre la rentabilidad de la entidad y sus propias condiciones de financiación¹. En este recuadro se analizan tres determinantes de los tipos de interés de los préstamos bancarios. En primer lugar, estos tipos tienden a reflejar la evolución de los mercados monetarios y de capitales, puesto que, o bien las propias entidades de crédito han de financiarse en esos mercados, o bien la mayor parte de sus tipos de depósito deben seguir las tendencias de dichos mercados al objeto de poder captar fondos. En consecuencia, existe habitualmente una estrecha relación entre los tipos de interés de los préstamos que conceden las entidades de crédito y los tipos de interés de mercado a plazos comparables. Por ejemplo, el tipo de interés de los préstamos a los hogares para compra de vivienda muestra una tendencia histórica a moverse en paralelo con el rendimiento de la deuda pública a cinco años (véase gráfico 14). El segundo determinante de los tipos de interés de los préstamos bancarios que se analiza en este recuadro es el grado de competencia existente dentro de cada uno de los diferentes segmentos que conforman el mercado de crédito bancario. Las entidades de crédito deben fijar unos tipos de interés competitivos a fin de atraer clientela y su capacidad de influencia sobre esos tipos depende en gran medida de que su clientela disponga o no de fuentes de financiación alternativas. El tercer factor aquí considerado es la exposición (esperada) de una entidad de crédito al riesgo de crédito cuando otorga un préstamo.

Ajuste lento a corto plazo de los tipos de interés de los préstamos bancarios a la evolución de los tipos de interés de mercado

La evolución de los tipos de interés de los mercados monetarios y de otros mercados financieros –de donde procede el grueso de los fondos captados por las IFM en condiciones de mercado, que luego éstas prestan a su clientela– constituye un determinante básico de los tipos de interés de los préstamos bancarios. La experiencia histórica ha mostrado que, en la zona del euro, los tipos de interés de los préstamos bancarios tienden a reaccionar con retraso ante variaciones de los tipos de interés de mercado². La evidencia disponible indica que, ante una modificación del tipo de interés de mercado, la proporción que habitualmente se transmite en el plazo de un mes a los tipos de interés de los préstamos bancarios no alcanza el 50%. Sin embargo, a largo plazo, los tipos de interés de los préstamos bancarios se ajustan –en general– a la evolución del tipo de interés de mercado en una proporción de uno a uno. Asimismo, es interesante resaltar que la velocidad a la que los tipos de interés de los préstamos bancarios terminan, en última instancia, ajustándose a las variaciones de los tipos de mercado parece haberse incrementado desde el lanzamiento de la moneda única. La única excepción a esta regularidad se refiere, probablemente, al ajuste del tipo de interés del crédito al consumo, el cual continúa reaccionando con bastante lentitud a las condiciones de mercado.

Mercados más competitivos en los últimos años

En los últimos años, parece haber aumentado el grado de competencia existente en la mayor parte de los segmentos que conforman el mercado de crédito bancario, tanto desde una perspectiva de oferta como de demanda. Esta tendencia hacia un mayor grado de competencia podría ser uno de los factores explicativos del aumento, observado a partir de 1999, de la velocidad del proceso de transmisión de las variaciones de los tipos de interés de mercado –los cuales representan una medida aproximada de los costes marginales de la captación de fondos que permiten financiar los préstamos bancarios– hacia los tipos de esos préstamos bancarios. Por lo que respecta al lado de la oferta, la reestructuración en curso del sector bancario ha introducido, aparentemente, una mayor eficiencia en los mercados bancarios y una fijación de precios más competitiva. Además, y a pesar del descenso continuo del número de entidades de crédito, nuevos participantes (de origen extranjero) han pasado a estar activos en el mercado minorista de crédito bancario. Asimismo, las entidades de crédito de la zona del

1 M. A. Weth, (2002), “The pass-through from market interest rates to bank lending rates in Germany”, *Discussion Paper 11/02*, Centro de Investigación Económica del Deutsche Bundesbank.

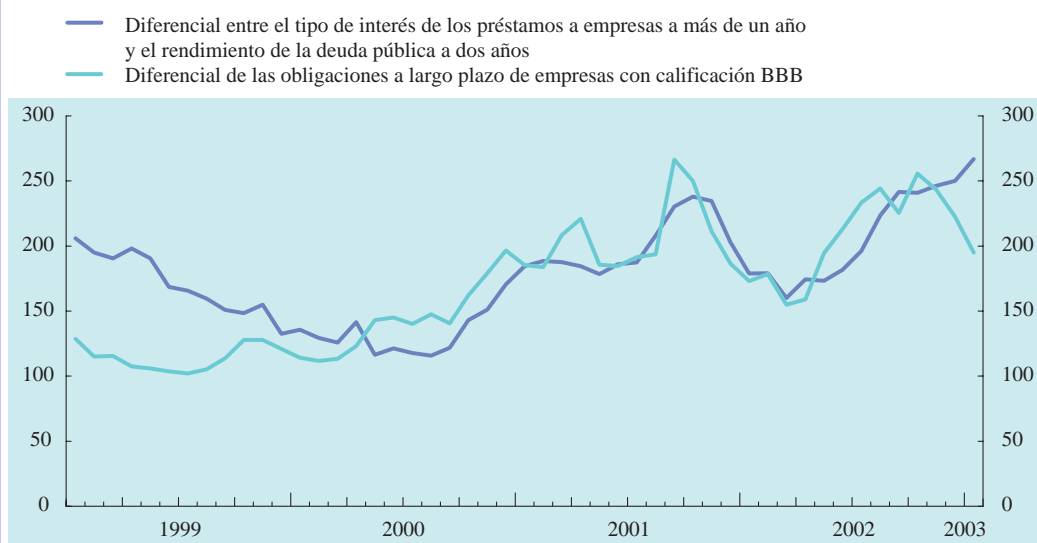
2 G. de Bondt, (2002), “Retail bank interest rate pass-through: new evidence at the euro area level”, BCE, Documento de Trabajo n° 136; F. Heinemann y M. Schüller, (2002), “Integration benefits on EU retail credit markets – evidence from interest rate pass-through”, *Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung*; y S. Kleimeier y H. Sander, (2002), “Consumer credit rates in the euro-zone: evidence on the emergence of a single retail banking market”, *European Credit Research Institute, Research Report 2*.

euro han de enfrentarse a una competencia creciente de otros intermediarios financieros, tales como las compañías de seguros y los fondos de pensiones³.

En cuanto al lado de la demanda, también existen indicios de una intensificación de la competencia, a medida que aumenta la sensibilidad de la clientela de las entidades de crédito a las diferencias existentes entre el tipo de interés que aplica su entidad y los que cargan otras entidades o están vigentes en los mercados financieros. Esta tendencia podría estar relacionada con la mayor estabilidad de los tipos de interés nominales en un entorno de estabilidad de precios, lo que facilita la comparación de los precios que cargan los distintos oferentes, así como con una disponibilidad más amplia de fuentes de financiación alternativas, ajenas a las entidades de crédito, al menos en el caso de algunas empresas. Por ejemplo, en los últimos años ha aumentado la profundidad y la liquidez de los mercados de pagarés y de obligaciones de empresa de la zona del euro. Como se señaló anteriormente, es obvio que el grado de competencia puede ser muy distinto en los diferentes segmentos del mercado de crédito bancario. Así, mientras que la competencia parece ser bastante intensa en el mercado de préstamos a los hogares para compra de vivienda, el mercado de crédito al consumo sin garantía real es, aparentemente, menos competitivo.

Diferenciales de los tipos de interés de los préstamos bancarios a empresas y de las obligaciones de empresa en la zona del euro

(en puntos básicos; medias mensuales)



Fuentes: Bloomberg, BCE y Reuters.

Nota: Los diferenciales de las obligaciones de empresa se calculan como la diferencia entre el rendimiento de las obligaciones de empresa de siete a diez años y el de la deuda pública de siete a diez años.

Mayor inquietud acerca del riesgo de crédito en el 2002

El nivel y las fluctuaciones del diferencial existente entre los tipos de interés bancarios y los tipos de mercado comparables son también función del riesgo de crédito. Como se observa en el gráfico, desde el año 2000, el diferencial entre el tipo de interés de los préstamos a empresas a largo plazo y un tipo de interés de mercado, a plazos comparables, se ha movido en paralelo, de forma aproximada, con el diferencial entre el tipo de interés de las obligaciones de empresa a largo plazo y el rendimiento de la deuda pública, a plazos comparables. Este último diferencial permite hacernos una idea del grado de riesgo de crédito existente en sector empresarial, desde la perspectiva de los participantes en el mercado de obligaciones de empresa. El gráfico sugiere también que la preocupación acerca del riesgo de crédito aumentó en el año 2002, como ilustra la ampliación del dife-

³ BCE, (2002), "Report on Financial Structures".

rencial entre el tipo de interés de los préstamos a empresas a más de un año y el rendimiento de la deuda pública a dos años.

Aparentemente, los determinantes –arriba mencionados– de los tipos de interés de los préstamos bancarios han ejercido una cierta influencia sobre esos tipos a lo largo del año 2002. Así, mientras que la trayectoria de los tipos de interés de los préstamos bancarios se ajustó, entre otros factores, a la evolución de los tipos de interés de mercado durante el pasado año, también parece evidente que la velocidad y el alcance de ese proceso de transmisión se vio afectado por el aumento de la preocupación respecto al riesgo de crédito en algunos segmentos del mercado de crédito bancario.

3 Evolución de los precios

La inflación media interanual bajó ligeramente en el año 2002 con respecto al 2001

La tasa media de inflación interanual medida por el IAPC se situó en el 2,2% en el 2002, 0,2 puntos porcentuales por debajo de la registrada en 2001 (véase cuadro 6). Durante el mismo período, la tasa media de variación del IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía, se elevó del 2% al 2,5%. Así pues, el descenso de la tasa media de inflación medida por el IAPC en el 2002 fue consecuencia del menor incremento interanual de los componentes más volátiles, es decir, los alimentos no elaborados y la energía. En enero del 2003, las tasas de crecimiento interanual del IAPC y del IAPC excluidos los alimentos no elaborados y la energía se redujeron hasta el 2,2% y el 2%, respectivamente, 0,1 y 0,2 puntos porcentuales inferiores a las correspondientes de diciembre del 2002.

La evolución de la inflación en el año 2002 reflejó principalmente las fluctuaciones a corto plazo de los precios de los alimentos no elaborados y de la energía

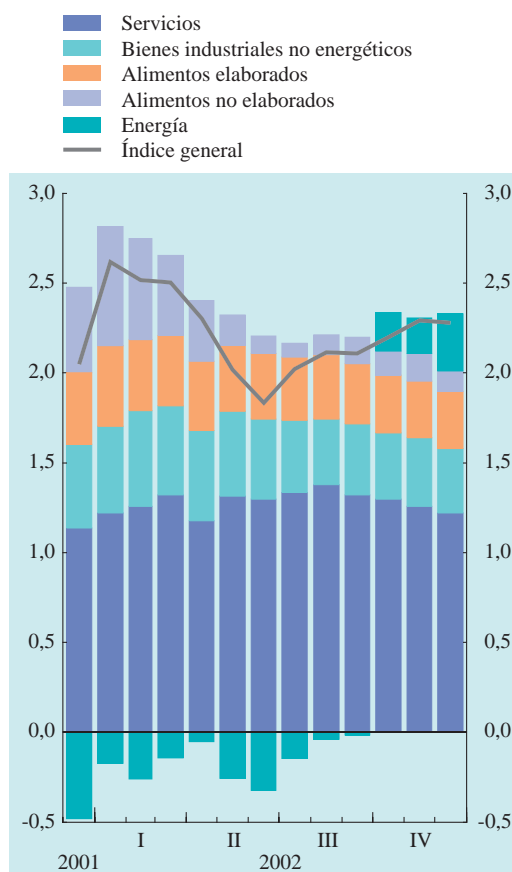
La evolución de la inflación medida por el IAPC general de la zona del euro fue bastante errática en el 2002 como resultado, principalmente, de las fluctuaciones a corto plazo de sus componentes más volátiles. Tras experimentar un fuerte aumento en enero del 2002, la inflación medida por el IAPC fue bajando hasta junio, mes en el que empezó a subir de nuevo, alcanzando el 2,3% en diciembre de

ese mismo año (véase gráfico 15). El incremento observado en enero del 2002 fue debido a una serie de factores, tales como el alza de los precios de los alimentos no elaborados y de la energía, los efectos de base y el

Gráfico 15

Contribuciones de los componentes al IAPC de la zona del euro

(contribuciones anuales, en puntos porcentuales; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

Cuadro 6

Evolución de precios y costes en la zona del euro

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

	2000	2001	2002	2001 I	2001 II	2001 III	2001 IV	2002 I	2002 II	2002 III	2002 IV	2002 Dic.	2003 Ene.
Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) y sus componentes													
Índice general	2,1	2,4	2,2	2,1	3,0	2,4	2,2	2,5	2,1	2,1	2,3	2,3	2,2
<i>del cual:</i>													
Bienes	2,5	2,3	1,6	2,1	3,2	2,2	1,6	2,1	1,4	1,3	1,8	1,9	1,6
Alimentos	1,4	4,4	3,1	3,2	4,9	5,1	4,7	4,9	2,9	2,3	2,3	2,2	1,4
Alimentos elaborados	1,2	2,8	3,1	1,8	2,6	3,3	3,4	3,5	3,2	3,0	2,7	2,7	2,8
Alimentos no elaborados	1,8	7,0	3,1	5,3	8,3	7,8	6,6	7,0	2,4	1,4	1,7	1,4	-0,6
Bienes industriales	3,0	1,2	0,9	1,5	2,4	0,8	0,2	0,8	0,7	0,8	1,5	1,7	1,8
Bienes industriales no energéticos	0,5	0,9	1,4	0,2	1,2	0,8	1,5	1,7	1,6	1,3	1,2	1,2	0,6
Energía	13,1	2,3	-0,6	6,6	6,8	0,8	-4,3	-2,1	-2,3	-0,7	2,8	3,8	6,0
Servicios	1,5	2,7	3,1	2,2	2,6	2,7	3,0	3,1	3,1	3,3	3,1	3,0	2,8
Otros indicadores de precios y costes													
Precios industriales ¹⁾	5,5	2,2	-0,1	4,5	3,6	1,5	-0,8	-0,8	-0,8	-0,1	1,2	1,5	.
Costes laborales unitarios ²⁾	1,3	2,6	.	2,1	2,7	2,5	3,3	3,5	2,4	2,0	.	-	-
Productividad del trabajo ²⁾	1,3	0,0	.	0,4	0,0	0,1	-0,4	-0,4	0,2	0,6	.	-	-
Remuneración por asalariado ²⁾	2,6	2,7	.	2,5	2,8	2,6	2,9	3,1	2,6	2,6	.	-	-
Costes laborales totales por hora ³⁾	3,3	3,4	.	3,4	3,0	3,7	3,4	3,9	3,5	3,6	.	-	-
Precios del petróleo (EUR/barril) ⁴⁾	31,0	27,8	26,5	28,4	31,7	29,0	22,4	24,6	27,8	27,2	26,5	27,1	28,3
Precios de las materias primas ⁵⁾	16,7	-7,6	-1,7	-0,8	-3,0	-10,5	-15,6	-3,6	-5,5	-1,6	4,4	2,1	-2,3

Fuentes: Eurostat, datos nacionales, International Petroleum Exchange, HWWA (Instituto de Economía Internacional de Hamburgo) y cálculos del BCE.

Nota: Los datos del IAPC para períodos anteriores al 2001 no incluyen a Grecia. Los otros indicadores de precios y costes sí incluyen a Grecia en dichos períodos.

1) Excluida la construcción.

2) Total de la economía.

3) Total de la economía (excluidos la agricultura, la administración pública, la sanidad y otros servicios).

4) Brent (para entrega a un mes). ECU hasta diciembre de 1998.

5) Excluida la energía. En euros.

aumento de los impuestos indirectos y de los precios administrados. En particular, las malas condiciones meteorológicas ejercieron presiones alcistas sobre los precios de las frutas y las hortalizas. Por el contrario, durante los meses siguientes, los precios de los alimentos no elaborados fueron los que más contribuyeron a la disminución de la tasa de inflación interanual, a medida que comenzaron a remitir los efectos de las malas condiciones atmosféricas. Por otro lado, las presiones inflacionistas derivadas de los precios de la carne se redujeron durante ese período, al atenuarse la incidencia alcista que los casos

de enfermedades animales (la encefalopatía espongiforme bovina y la fiebre aftosa) tuvieron sobre los precios.

Los precios energéticos contribuyeron también ligeramente al descenso de la inflación durante el primer semestre del 2002. Sin embargo, en el segundo semestre del año, los precios de la energía fueron un factor determinante del incremento de la inflación, como consecuencia no sólo de los efectos de base, sino también de las presiones al alza sobre los precios del petróleo registradas en los mercados internacionales hacia finales de año.

La inflación excluidos los componentes más volátiles se mantiene prácticamente sin cambios en el año 2002

Pese a la moderación de la demanda observada en la zona del euro, el descenso de la tasa de variación interanual del IAPC, excluidos los componentes más volátiles, es decir, los alimentos no elaborados y la energía, fue relativamente limitado en el transcurso del 2002, como resultado de los efectos indirectos de las anteriores perturbaciones que afectaron a los precios del petróleo y de los alimentos y de la depreciación del euro. Además, los aumentos de precios de determinados componentes a nivel desagregado, princi-

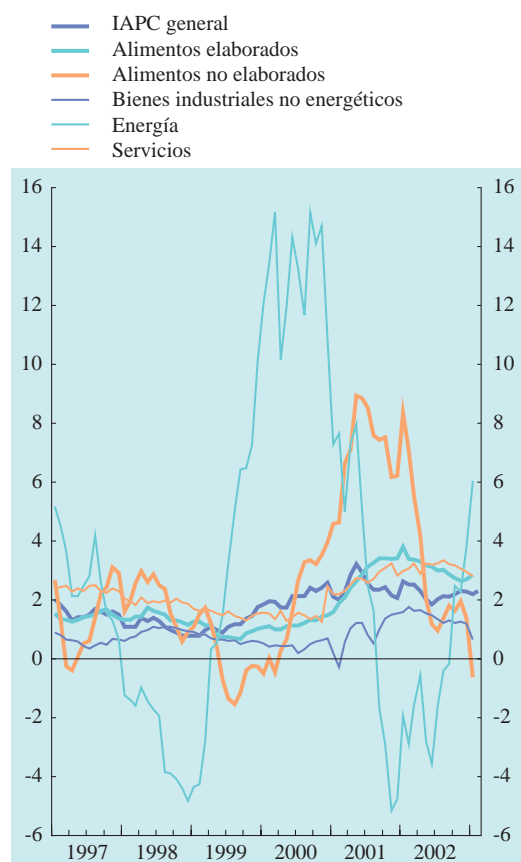
palmente los servicios, podrían estar relacionados a la introducción de los billetes y monedas en euros (véase recuadro 4). Sin perjuicio de estos factores, otros de mayor peso, como la evolución de los costes laborales unitarios, parecen haber contribuido también a la persistencia de una elevada tasa de variación interanual de los precios, especialmente de los servicios.

La tasa de variación interanual de los precios de los servicios se mantuvo en un nivel igual o superior al 2,9% a lo largo del año (véase gráfico 16), con un incremento medio del 3,1% en el 2002, frente al 2,7% en el 2001. Los otros componentes principales del IAPC, excluidos los más volátiles, los precios de los alimentos elaborados y los de los bienes industriales no energéticos, también registraron en el 2002 una tasa media de variación más elevada que en el año anterior. Sin embargo, a diferencia de los precios de los servicios, la tasa de variación interanual de estos componentes disminuyó durante el año 2002. En consecuencia, la persistencia de la inflación interanual medida por el IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía, se debió principalmente a los precios de los servicios.

Gráfico 16

IAPC de la zona del euro: desagregación por componentes

(tasas de variación interanuales; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

Nota: Para períodos anteriores al año 2001, los datos del IAPC no incluyen a Grecia.

Los diferenciales de inflación entre los países de la zona del euro se mantuvieron estables en el año 2002

La evolución de la inflación en cada uno de los países de la zona del euro varió ligeramente en el 2002, reflejando, entre otros factores, el distinto impacto de las perturbaciones que afectaron a los precios de los alimentos y la energía, las diferencias en la evolución de los costes laborales unitarios y las variaciones en los precios administrados y los impuestos indirectos. Sin embargo, en conjunto, la dispersión de la inflación apenas experimentó cambios en el 2002, en comparación con el 2001.

Los consumidores perciben una subida de la inflación pasada y una disminución de la inflación esperada

Pese al descenso de la tasa de inflación observada en el transcurso de el 2002, a lo largo de todo el año los consumidores percibieron un aumento de la inflación pasada. Por ejemplo, el indicador de la Comisión Europea sobre la inflación percibida, correspondiente a los últimos doce meses, mostró una tendencia sostenida al alza (véase gráfico C en el recuadro 4), y la diferencia entre la inflación observada y la percibida alcanzó niveles sin precedentes. Parece que los altos niveles de inflación percibida están asociados, en cierta medida, a las subidas de precios de determinadas partidas, especialmente de los servicios, como consecuencia, en parte, de la introducción de los

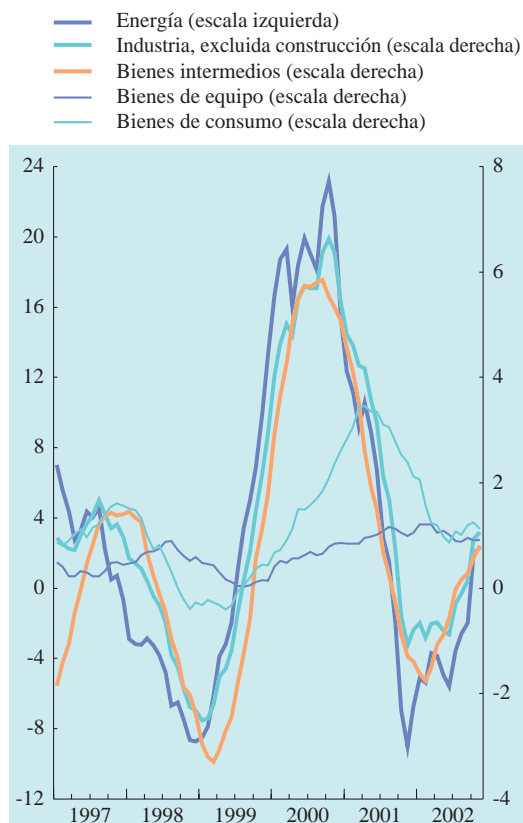
billetes y monedas en euros. (En el recuadro 4 se describen con más detalle los efectos del cambio de moneda sobre los precios.)

Por el contrario, la inflación esperada disminuyó durante la mayor parte del año 2002, lo que sugiere que los consumidores esperaban que la mayor parte de los aumentos de precios que se registraron a lo largo del año fuesen transitorios, en línea con la opinión de que la tasa de inflación interanual se vio, efectivamente, afectada por una serie de factores de carácter temporal, desde efectos de base hasta aumentos de los impuestos indirectos, a lo largo del 2002. Resulta destacable cómo el indicador de inflación percibida se redujo significativamente en febrero del 2003. Sin embargo, aún es demasiado pronto para valorar si esta reducción representa una ruptura definitiva del movimiento ascendente observado en este indicador en el último año.

Gráfico 17

Desagregación de los precios industriales de la zona del euro

(tasas de variación interanuales; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

Nota: Los datos corresponden al Euro 12 (incluidos los períodos anteriores al 2001).

Los precios de las primeras fases de la cadena de producción mantuvieron una senda moderada en el año 2002

Como promedio, el índice de precios industriales, excluida la construcción, bajó un 0,1% en el 2002, frente a la subida del 2,2% observada en el año anterior. Este descenso se explica, principalmente, por el comportamiento del componente energético y, en menor medida, por el de los componentes de bienes intermedios y de consumo (véase gráfico 17). La tasa media de variación interanual de los precios industriales, excluida la energía y la construcción, se situó en el 0,6%, en comparación con el 1,8% registrado en el 2001. El comportamiento moderado de los precios en las primeras fases de la cadena de producción refleja, en parte, los reducidos aumentos de los precios de importación, como resultado de la apreciación del euro en el 2002. Por otro lado, se mantuvo la relativa debilidad de la demanda a lo largo del año, lo que, a su vez, impidió que las empresas industriales elevaran sus precios.

El componente energético de los precios industriales experimentó un descenso del

Recuadro 4

Efectos de la introducción de los billetes y monedas en euros sobre los precios de consumo

Ha transcurrido más de un año desde la introducción, el 1 de enero de 2002, de los billetes y monedas en euros, con la conversión de todos los precios de la zona del euro a la nueva moneda. En muchos países de la zona del euro, los consumidores percibieron este cambio como causa de fuertes subidas de precios. En el presente recuadro se resumen las evidencias relativas a los efectos del cambio de moneda sobre los precios y se analizan las posibles razones por las que los consumidores han percibido al euro como fuente de presiones sobre los precios. La conclusión obtenida es que los efectos serán esencialmente transitorios y que, considerando un largo período de tiempo, la mayor transparencia de precios incrementará la competencia y contendrá las presiones inflacionistas.

El cambio de moneda parece haber afectado fuertemente a algunos precios, pero su incidencia general ha sido más limitada

Para evaluar los efectos de la transición de los precios de las monedas nacionales al euro se han utilizado distintos métodos: análisis de la evolución de los precios agregados, estudio de series de precios de una selección de bienes y servicios y encuestas sobre las estrategias de precios de las empresas durante el proceso del cambio de moneda. Las diferencias que presentan estos métodos dificultan la comparación de los resultados que, por otra parte, sólo deberían utilizarse como indicio del efecto general, dada la dificultad de aislar los efectos propios del cambio de moneda de otras fuentes de presiones sobre los precios, tales como aumentos de los impuestos indirectos, los precios administrados, los salarios o los precios de importación. Aún teniendo en cuenta esta advertencia, la mayor parte de los estudios ha llegado a la misma conclusión: la introducción del euro no ha dado lugar a incrementos generalizados de los precios. Para citar un ejemplo, un estudio publicado por Eurostat en julio del 2002, y basado en datos del IAPC de la zona del euro correspondientes a seis meses, sugiere que el impacto de la introducción de los billetes y monedas en euros sobre la inflación de la zona del euro en el primer semestre del 2002 se situó, probablemente, entre 0 y 0,2 puntos porcentuales. La incidencia al alza sobre los precios podría deberse a la traslación de los costes del cambio de moneda de las empresas a los consumidores o a una serie de variaciones de precios. Por otra parte, las empresas pueden haber recurrido al redondeo para presentar precios en euros más atractivos o ampliar sus márgenes¹.

La incidencia del cambio de moneda puede haber sido diferente según los países. En Francia, su efecto sobre el IPC nacional ha sido estimado en 0,2 puntos porcentuales, mientras que, en los Países Bajos, la introducción del euro puede haber originado un aumento de la inflación medida por el IPC de 0,6 puntos porcentuales². Las disparidades entre países pueden relacionarse con los diferentes niveles de competencia existentes en los mercados locales y, en particular, con la importancia relativa del pequeño comercio frente al grande, y con las variaciones de la demanda en los distintos países.

Los datos disponibles muestran que los efectos sobre los precios se concentraron, principalmente, en determinadas áreas del sector servicios, tal como observaron muchos consumidores. En particular, los precios de algunos servicios, como los de restaurantes y cafeterías, peluquerías y lavanderías, parecen haber aumentado notablemente en todos los países de la zona tras la introducción del euro. Los precios de algunas de estas partidas del IAPC registraron una considerable subida en el transcurso del 2002, en comparación con la evolución media de años anteriores. En enero del 2002, el incremento intermensual de los precios de los restaurantes y cafeterías de la zona del euro, con una ponderación del 6,7% en el IAPC de la zona de ese año, triplicó con creces el aumento medio observado en el mismo mes durante el período comprendido entre los años 1996 y 2001 (véase gráfico A). La misma evolución se registró en los precios de las peluquerías, con una ponderación del

¹ Para una explicación más detallada de estos efectos sobre los precios, véase el recuadro 3 en el Informe Anual de 2001 del BCE.

² Véanse "The short-term impact on prices of the euro cash changeover", *Bulletin Digest, Banque de France, septiembre del 2002*, y "Getting used to the euro", *Quarterly Bulletin, De Nederlandsche Bank, septiembre del 2002*.

Gráfico A: Precios de restaurantes y cafeterías

(tasa de variación intermensual)

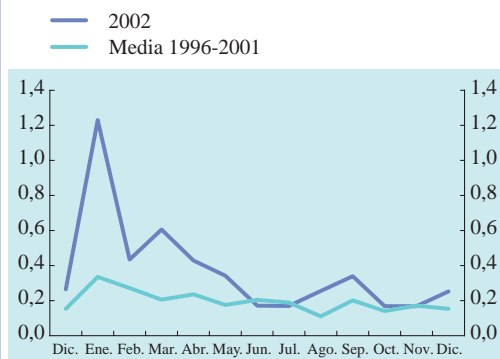
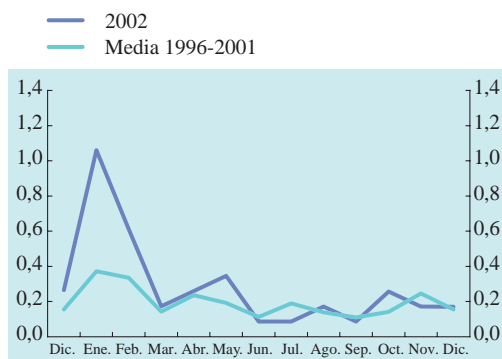


Gráfico B: Precios de peluquerías

(tasa de variación intermensual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1,1% en el IAPC (véase gráfico B), y de otras partidas del sector servicios. Para la mayor parte de estas rúbricas, las subidas de precios observadas en la zona del euro fueron también relativamente elevadas en comparación con las registradas en países de la UE no pertenecientes a la zona. Aunque los aumentos de precios superiores a la media podrían, en teoría, deberse también a causas distintas del cambio de moneda, es difícil atribuir su procedencia a otros factores.

Por lo que se refiere a los precios de los bienes, que representan cerca del 60% del gasto de consumo privado de la zona del euro, en conjunto, no parecen haber acusado especialmente los efectos del cambio de moneda, que puede haber originado, sin embargo, subidas en algunos artículos de bajo precio que los consumidores adquieren con más frecuencia, como el pan y la prensa. Al tratarse de precios poco elevados, los efectos del redondeo pueden ser bastante pronunciados en términos de tasa de variación. Por el contrario, para los artículos de mayor valor, en especial los bienes de consumo duradero, parece haberse producido una tendencia al redondeo de los precios a la baja relacionado con el progreso técnico y con la fuerte competencia existente en estos mercados.

Si bien los precios de las partidas aparentemente afectadas por el cambio de moneda siguieron mostrando notables variaciones durante varios meses del 2002, esta dinámica parece haberse “normalizado” o incluso debilitado en los últimos meses. Esta evolución sugiere que las repercusiones sobre la inflación serán transitorias, aunque todavía puedan producirse efectos adicionales, dado que no parece haber concluido el proceso de fijación de precios atractivos en euros³. Por otra parte, cabe esperar que persistan algunos efectos en países en los que existen todavía ciertas formas de indexación de los salarios. A largo plazo, no deberían observarse efectos permanentes, una vez que los hábitos de consumo se hayan adaptado a las nuevas estructuras de precios. Por el contrario, se espera que el euro tenga un efecto de contención de los aumentos de precios, dado que incrementará la transparencia de los precios y la competencia en la zona del euro, lo que redundará en beneficios de carácter permanente.

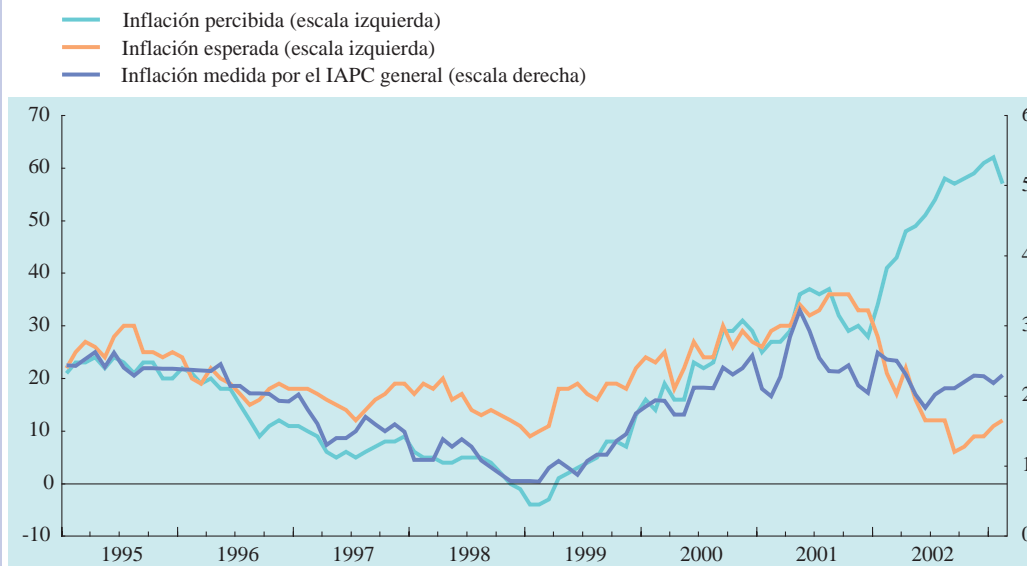
Percepción de mayor inflación por parte de los consumidores

La evidencia empírica de los efectos del cambio de moneda está en claro contraste con la impresión general que tienen los consumidores de la zona del euro. Según el Barómetro de la zona del euro de la Comisión Europea de noviembre del 2002, más del 80% de los consumidores de la zona asocian la conversión de los precios al euro a subidas significativas de los precios, lo que se refleja en una sensible elevación del nivel del indica-

³ Véase, por ejemplo, “Consumer prices and the changeover from Deutsche Mark to euro”, Monthly Report, Deutsche Bundesbank, julio del 2002.

Gráfico C: Inflación percibida, esperada y medida por el IAPC general

(saldo neto; tasas de variación interanuales; datos mensuales)



Fuentes: Encuestas de opinión de la Comisión Europea y Eurostat.

Nota: Los indicadores de inflación percibida y de inflación esperada de la Comisión Europea se presentan en forma de estadísticas de saldos y no pueden relacionarse directamente con la magnitud de la tasa de inflación observada. Para los períodos anteriores al 2001, los datos del IAPC no incluyen a Grecia.

dor de inflación percibida, de la Comisión Europea, a partir del 1 de enero y a lo largo de todo el año 2002 (véase gráfico C). Esta evolución, común a la mayor parte de los países de la zona del euro, mostró una marcada divergencia con respecto a la inflación observada medida por el IAPC, que disminuyó durante el mismo período, dando lugar a una brecha creciente entre la inflación percibida y la observada.

Una explicación de la brecha existente entre la evolución de la inflación percibida y la de la inflación observada podría ser que los consumidores se fijan más en el comportamiento de los precios de determinados bienes y servicios que adquieren con más frecuencia, mientras que dedican menos atención a los precios de los artículos de mayor valor, como los bienes de consumo duradero, que adquieren con menor frecuencia. Existen evidencias de que, en algunos casos, la transición de los precios en monedas nacionales a los precios en euros estuvo, efectivamente, asociada a fuertes aumentos de precios, tema que estuvo en el centro de la atención de los medios de comunicación y de los consumidores. Los precios de algunos de los productos que se compran diariamente, como las hortalizas, subieron también de forma significativa a comienzos del 2002. Aunque estas subidas fueron consecuencia, en gran medida, de factores distintos del cambio de moneda, como las malas condiciones meteorológicas, el público parece haberlas asociado también a la introducción de la nueva moneda. No obstante, mientras que las tasas de variación interanuales de varias de estas partidas empezaron a descender en el segundo trimestre del 2002, el indicador de inflación percibida siguió subiendo.

Por lo tanto, la cuestión sigue siendo cómo explicar la persistencia de la brecha entre la inflación percibida y la observada. Una posible explicación sería que los consumidores no están familiarizados con los precios en euros. Las reglas empíricas de cálculo utilizadas para comparar los nuevos precios en euros con los antiguos precios en las monedas nacionales pueden ayudar a comprender las percepciones subjetivas sobre la inflación en algunos países. Además, existen evidencias de que la diversidad de precios para un mismo producto se ha incrementado significativamente tras la introducción del euro. La existencia de tantos precios diferentes puede haber generado cierta confusión entre los consumidores, que puede que necesiten más tiempo para acostum-

4 Véase, por ejemplo, "The adaptation of prices to the changeover to the euro", Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique, www.nbb.be.

brarse a las nuevas estructuras de precios⁴. En conjunto, aunque la persistencia de un alto nivel de inflación percibida puede explicarse por varios factores, la mayoría de ellos sugeriría que se trata sólo de un fenómeno transitorio, lo que se vería confirmado por el acusado descenso de las expectativas de inflación durante el 2002 (véase gráfico C).

En general, aunque los consumidores hayan denunciado aumentos de precios excepcionalmente elevados a raíz de la introducción del euro, parece haberse tratado de casos aislados, de importancia global muy limitada. A este respecto, los consumidores desempeñan una función fundamental, al no mostrarse dispuestos a adquirir determinados bienes cuyo precio haya experimentado claramente una subida injustificada. Por otro lado, los bienes y servicios afectados por el cambio de moneda sólo representan una parte relativamente pequeña de la cesta de bienes y servicios del IAPC. En consecuencia, posiblemente sólo una parte bastante limitada de la inflación medida por el IAPC de la zona del euro podría atribuirse a la nueva moneda en el 2002. Estos efectos sobre la inflación medida por el IAPC serán esencialmente de carácter transitorio y, a más largo plazo, la mayor transparencia de precios en toda la zona del euro, que se deriva de la introducción de la nueva moneda, debería reforzar la competencia y contener las presiones sobre los precios.

2,4% en el 2002, frente al incremento del 2,8% registrado en el 2001. Por lo que se refiere al petróleo, aunque los precios medios en dólares se mantuvieron, en general, estables en el 2002, los precios en euros disminuyeron un 5% en comparación con el año anterior. En consecuencia, la caída de los precios industriales energéticos observada en el 2002 se debió, casi enteramente, a la apreciación del euro frente al dólar. La disminución de las tasas de variación interanual de los precios de los bienes intermedios y de consumo contribuyó también a la reducción de la inflación medida por el índice general de precios industriales. El descenso de la inflación medida por los precios de los bienes de consumo reflejó el menor incremento de los precios de los bienes de consumo duradero y no duradero. La tasa media de variación interanual de los precios de los bienes de equipo se mantuvo en el 1% en el año 2002, prácticamente sin cambios en relación con el 2001.

Pese a la debilidad del mercado de trabajo el crecimiento interanual de la remuneración por asalariado permaneció estable en el año 2002

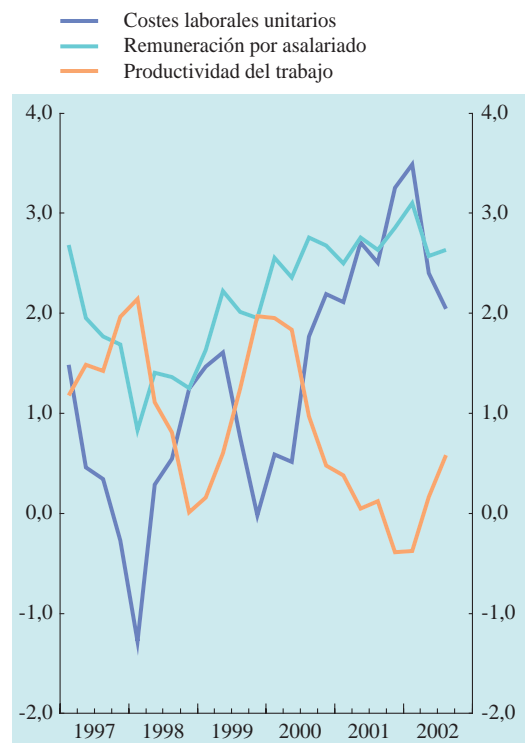
Desde 1999, las tasas de crecimiento de casi todos los costes laborales e indicadores salariales de la zona del euro han venido mostrando una tendencia gradual al alza, que persistió en el 2001 y a principios del 2002, pese

al debilitamiento de la actividad económica y al aumento del desempleo.

Gráfico 18

Costes laborales unitarios, remuneración por asalariado y productividad del trabajo de la zona del euro

(tasas de variación interanuales; datos trimestrales)



Fuente: Eurostat.

Nota: Los datos corresponden al Euro 12 (incluidos los períodos anteriores al 2001); total de la economía.

En el año 2002, con un aumento medio del 2,8% en los tres primeros trimestres del año, la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado fue ligeramente superior a la del 2001 (véase gráfico 18). Además, las tasas de crecimiento interanuales de los costes laborales totales por hora y de las ganancias medias mensuales fueron más altas en los tres primeros trimestres del 2002 que en el conjunto del 2001. Sin embargo, los datos nacionales disponibles no señalan una nueva aceleración de los costes laborales hacia finales del 2002, lo que viene confirmado por la evolución de la tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados, que disminuyó durante el segundo semestre del 2002.

En comparación con el año anterior, la tasa de variación media interanual de la productividad del trabajo fue ligeramente más elevada a lo largo de los tres primeros trimestres de

2002, aunque siguió siendo baja. Reflejando las fases del ciclo económico, el crecimiento de la productividad del trabajo se recuperó en el segundo y tercer trimestres, después de dos trimestres de crecimiento interanual negativo. En consecuencia, la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios para el total de la economía de la zona del euro cayó del 3,5% en el primer trimestre, al 2,4% en el segundo trimestre, y al 2% en el tercer trimestre. La evolución de los márgenes, aproximados mediante la diferencia entre las tasas interanuales de crecimiento del deflactor del PIB y de los costes laborales unitarios, indica que la desaceleración de la actividad tuvo un cierto impacto negativo sobre los beneficios. Sin embargo, la mejora cíclica del crecimiento de la productividad observado a lo largo del 2002 redujo el crecimiento de los costes laborales unitarios y, consecuentemente, aminoró las presiones sobre los márgenes.

4 Producto, demanda y mercado de trabajo

Moderación de la actividad económica en el año 2002

Pese a las señales favorables de principios de año, las débiles condiciones económicas se mantuvieron en el año 2002. La incipiente recuperación que se produjo a comienzos de año no logró cobrar fuerza, y las tasas intertrimestrales de crecimiento, en términos reales, se mantuvieron a lo largo del año en niveles inferiores a los compatibles con el crecimiento potencial de la zona del euro. En el último trimestre del año, aparecieron nuevos síntomas de debilidad, ya que el crecimiento intertrimestral del PIB real descendió. En líneas generales, el crecimiento medio interanual del PIB real disminuyó hasta el 0,8% en el año 2002, desde el 1,5% observado en el 2001, como consecuencia del negativo efecto arrastre que se registró a partir del

segundo semestre del año 2001 y de las moderadas tasas de crecimiento intertrimestrales en el año 2002 (véase cuadro 7).

En un contexto de continuidad del lento crecimiento iniciado a finales del 2000, que contribuyó a una sustancial contracción de la formación de capital, la capacidad productiva disponible continuó siendo limitada en el 2002. La tasa de utilización de la capacidad productiva en el sector manufacturero durante el citado año se aproximó, en promedio, a su media a largo plazo, mientras que la tasa de paro aumentó sólo ligeramente, manteniéndose por debajo del nivel registrado en el año 2000.

El moderado crecimiento económico observado en el año 2002 obedeció a la acumulación de perturbaciones adversas, que favore-

Cuadro 7

Composición del crecimiento del PIB real en la zona del euro

(tasas de variación, salvo indicación en contrario; cifras desestacionalizadas)

	Tasas interanuales ¹⁾									Tasas intertrimestrales ²⁾				
	2000	2001	2002	2001 IV	2002 I	2002 II	2002 III	2002 IV	2001 IV	2002 I	2002 II	2002 III	2002 IV	
Producto interior bruto real	3,5	1,4	0,8	0,5	0,3	0,6	0,9	1,3	-0,2	0,4	0,3	0,4	0,2	
<i>del cual:</i>														
Demanda interna	2,9	0,9	0,2	0,0	-0,2	-0,1	0,4	0,8	0,0	0,0	0,2	0,2	0,4	
Consumo privado	2,5	1,8	0,6	1,6	0,5	0,4	0,6	1,0	0,0	-0,2	0,4	0,4	0,4	
Consumo público	2,0	2,1	2,5	1,6	2,0	2,6	2,7	2,6	0,6	0,7	0,9	0,3	0,5	
Formación bruta de capital fijo	4,9	-0,6	-2,5	-2,5	-2,5	-3,2	-2,6	-1,8	-0,9	-0,2	-1,3	-0,2	-0,1	
Variación de existencias ^{3), 4)}	0,0	-0,4	-0,1	-0,7	-0,3	-0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	
Demanda exterior neta ³⁾	0,6	0,5	0,6	0,5	0,5	0,8	0,5	0,5	-0,2	0,4	0,1	0,2	-0,2	
Exportaciones ⁵⁾	12,6	2,8	1,2	-2,8	-2,4	0,6	2,7	4,1	-1,2	0,2	1,7	2,1	0,0	
Importaciones ⁵⁾	11,3	1,5	-0,3	-4,1	-3,9	-1,5	1,5	3,0	-0,8	-1,0	1,5	1,8	0,6	
Valor añadido bruto real														
<i>del cual:</i>														
Industria, excl. construcción	4,0	1,1	0,2	-1,5	-1,8	0,1	0,7	1,7	-1,3	0,9	0,6	0,5	-0,4	
Construcción	2,4	-0,6	-1,5	-0,6	-0,6	-1,6	-1,8	-2,0	0,0	-0,7	-1,0	-0,1	-0,2	
Servicios de mercado ⁶⁾	4,8	2,6	1,3	1,7	1,3	1,2	1,2	1,5	0,1	0,3	0,5	0,3	0,4	

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Tasa de variación respecto al mismo período del año anterior.

2) Tasa de variación respecto al trimestre anterior.

3) Contribución al crecimiento del PIB real; en puntos porcentuales.

4) Incluidas adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos.

5) Las exportaciones e importaciones corresponden al comercio de bienes y de servicios e incluyen las realizadas entre los países de la zona del euro. El comercio entre estos países no se elimina completamente en las cifras de exportaciones e importaciones de la contabilidad nacional. En consecuencia, estos datos no son directamente comparables con las cifras de la balanza de pagos.

6) Incluye comercio, transporte, comunicaciones, servicios financieros y empresariales.

cieron el aumento de la incertidumbre y el empeoramiento de las perspectivas de una rápida recuperación. Las tensiones de carácter geopolítico que repercutieron negativamente en el precio del petróleo y en la confianza, la pronunciada caída del precio de las acciones y la persistencia de los desequilibrios de carácter internacional coadyuvaron a moderar la intensidad de la actividad económica a lo largo del año.

En un entorno de debilidad económica, resulta importante poner en práctica las reformas estructuras previstas, pues aumentarían la confianza en el futuro crecimiento económico y del empleo. En ese sentido, el recuadro 5 presenta los avances realizados en el calendario de reformas de la UE.

La menor contribución de la demanda interna explica la nueva desaceleración del crecimiento interanual del PIB real en el año 2002

Si se compara con el año 2001, el menor crecimiento medio interanual del PIB real en el 2002 queda explicado por la contribución más moderada de la demanda interna a la actividad económica. La debilidad de la demanda interna se debió a una reducción sustancial de los gastos de capital, compensada sólo en parte por el crecimiento contenido del consumo privado.

La formación bruta del capital fijo se redujo, en promedio, un 2,5% en el año 2002, contrayéndose por segundo año consecutivo (véase cuadro 7). El descenso de la inversión podría relacionarse con varios factores. En primer lugar, las perspectivas de que se produjera una intensa recuperación disminuyeron a lo largo del año, dando lugar a que las empresas ajustaran a la baja sus planes de inversión. En segundo lugar, la rentabilidad del sector empresarial se vio afectada negativamente por la desaceleración económica. La fijación de precios centrada en mantener la cuota de mercado de las exportaciones, mientras que el euro se apreciaba, podría también haber ejercido presiones a la baja sobre los benefi-

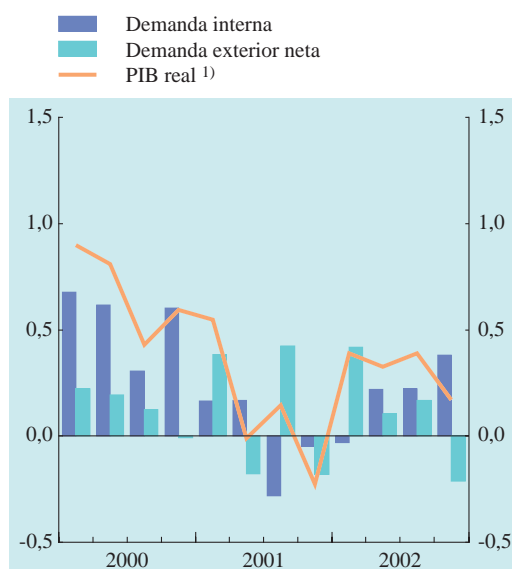
cios empresariales. En tercer lugar, el marcado descenso de las cotizaciones bursátiles en el año 2002 incrementó los costes de ampliar el capital, lo que, a su vez, pudo haber afectado negativamente al gasto en inversión. En cuarto lugar, los mayores diferenciales de los valores de renta fija privada y de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela podrían haber implicado, asimismo, unas condiciones financieras más restrictivas, a pesar de los menores tipos de interés (véase recuadro 3). Por último, el menor crecimiento de la renta real de los hogares y el clima de mayor incertidumbre también incidió negativamente en la inversión residencial, estimándose que esta última se redujo en torno a un 2% en el 2002.

En el año 2002, el consumo privado se vio afectado negativamente por las débiles condiciones económicas, un incremento de la inflación percibida y un elevado grado de incertidumbre, lo que se tradujo en un descenso del crecimiento de la renta real disponible y en una tasa de ahorro más elevada. En general, el consumo privado creció un 0,8% en prome-

Gráfico 19

Contribuciones al crecimiento trimestral del PIB real de la zona del euro

(contribuciones trimestrales, en puntos porcentuales; desestacionalizadas)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

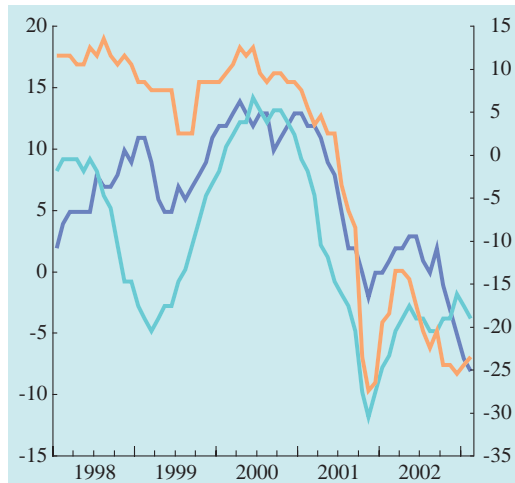
1) Tasa de variación respecto al trimestre anterior.

Gráfico 20

Indicadores de confianza de la zona del euro

(saldos netos)

- Confianza de los consumidores (escala izquierda)
- Confianza industrial (escala izquierda)
- Confianza de los servicios (escala derecha)



Fuente: Encuestas de opinión de la Comisión Europea.

Nota: Todos los datos están desestacionalizados y se calculan como desviaciones de la media desde enero de 1985 para la confianza industrial y de los consumidores, y desde abril de 1985, para la confianza de los servicios.

dio anual (véase cuadro 7). Más concretamente, se estima que la renta real disponible creció significativamente menos en el 2002 que en el 2001, sobre todo a causa del descenso que registró el crecimiento del empleo. El impacto de este descenso sobre la renta se vio compensado parcialmente por un ligero aumento del crecimiento real de los salarios en el 2002, imputable esencialmente a una inflación algo más baja. Se estima que la contribución de las transferencias públicas netas, los impuestos y las cotizaciones sociales, al crecimiento de la renta de los hogares apenas se ha modificado entre los años 2001 y 2002.

Respecto a la tasa de ahorro de los hogares, se estima que en el año 2002 aumentó. Al inicio del 2002, el incremento de la tasa de ahorro estuvo asociado a los acontecimientos del 11 de septiembre de 2001 y, en menor medida, a la introducción del euro, que incrementó la inflación percibida por los consumidores (véase recuadro 4) y redujo el deseo de los hogares de efectuar grandes compras. Posteriormente en el 2002, la pronunciada

caída del precio de las acciones ejerció nuevas presiones al alza sobre la tasa de ahorro, al reducir la riqueza y afectar negativamente al clima de confianza de los hogares (véase gráfico 20). Sin embargo, el impacto de los menores precios de las acciones en el patrimonio neto de los hogares podría haber sido compensado, en parte, por incrementos en los precios de la propiedad residencial en algunas partes de la zona del euro. Por otra parte, cabe la posibilidad de que las importantes tensiones de carácter geopolítico y el gradual deterioro de las condiciones del mercado de trabajo hayan inducido a los hogares a incrementar sus ahorros como medida de precaución.

La variación de existencias no contribuyó al crecimiento del PIB real en el año 2002, mientras que la demanda exterior neta contribuyó positivamente

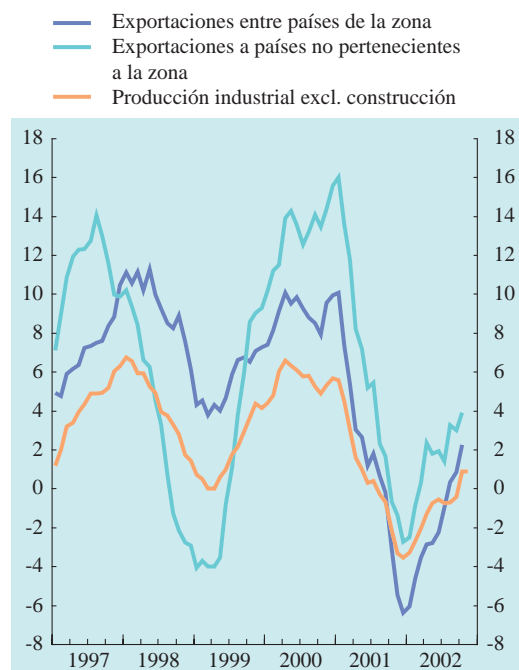
Tras una aportación fuertemente negativa de la variación de existencias en el año 2001, en el 2002 ésta no contribuyó, en promedio, al crecimiento del PIB real. La mejora de las expectativas empresariales de principios de año puso fin a un prolongado período de reducción de las existencias. En el segundo semestre del año, el decepcionante ritmo de la actividad económica tuvo como consecuencia que las empresas ajustaran a la baja el nivel de existencias deseado, impidiendo así que la variación de existencias realizase una contribución significativa al crecimiento del PIB real.

En el año 2002, el crecimiento medio anual tanto de las exportaciones como de las importaciones de bienes y servicios (incluido el comercio entre los países de la zona del euro) se redujo de nuevo, hasta el -0,3% y el 1,2%, respectivamente, lo que se debió, en parte, a la marcada contracción del comercio en términos reales en el segundo semestre de 2001, que provocó un importante y adverso efecto arrastre en el año 2002. Con todo, se observó un repunte en el volumen de comercio alrededor de mediados de año. Las exportaciones cobraron impulso, respaldadas por

Gráfico 2 I

Exportaciones de bienes y producción industrial de la zona del euro

(en términos reales, tasas de variación interanuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos se calculan a partir de medias móviles de tres meses centradas.

un aumento de la demanda mundial. Las importaciones también se fortalecieron en

torno a los meses centrales del 2002. En el último trimestre del año pasado, el crecimiento tanto de las importaciones como de las exportaciones se debilitó, mientras que la contribución de la demanda exterior neta se tornó negativa. En promedio, en el 2002, la contribución a la actividad económica de la demanda exterior neta fue significativa, debido a la contracción de las importaciones reales.

El sector servicios continuó siendo el motor de la actividad económica en el año 2002

Si se consideran los datos de contabilidad nacional, el valor añadido de la industria excluida la construcción se incrementó ligeramente (un 0,2%) en el año 2002. El débil crecimiento registrado en ese año se debe, sobre todo, al negativo efecto arrastre del 2001, mientras que la actividad industrial se recuperó en el primer semestre del año (véase cuadro 7). Según los datos de producción industrial, la recuperación registrada a principios de año tuvo su origen en la producción de bienes intermedios (véase cuadro 8), junto con el cambio de signo experimentado en el ciclo de existencias y en la

Cuadro 8

Producción industrial en la zona del euro

(tasas de variación)

	Tasas interanuales ¹⁾								Tasas intertrimestrales ²⁾				
	2000	2001	2002	2001 IV	2002 I	2002 II	2002 III	2002 IV	2001 IV	2002 I	2002 II	2002 III	2002 IV
Total industria, excl. construcción	5,5	0,4	-0,7	-3,6	-2,7	-0,6	-0,5	0,9	-1,8	0,6	0,6	-0,1	-0,1
por principales destinos económicos:													
Total industria, excl. construcción y energía	6,0	0,2	-0,9	-4,7	-3,2	-0,9	-0,8	1,2	-2,3	0,9	0,5	0,0	-0,2
Bienes intermedios	5,9	-0,8	0,3	-6,0	-2,1	0,3	0,7	2,3	-2,6	2,3	0,7	0,2	-0,9
Bienes de equipo	9,4	1,3	-2,6	-4,9	-6,7	-2,7	-1,9	1,0	-2,5	-0,6	0,8	0,2	0,3
Bienes de consumo	2,2	0,4	-1,0	-2,6	-1,2	-0,9	-1,9	-0,1	-2,0	0,3	0,2	-0,5	-0,1
Duraderos	6,5	-2,5	-4,9	-7,4	-6,7	-5,8	-3,9	-3,0	-3,7	-0,5	-0,9	0,6	-2,4
No duraderos	1,4	1,0	-0,2	-1,5	-0,1	0,1	-1,5	0,5	-1,7	0,5	0,4	-0,6	0,3
Energía	1,9	1,2	0,7	3,5	1,2	2,1	0,7	-1,0	1,9	-1,6	1,1	-0,5	0,2
Industria manufacturera	5,9	0,2	-1,0	-4,6	-3,4	-1,0	-0,7	1,2	-2,3	0,8	0,6	0,0	-0,2

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Tasa de variación respecto al mismo período del año anterior calculadas con datos ajustados por las variaciones del número de días laborables.

2) Tasa de variación respecto al trimestre anterior calculadas con datos desestacionalizados y ajustados por el número de días laborables.

demanda exterior (véase gráfico 21). En el segundo semestre de 2002, la actividad industrial perdió algo de dinamismo, como consecuencia del deterioro de la evolución económica actual y de las perspectivas futuras, aunque las tasas de crecimiento interanuales siguieron incrementándose a causa de los favorables efectos de base procedentes de la limitada actividad en el segundo semestre del 2001. El valor añadido real de la construcción se contrajo un 1,5% en el 2002. La debilidad de la actividad en la construcción se debe, en gran medida, a la persistencia de acontecimientos adversos en Alemania. El deterioro del clima económico general de la zona del euro y la elevada incertidumbre también fueron factores importantes.

Por el contrario, el valor añadido del sector servicios continuó creciendo en el 2002, aunque a un ritmo menor que en el 2001. La actividad en los servicios de mercado aumentó un 1,3% (véase cuadro 7), de modo que continuó siendo el motor del crecimiento en el 2002. Las tasas de crecimiento intertrimestrales del valor añadido se mantuvieron prácticamente estables a lo largo del año.

El grado de dispersión de las tasas de crecimiento del PIB real entre los países de la zona del euro se redujo en el año 2002

El grado de dispersión de las tasas de crecimiento del PIB real en los países de la zona del euro se redujo en el año 2002. La diferencia entre los dos países que registraron la tasa de crecimiento más alta y la tasa de crecimiento más baja cayó hasta los 4,1 puntos porcentuales, desde los 5 puntos porcentuales del año 2001. El crecimiento interanual medio del PIB real descendió en todos los países de la zona del euro, salvo en Finlandia. La debilidad observada en el 2002 se tradujo en una reducción de las tasas medias de crecimiento interanuales en varios países. De hecho, en un grupo de países apenas se apreció un aumento del PIB real en el 2002.

Nueva desaceleración del crecimiento del empleo en el año 2002

El efecto de la desaceleración económica se transmitió gradualmente a los mercados de trabajo en el año 2002, y las tasas de crecimiento intertrimestrales del empleo total se

Cuadro 9

Evolución del mercado de trabajo en la zona del euro

(tasas de variación interanuales y porcentajes)

	Tasas interanuales									Tasas intertrimestrales				
	1999	2000	2001	2002	2001 IV	2002 I	2002 II	2002 III	2002 IV	2001 IV	2002 I	2002 II	2002 III	2002 IV
Población activa	0,9	1,0	0,9	.	0,7	0,8	0,8	0,7	.	0,3	0,2	0,2	0,1	.
Empleo	1,8	2,1	1,4	.	0,9	0,7	0,5	0,3	.	0,2	0,1	0,0	-0,1	.
Agricultura ¹⁾	-2,4	-1,6	-0,8	.	-1,6	-2,3	-1,9	-1,9	.	-0,5	-0,4	-0,2	-0,9	.
Industria ²⁾	0,3	0,9	0,3	.	-0,4	-1,0	-1,0	-1,2	.	-0,2	-0,4	-0,2	-0,4	.
– excl. construcción	-0,2	0,6	0,3	.	-0,5	-1,1	-1,1	-1,2	.	-0,2	-0,4	-0,2	-0,4	.
– construcción	2,0	1,7	0,3	.	-0,2	-0,6	-0,7	-1,3	.	-0,2	-0,3	-0,1	-0,7	.
Servicios ³⁾	2,7	2,9	2,0	.	1,6	1,6	1,3	1,0	.	0,4	0,3	0,1	0,2	.
Tasas de desempleo ⁴⁾														
Total	9,4	8,5	8,0	8,3	8,0	8,1	8,2	8,3	8,5	-	-	-	-	-
Menores de 25 años	18,5	16,6	15,6	16,1	15,7	15,8	16,1	16,2	16,3	-	-	-	-	-
De 25 años o mayores	8,2	7,4	7,0	7,3	7,0	7,1	7,2	7,3	7,4	-	-	-	-	-

Fuentes: Datos nacionales y cálculos del BCE para la población activa; Eurostat, para cifras de empleo y paro.

1) También incluye pesca, caza y silvicultura.

2) Incluye industria manufacturera, construcción, industrias extractivas y producción y distribución de energía eléctrica, gas y agua.

3) Excluye organismos extraterritoriales.

4) Porcentaje de la población activa, de conformidad con las recomendaciones de la OIT.

tornaron negativas en el segundo semestre del año. En función de los datos nacionales disponibles, se estima que el crecimiento del empleo total se situó en torno al 0,4% en el 2002, frente al 1,4% del año anterior. Si se compara con lo ocurrido en episodios anteriores de ralentización económica en la década de los noventa, el crecimiento del empleo en la zona del euro continuó siendo relativamente resistente durante gran parte del año 2002, lo que podría explicarse, en parte, por el hecho de que, a comienzos de 2002, numerosas empresas esperaban que la pérdida de dinamismo de la economía no fuera muy duradera. Sin embargo, en la medida que la actividad mantuvo su debilidad, la situación del mercado de trabajo se deterioró en la segunda parte del año (véase cuadro 9).

Por lo que se refiere a la evolución sectorial, el crecimiento del empleo fue negativo en los sectores industriales (es decir, tanto en la construcción como en la industria, excluida la construcción), mientras que la creación neta de empleo continuó. Con todo, el empleo en este sector experimentó una acusada desaceleración en comparación con el año 2001. En concreto, en los servicios financieros y empresariales, el motor de la creación neta de empleo en los servicios en los últimos años, el empleo en el 2002 creció menos de la mitad que en el año 2001. En otros servicios de mercado (comercio, transporte y comunicaciones) también se registró una disminución apreciable, aunque menos pronunciada.

Aumento paulatino del desempleo en el año 2002

En consonancia con la desaceleración del crecimiento del empleo, la tasa de paro normalizada de la zona del euro aumentó paulatinamente durante el año 2002, hasta situarse en ese año en una media del 8,3% para el año en su conjunto, es decir 0,3 puntos porcentuales más que en 2001 (véase gráfico 22). Tras cuatro años consecutivos de descenso, el número de parados de la zona del euro

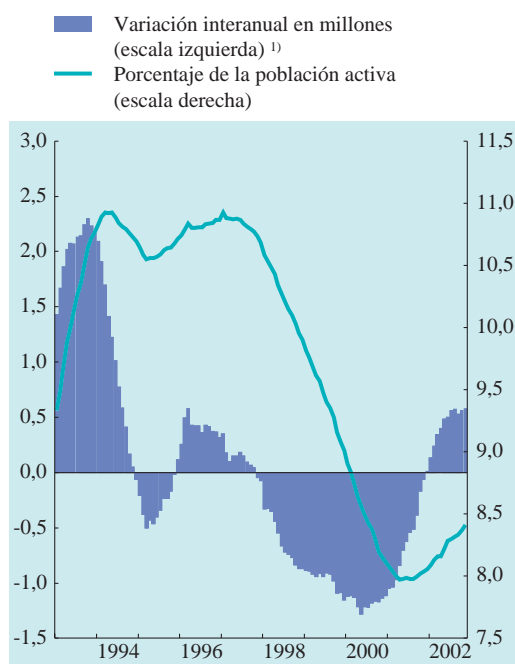
alcanzó una media de 11,4 millones de personas en el 2002.

El creciente desempleo parece haber afectado a todos los grupos de edad y a ambos sexos. La tasa de paro juvenil se elevó al 16,1% en el 2002, es decir, 0,5 puntos porcentuales más que en el 2001, mientras que la tasa de paro de los mayores de 25 años pasó del 7% en 2001 al 7,3% en el 2002. La diferencia entre los dos colectivos se mantuvo, pues, prácticamente sin cambios en el 2002, si se compara con el año 2001. Además, mientras que el desempleo afectó tanto a hombres como a mujeres, la diferencia entre la tasa media de paro masculino (7,2% en el 2002) y la tasa de paro femenina (9,8% en el 2002) continuó estrechándose gradualmente a lo largo del año. Esto da a entender que los grupos tradicionalmente más perjudicados por el deterioro de los mercados de trabajo (esto es, los jóvenes y las mujeres) no parece que se hayan visto afectados en mayor medida por

Gráfico 22

Desempleo en la zona del euro

(datos mensuales; desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

Nota: Los datos corresponden al Euro 12 (incluidos los períodos anteriores al 2001)

1) Las tasas de variación no están desestacionalizadas.

esta ralentización económica, sobre todo si se compara con episodios de desaceleración acaecidos en la década de los noventa. El aumento del paro fue común a todos los países de la zona del euro y el grado de dispersión entre ellos se mantuvo, en líneas generales, estable.

Por último, se estima que el crecimiento de la población activa (es decir, la suma de todos los ocupados y los desempleados) se ha moderado ligeramente en el 2002, lo que es atribuible a la persistencia del débil crecimiento de la actividad y al aumento del paro, que han tendido a disuadir la incorporación al mercado de trabajo.

En definitiva, aunque el crecimiento del empleo en la zona del euro se mostró relativamente resistente en el segundo semestre del 2000, se produjo un deterioro gradual en los mercados de trabajo, que reflejaba, en gran medida, el efecto retardado de la debilidad de la actividad económica. Esta circunstancia pone de manifiesto la necesidad de realizar esfuerzos continuos a la hora de poner en práctica las reformas laborales y de orientar la evolución de los salarios hacia el respaldo del crecimiento del empleo, a fin de lograr un mejor comportamiento de los mercados de trabajo y de atenuar el efecto de la desaceleración cíclica (véase recuadro 5).

Recuadro 5

Avance limitado de las reformas estructurales en los mercados de productos y de trabajo de la zona del euro

Las reformas estructurales de los mercados de productos y de trabajo favorecen el potencial de crecimiento económico y facilitan el ajuste al cambio económico. En marzo del 2000, el Consejo Europeo de Lisboa reconoció la importancia de modernizar el marco regulador e introdujo un ambicioso calendario de reformas encaminadas a convertir a la Unión Europea en la economía basada en el conocimiento más competitiva y dinámica del mundo en 2010. Desde entonces, la situación económica se ha debilitado considerablemente, por lo que es muy importante actuar con decisión para llevar a la práctica el calendario de Lisboa con el fin de estimular la confianza económica y mejorar las condiciones para la actividad económica y el crecimiento del empleo. En este contexto, el presente recuadro examina brevemente los avances realizados en la aplicación del calendario de reformas de la UE en los últimos años y, en particular, en el 2002. Esta evaluación se encuentra básicamente en consonancia con la opinión de la Comisión Europea, expresada en su informe sobre la puesta en práctica de las Orientaciones generales de política económica para el 2002.

El funcionamiento de los mercados de productos se sigue muy de cerca y se evalúa como parte del proceso de Cardiff, mientras que la reforma de los mercados de trabajo se examina en el contexto del proceso de Luxemburgo. Ambos procesos se basan en el examen de las reformas efectuados por los distintos países y proporcionan información para las Orientaciones generales de política económica, que definen las prioridades generales para los distintos ámbitos de la política económica. Las recomendaciones para cada uno de los Estados miembros de la UE se basan en estas prioridades (véase capítulo V)¹.

En el campo del mercado de trabajo, las orientaciones para el 2002 subrayan la necesidad de: (i) adaptar los sistemas impositivos y de protección social para que trabajar sea más rentable, y animar a las personas a buscar empleo; (ii) mejorar la eficiencia y la eficacia de las políticas laborales activas; (iii) reducir los obstáculos a la movilidad geográfica dentro de los Estados miembros, así como entre ellos; (iv) facilitar la movilidad funcional; (v) promover una organización del trabajo más flexible y revisar la normativa relativa a los contratos de trabajo, y (v) eliminar las barreras a la participación de las mujeres en la población activa.

Varios países han iniciado –o han continuado– la aplicación de medidas para incentivar la incorporación al mercado de trabajo o para reducir las cotizaciones sociales de los empresarios. Además, continuaron los esfuerzos

¹ Recomendación del Consejo, de 21 de junio de 2002, sobre las orientaciones generales de política económica de los Estados Miembros y de la Comunidad.

encaminados a mejorar el proceso de búsqueda de empleo mediante el aumento de la eficiencia de los servicios proporcionados por las agencias de empleo y exigencias más estrictas para la búsqueda de empleo. Varios países han proseguido sus esfuerzos para fomentar la flexibilidad de la organización del trabajo. No obstante, hay numerosas reformas que apenas se han abordado. En este sentido, por ejemplo, no se han potenciado suficientemente las reformas completas de los sistemas de pensiones y de jubilación, destinadas a aumentar la participación de los trabajadores de más edad en la población activa; y las reformas de la normativa relativa a la protección del empleo que mejoran la movilidad laboral han recibido escasa atención. En definitiva, el ritmo de las reformas de los mercados de trabajo en el 2002 parece haber disminuido en la mayoría de los países de la zona del euro, si se compara con años anteriores.

El calendario de reformas estructurales para los mercados de productos incluye un amplio conjunto de áreas, y las Orientaciones generales de política económica hacen hincapié en las siguientes: (i) el pleno establecimiento del mercado interno; (ii) el fortalecimiento de la competencia, y (iii) la aceleración de las reformas de las industrias de red. Siguen existiendo algunas barreras importantes al funcionamiento del mercado interno, especialmente en los mercados de servicios. Muchas de ellas parecen deberse a normativas nacionales, por ejemplo, los procedimientos administrativos para el establecimiento de las filiales en otros países de la zona del euro o el uso de poderes discrecionales por parte de las autoridades locales. Tras una década de continua mejora, el descenso en el porcentaje de leyes relativas al mercado interno de la UE que los Estados miembros siguen sin trasponer a sus legislaciones nacionales se detuvo en el año 2002. Este “déficit de transposición” en los países de la zona del euro se elevó del 2,2% en octubre de 2001 al 2,4% en octubre del 2002.

En cuanto al fortalecimiento de la competencia, algunos países de la zona del euro tomaron medidas para potenciar las atribuciones de sus autoridades en materia de competencia y regulación. Otro instrumento que podría utilizarse para atenuar las distorsiones que sufre la competencia es la reducción de las ayudas estatales, que, si bien es la tendencia general, sigue desempeñando un papel significativo en determinados sectores, tales como el transporte ferroviario y aéreo. Continuaron las reformas de la normativa relativa a las industrias de red, aunque en distinto grado, según los países y las industrias. El efecto de las reformas en estos sectores anteriormente protegidos se ha puesto de manifiesto en las reducciones de precios registradas en algunos de ellos, como, por ejemplo, en el de las telecomunicaciones. Esta evolución continuó, en el 2002, aunque a un ritmo menor.

En resumen, en el 2002 se observaron ciertos avances en la reducción de las rigideces estructurales existentes en los mercados de productos y de trabajo. Sin embargo, el enfoque adoptado en muchos países parece haber consistido en la adopción de medidas parciales, más que en la intensificación de los esfuerzos encaminados a una reforma integral. Dado que la obtención de todos los beneficios derivados de las reformas estructurales lleva su tiempo, el enfoque lento y parcial de la mayoría de los Estados miembros a las reformas estructurales dificultará cada vez más la consecución de los objetivos estratégicos establecidos en la agenda de Lisboa. Por otra parte, la falta de determinación para llevar a cabo una reforma integral podría ser también motivo del escaso nivel de confianza que se tiene en una rápida recuperación económica, lo que hace que aún sea más importante realizar mayores esfuerzos en el campo de las reformas estructurales.

5 Evolución de las finanzas públicas

Deterioro de los saldos presupuestarios en el año 2002, básicamente a consecuencia de la desaceleración económica

Por segundo año consecutivo, los saldos presupuestarios de la zona del euro sufrieron un deterioro en el año 2002. Los datos más recientes disponibles de Eurostat muestran un déficit medio del 2,2% del PIB en el año 2002, en comparación con un déficit del 1,6% en el 2001 (véase cuadro 10). Este acusado deterioro de las finanzas públicas, que ha devuelto el déficit a los niveles de 1998, puede atribuirse, fundamentalmente, a la debilidad de la actividad económica, la cual ha afectado a los resultados presupuestarios a través de los estabilizadores automáticos, así como a la evolución negativa de los ingresos públicos en una serie de países. Asimismo, las notables revisiones estadísticas que han experimentado las cifras de déficit correspondientes al año 2001, los deslizamientos del gasto y los cambios impositivos tuvieron un efecto negativo sobre los saldos presupuestarios del 2002 en algunos países. Casi ningún país logró cumplir los objetivos de saldo presupuestario contenidos en los programas de estabilidad presentados a finales del año 2001. La desviación media con respecto a esos objetivos fue sustancial, llegando a alcanzar un 1,3% del PIB.

La evolución de las finanzas públicas fue especialmente negativa en aquellos países con elevados desequilibrios presupuestarios ya en el año 2001. Alemania registró en el 2002 un déficit bastante superior al valor de referencia del 3% del PIB. Si se excluyen los ingresos procedentes de las UMTS, Francia registró una *ratio* de déficit del 3,2%, mientras que las *ratios* de Italia y Portugal no se situaron muy por debajo. En noviembre del 2002, el Consejo ECOFIN confirmó la existencia de un déficit excesivo en el año 2001 en Portugal y, en enero de 2003, hizo lo propio respecto al déficit de Alemania del 2002. En ambos casos, exigió la aplicación de medidas encaminadas a poner fin a esa situación y, además, en enero del 2003, el Consejo aprobó la recomen-

ción de formular una advertencia anticipada a Francia. En total, nueve países miembros registraron déficit durante el año 2002, frente a los seis del año precedente. Sólo Bélgica, Luxemburgo y Finlandia lograron saldos presupuestarios equilibrados o con superávit.

La *ratio* de gasto público en relación con el PIB de la zona del euro frenó su caída en el 2002, por vez primera desde 1993. Esta *ratio* aumentó en casi 0,5 puntos porcentuales, reflejando, entre otros factores, unos gastos más elevados en prestaciones por desempleo, como consecuencia de la debilidad de la situación económica. Si bien en algunas partidas concretas, como la sanidad, se ha registrado un gasto superior a lo presupuestado, no se han observado desviaciones generalizadas con respecto a los objetivos de gasto establecidos. El gasto por intereses en porcentaje del PIB sólo experimentó una leve caída en el año 2002. El lento crecimiento de los ingresos impositivos cabe atribuirlo, principalmente, a la debilidad de la actividad económica, ya que no se introdujeron reformas tributarias de gran calado. Otros factores que contribuyeron a reducir el crecimiento de la recaudación impositiva fueron los sustanciales recortes impositivos introducidos en años anteriores y los efectos negativos relacionados con la evolución de los beneficios de las empresas y de los precios de los activos.

La *ratio* de deuda de la zona del euro se redujo en 1 punto porcentual en el año 2002, hasta situarse en un 69,1% del PIB. Los ajustes entre déficit y deuda, que no se reflejan en las cifras de déficit pero que tienen un efecto sobre la deuda pública bruta, disminuyeron el endeudamiento público y 0,2 puntos porcentuales del PIB. En Grecia y en Finlandia, este factor contribuyó a reducir el ritmo de descenso de la *ratio* de deuda. En Bélgica, Grecia e Italia, la *ratio* de deuda pública bruta permaneció por encima del 100%. Las *ratios* de deuda se incrementaron en tres de los cuatro países con déficit elevados. En Italia, la reducción de la *ratio* de deuda ha sido, básicamente, el resultado de una operación

Cuadro 10

Déficit, deuda y operaciones de las Administraciones Públicas en la zona del euro

(en porcentaje del PIB)

Superávit (+) o déficit (-) de las Administraciones Públicas

	1999	2000	2001	2002
Zona del euro	-1,3	-1,0	-1,6	-2,2
Bélgica	-0,5	0,1	0,3	0,0
Alemania	-1,5	-1,4	-2,8	-3,6
Grecia	-1,8	-1,9	-1,9	-1,2
España	-1,2	-0,9	-0,1	-0,1
Francia	-1,8	-1,4	-1,6	-3,2
Irlanda	2,3	4,3	1,1	-0,3
Italia	-1,7	-1,8	-2,6	-2,3
Luxemburgo	3,5	6,1	6,4	2,6
Países Bajos	0,7	1,5	0,1	-1,1
Austria	-2,3	-1,9	0,3	-0,6
Portugal	-2,8	-3,2	-4,2	-2,7
Finlandia	2,0	6,9	5,1	4,7

Deuda bruta de las Administraciones Públicas

	1999	2000	2001	2002
Zona del euro	72,7	70,2	69,2	69,1
Bélgica	114,9	109,6	108,5	105,4
Alemania	61,2	60,2	59,5	60,8
Grecia	105,1	106,2	107,0	104,9
España	63,1	60,5	56,9	54,0
Francia	58,5	57,2	56,8	59,1
Irlanda	49,3	39,3	36,8	34,0
Italia	114,9	110,6	109,5	106,7
Luxemburgo	6,0	5,6	5,6	5,7
Países Bajos	63,1	55,8	52,8	52,6
Austria	67,5	66,8	67,3	67,9
Portugal	54,3	53,3	55,6	58,0
Finlandia	47,0	44,5	43,8	42,7

Fuentes: Previsiones económicas de otoño del 2002 de la Comisión Europea y cálculos del BCE.

Nota: Los datos se basan en el SEC 95 e incluyen la información disponible hasta el 17 de marzo de 2003. Los saldos presupuestarios excluyen los ingresos procedentes de la venta de licencias UMTS.

financiera que tuvo un importante efecto de carácter puntual.

La orientación de la política fiscal de la zona del euro, medida por la variación del superávit primario ajustado de ciclo, conforme a los datos de la Comisión Europea, fue algo más expansiva en el año 2002, al igual que había sucedido en el 2001. Esta relajación ha sido evidente en la mayor parte de los países. En términos generales, se ha debido a una caída de los ingresos, aunque el intenso crecimiento del gasto ha desempeñado también un papel importante en algunos países. Sólo en

España, Holanda y Portugal, la orientación de la política fiscal pasó a ser más restrictiva.

Las situaciones presupuestarias saneadas deben seguir siendo la prioridad principal

Según los programas de estabilidad presentados a finales del 2002 y a comienzos del 2003, el déficit de la zona del euro se reducirá en 0,4 puntos porcentuales durante el año 2003, hasta situarse en un 1,8% del PIB. A finales de febrero del 2003, Austria era el único país que no había presentado un programa de

estabilidad actualizado. Los efectos positivos de la contención del gasto y de la continua caída de los pagos por intereses compensarán con creces los efectos negativos de las modestas tasas de crecimiento económico y de ciertos recortes impositivos que se han programado. En algunos países, la mejora de la situación presupuestaria prevista obedece también a las perspectivas de una intensa recuperación económica durante el 2003. Se ha previsto una reducción de los déficit presupuestarios en Alemania, Francia y Portugal, pero situándose próximos al 3% del PIB durante el presente año. En el caso de Bélgica y España, se prevén unos saldos presupuestarios equilibrados, mientras que en Finlandia se espera el mantenimiento del superávit. En otros Estados miembros, se estiman déficit entre reducidos y moderados para el año 2003. Se prevé que el déficit presupuestario medio de la zona del euro se reduzca en el 2004, hasta situarse en un 1,1% del PIB, favorecido por la continuidad de la recuperación económica y el saneamiento presupuestario en los países con déficit elevados.

Las previsiones acerca del saldo primario ajustado de ciclo de la zona del euro, basadas en los cálculos contenidos en los programas de estabilidad, apuntan hacia una mejora en torno al 0,5% del PIB en el año 2003 y a otra de un porcentaje similar en el 2004. Se espera que, en promedio, la *ratio* de gasto público de la zona del euro retome su trayectoria descendente, al tiempo que se estima que los recortes impositivos anunciados para el 2003 serán moderados. Los riesgos para estas proyecciones fiscales proceden de un entorno macroeconómico menos favorable, de posibles desviaciones del gasto y de nuevos recortes impositivos.

El 7 de octubre de 2002, el Eurogrupo acordó una estrategia fiscal para los países que presentan desequilibrios presupuestarios. En esa reunión, se concluyó que dichos países tendrían que llevar a cabo un saneamiento anual continuado del saldo estructural (es decir, el saldo presupuestario ajustado de ciclo y, caso por caso, neto también de medidas de carác-

ter puntual) de al menos un 0,5% del PIB. Los países con déficit excesivos estarán obligados a realizar un saneamiento superior. Todos los ministros, salvo uno, aceptaron que esta estrategia debería comenzar ya a aplicarse en los presupuestos del año 2003. Además, se llegó al acuerdo de que la senda de ajuste habría de basarse en supuestos económicos realistas y en un plan detallado de medidas.

De los países con desequilibrios presupuestarios, se estima que Grecia, Francia e Italia no cumplirán el requisito de saneamiento mínimo en el año 2003. Por otra parte, se espera que Alemania y Portugal reduzcan sus déficit estructurales en más del 0,5% del PIB, dado el elevado nivel de sus déficit, mediante la aplicación de medidas de incremento de los ingresos y de contención de los gastos. En Austria, reaparecieron los desequilibrios presupuestarios.

Los países que ya han logrado situaciones presupuestarias saneadas debieran asegurarse de que no aparezcan nuevos desequilibrios. El libre funcionamiento de los estabilizadores automáticos es una estrategia adecuada, tanto en las fases alcistas del ciclo como en las bajistas. Sin embargo, varios de esos países han sido testigos durante el año 2002 de la reaparición de déficit no despreciables. Este hecho subraya la importancia del mantenimiento de unos márgenes de seguridad presupuestaria, sobre todo debido a la gran sensibilidad que presentan las finanzas públicas ante cambios súbitos en el entorno económico.

El cumplimiento de las normas de carácter presupuestario del Pacto de Estabilidad y Crecimiento favorece la estabilidad económica y, como tal, resulta un complemento necesario de una política monetaria centrada en la estabilidad de precios. Asimismo, el logro y el mantenimiento de situaciones presupuestarias saneadas ofrecen un cierto margen de maniobra a la hora de afrontar los previsibles desafíos presupuestarios que plantea el envejecimiento de la población.

Avances limitados en la reforma estructural de las finanzas públicas

La actual situación económica subraya de nuevo la necesidad de acometer una reforma estructural de las finanzas públicas. Si bien sólo a medio plazo se podrá disfrutar de todos sus beneficios, la puesta en marcha en el momento actual de una reforma aumentará la confianza, promoviendo así el crecimiento económico en el corto plazo. Este resultado se obtendrá especialmente si aquella se incluye dentro de una estrategia de reforma integral que combine una reducción del gasto con recortes impositivos y un saneamiento presupuestario. La disciplina fiscal no sólo fomenta la confianza mediante la sostenibilidad de las finanzas públicas, sino que, además, permite que puedan dejarse funcionar libremente los estabilizadores automáticos (véase recuadro 6).

Las reformas estructurales son particularmente urgentes en la vertiente del gasto. Entre los elementos que han de examinarse se encuentra la provisión de los bienes y servicios públicos que son necesarios para el aumento del producto potencial, así como las medidas encaminadas a reducir los desincentivos al trabajo resultantes de los programas de sostenimiento de rentas. Las reformas impositivas desempeñan asimismo un papel primordial en la mejora del funcionamiento del mercado de trabajo. En vista de las impli-

caciones presupuestarias del envejecimiento de la población, unas reformas tributarias y del gasto bien diseñadas son fundamentales para aumentar la eficiencia y promover el crecimiento económico, reducir los desequilibrios presupuestarios, garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas a largo plazo y atemperar la carga impositiva implícita que habrán de soportar las generaciones futuras.

En la actualidad, no está teniendo lugar ninguna reducción o reorganización importante del gasto orientada al crecimiento económico. El alcance de las reformas tributarias introducidas en el año 2002 ha sido limitado en comparación con las de años precedentes, y los recortes impositivos previstos para los próximos años en los programas de estabilidad se aplicarán gradualmente. Con respecto al envejecimiento de la población, han sido escasos los avances realizados en la puesta en marcha de medidas que contribuyan a la sostenibilidad de las finanzas públicas a largo plazo. Las reformas de los sistemas de pensiones han sido, a lo sumo, parciales. La introducción y difusión de los sistemas de capitalización como mecanismos complementarios de la reforma de los sistemas básicos de reparto está teniendo lugar a un ritmo muy lento. En conjunto, han continuado siendo insuficientes los progresos realizados por las finanzas públicas en el ámbito de la función promotora del crecimiento económico.

Recuadro 6

Finanzas públicas y estabilización económica

Las finanzas públicas pueden fomentar la estabilidad económica por diversas vías. En primer lugar, unas finanzas públicas sostenibles son un elemento básico para garantizar la estabilidad a largo plazo, ya que unos niveles de deuda y déficit insostenibles socavan el crecimiento y obligan a los países, en última instancia, a poner en marcha medidas de ajuste de gran calado, con sus perniciosos efectos colaterales. En segundo lugar, la política fiscal puede contribuir a la estabilidad a corto plazo mediante la amortiguación de las fluctuaciones cíclicas. En caso de no intervenir las autoridades fiscales, el presupuesto reacciona automáticamente ante las fluctuaciones económicas, constituyendo una influencia estabilizadora. La observancia del marco fiscal de la UE permite mantener la función estabilizadora de las finanzas públicas, al tiempo que se preserva su sostenibilidad a largo plazo.

Estabilización fiscal automática mediante los gastos e ingresos públicos

Los estabilizadores fiscales de carácter automático se derivan de ciertas características de los sistemas impositivos y de las transferencias sociales, así como de la flexibilidad de algunas importantes partidas de gasto, ante la presencia de fluctuaciones económicas. La recaudación impositiva evoluciona, básicamente, en proporción a la actividad económica, aumentando en las fases alcistas del ciclo y moderándose durante las fases bajistas. Con la excepción de los desembolsos relacionados con la protección frente al desempleo, la mayor parte del gasto público está comprometida en los presupuestos anuales y, en líneas generales, no se ve afectada por las fluctuaciones cíclicas. La demanda total, y, por tanto, la actividad económica, recibe un impulso durante una desaceleración del crecimiento como consecuencia de los menores impuestos que han de pagar los hogares y las empresas. La totalidad de los beneficios derivados del funcionamiento de los estabilizadores automáticos sólo puede alcanzarse con unas finanzas públicas sostenibles, ya que, en caso contrario, los agentes económicos ajustan su comportamiento, al anticipar las probables medidas fiscales del futuro.

La política fiscal discrecional no es, por lo general, adecuada para el control de la demanda a corto plazo

Los esfuerzos realizados en el pasado por controlar la demanda agregada mediante una política fiscal discrecional han sido numerosos, si bien contraproducentes a menudo. Las medidas discrecionales están sujetas a retardos de aplicación, mientras que su anulación presenta dificultades, por lo que terminan convirtiéndose con frecuencia en políticas fiscales procíclicas. Por el contrario, los estabilizadores automáticos ofrecen ajustes oportunos, simétricos y previsibles, al estar directamente en función de la estructura de la economía. Las políticas discrecionales se precisan, sobre todo, para llevar a cabo saneamientos presupuestarios y acometer cambios en la estructura de las finanzas públicas.

El marco fiscal de la UE: sostenibilidad y estabilización

Los principales objetivos del marco fiscal de la UE son el logro y el mantenimiento de unas finanzas públicas sostenibles, así como de la función estabilizadora de las políticas fiscales. Las disposiciones del Tratado obligan a los Estados miembros a evitar déficits públicos excesivos (artículo 104) que superen unos determinados valores de referencia (3% del PIB para el déficit y 60% del PIB para la *ratio* de deuda), a menos que se den determinadas condiciones. El Pacto de Estabilidad y Crecimiento es el garante de la función estabilizadora de las finanzas públicas dentro de este marco de disciplina fiscal. Merced a este Pacto, los países se comprometen a mantener a medio plazo una situación presupuestaria cercana al equilibrio o con superávit, al objeto de que los saldos presupuestarios puedan fluctuar durante el ciclo económico sin que exista el riesgo de incurrir en un déficit excesivo. En el caso de una severa recesión o de circunstancias que escapen al control del gobierno, y a fin de evitar una política procíclica inadecuada, los citados valores de referencia podrían sobrepasarse sin que se iniciase el procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo.

6 Entorno macroeconómico mundial, tipos de cambio y balanza de pagos

La recuperación de la economía mundial continuó siendo débil

Tras la desaceleración experimentada en el año 2001, a inicios del 2002 comenzó la recuperación, a un ritmo moderado, de la economía mundial. En términos interanuales, se estima que el crecimiento del PIB mundial se

incrementó hasta alcanzar en el 2002 un 3,1%, frente al 2,3% registrado en el año 2001. Los resultados económicos obtenidos en distintas partes del mundo se han caracterizado por su notable diversidad. Los principales motores de ese mayor crecimiento mundial han sido la fortaleza de la demanda de los hogares en Estados Unidos, la recuperación observada en

Asia, excepto Japón, y el crecimiento, relativamente sostenido, de los países candidatos a la adhesión a la UE. Sin embargo, a medida que avanzaba el año 2002, la recuperación mundial fue perdiendo intensidad con respecto a las expectativas iniciales, al tiempo que crecía la incertidumbre acerca de su sostenibilidad. Las perspectivas de la economía mundial se vieron particularmente afectadas por la volatilidad existente en los mercados financieros, como reflejo de nuevas caídas de las cotizaciones bursátiles y del aumento de las tensiones geopolíticas.

En Estados Unidos, la recuperación fue menos intensa de lo esperado, al tiempo que persistían los desequilibrios, especialmente en el sector de hogares y en la balanza por cuenta corriente. Mientras tanto, la modesta e incipiente expansión que venía registrando la economía japonesa se desaceleró durante la segunda mitad del año, en un entorno de pérdida de vigor de la demanda externa. No obstante, la fortaleza de la demanda interna en Asia, excluido Japón, contribuyó a sostener el crecimiento mundial durante el segundo semestre del 2002, compensando –en parte– los efectos procedentes de una economía estadounidense algo menos dinámica y de la debilidad de la actividad en Japón.

En Estados Unidos, el crecimiento del PIB aumentó hasta el 2,4% en el 2002, en comparación con el escaso 0,3% registrado en los tres primeros trimestres del 2001. En consonancia con la recuperación observada en el 2002, la productividad en el sector de empresas no agrarias creció con fuerza. La fortaleza del gasto de los hogares, basada en un intenso crecimiento del consumo privado y de la inversión en vivienda, ha sido un determinante fundamental del crecimiento del PIB en el año 2002. En términos interanuales, el consumo privado creció de forma notable, alcanzando un 3,1% en el conjunto del año, si bien experimentó una desaceleración en el cuarto trimestre. El consumo de bienes duraderos –en particular, de vehículos a motor y sus accesorios– realizó una contribución muy

importante al crecimiento del PIB en el verano, dados los incentivos incorporados en el crédito al consumo. El gasto de los hogares se ha beneficiado sustancialmente de los recortes impositivos, que han elevado el crecimiento de la renta disponible hasta situarse en un 5,9% en el año 2002. Otro factor con efectos positivos sobre el gasto de los hogares ha sido la fortaleza del mercado inmobiliario, en el que la inversión de los hogares en vivienda se ha visto favorecida por unos tipos de interés hipotecarios históricamente reducidos, lo que ha compensado en cierta medida los efectos riqueza negativos resultantes del descenso acumulado que han experimentado los precios de los valores de renta variable. A pesar del vigor mostrado por el crecimiento del consumo, la ratio de ahorro con respecto a la renta disponible aumentó en el 2002 hasta un 3,9%, frente al 2,3% en el año 2001, lo que podría ser un reflejo del aumento de la incertidumbre provocada por las turbulencias en los mercados financieros y del deterioro gradual de las perspectivas futuras de empleo.

Por otra parte, la inversión empresarial se redujo de nuevo en el año 2002, en consonancia con una rentabilidad de las empresas relativamente reducida y con una preocupación sobre la existencia de malas prácticas en el seno de las empresas. El crecimiento del consumo y de la inversión del sector público siguió siendo intenso durante todo el año, mientras que la contribución al crecimiento económico de la inversión en existencias ha sido ligeramente positiva en el conjunto del año. Por lo que respecta a las cifras de comercio exterior, el crecimiento de las importaciones en términos reales fue considerablemente superior al de las exportaciones durante la mayor parte del año. De acuerdo con ello, el déficit por cuenta corriente creció en el año 2002 hasta situarse en torno al 5% del PIB. En este contexto, siguen persistiendo en Estados Unidos algunos de los desequilibrios internos surgidos a finales de la década de los noventa, mientras que el desequilibrio frente al resto del mundo continúa deteriorándose (véase recuadro 7).

Recuadro 7

Evolución de los desequilibrios de la economía de Estados Unidos

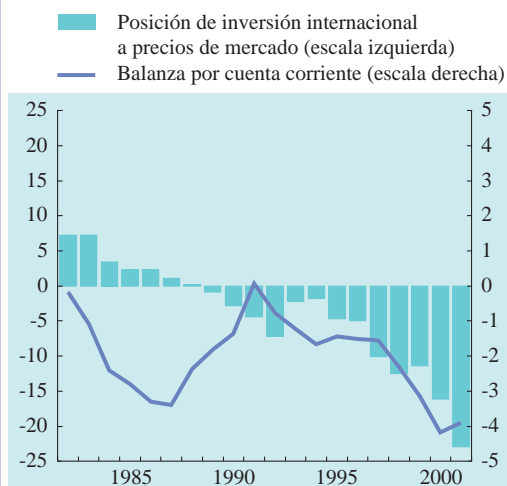
La acumulación de desequilibrios en el sector de hogares y en la balanza por cuenta corriente fue uno de los elementos más notables que caracterizaron el prolongado período de crecimiento de la economía estadounidense durante la segunda mitad de los años noventa. La vigorosa demanda interna, que fue el principal motor del ciclo económico precedente en Estados Unidos, se desarrolló a expensas de una acumulación continua de deuda, tanto en el ámbito de los hogares como a escala nacional. Estos desequilibrios no llegaron a corregirse durante la recesión por la que atravesó la economía estadounidense durante el año 2001 y, en consecuencia, es probable que supongan una rémora para su recuperación.

En los diez últimos años, el extraordinario crecimiento de la economía de Estados Unidos ha venido acompañado de un déficit creciente de la balanza por cuenta corriente (desde el 0,8% del PIB en 1992 al 3,9% en el 2001 y en torno al 5% en el 2002). Al contrario que en ocasiones precedentes, el saldo de la balanza por cuenta corriente de Estados Unidos no ha mejorado de forma significativa a pesar de la desaceleración económica del año 2001. De hecho, el déficit ha crecido aún más durante el 2002, tras un corto período de leve reducción en el 2001. El saldo pasivo neto de la posición de inversión internacional del país se situó en torno al 25% del PIB en el año 2001 (véase gráfico A). La estructura de los flujos de financiación del déficit de la balanza por cuenta corriente de Estados Unidos cambió de forma notable en los últimos años. Mientras que en 1999 y en el 2000, las entradas se concentraron en la adquisición de activos privados –principalmente acciones–, a partir del 2001 las preferencias de los inversores se orientaron de forma creciente hacia la deuda pública. Esto ha tenido efectos sobre la sostenibilidad del déficit por cuenta corriente, en la medida en que, a diferencia de las acciones, la emisión de bonos genera obligaciones de pago futuras.

El prolongado déficit de la balanza por cuenta corriente también ha incrementado notablemente la dependencia que tiene Estados Unidos de unas continuas entradas de capital. Merece la pena resaltar que, en los dos últimos años, este país ha pasado a depender, casi por completo, de las entradas de capital materializadas en valores de renta fija, ya que las entradas exteriores netas de inversiones directas y de inversiones de cartera en acciones y participaciones han registrado un descenso sustancial. La estructura de los flujos financieros también puede haber afectado al ritmo de una posible corrección del déficit de la balanza por cuenta corriente. Así,

Gráfico A: Balanza por cuenta corriente y posición de inversión internacional de Estados Unidos

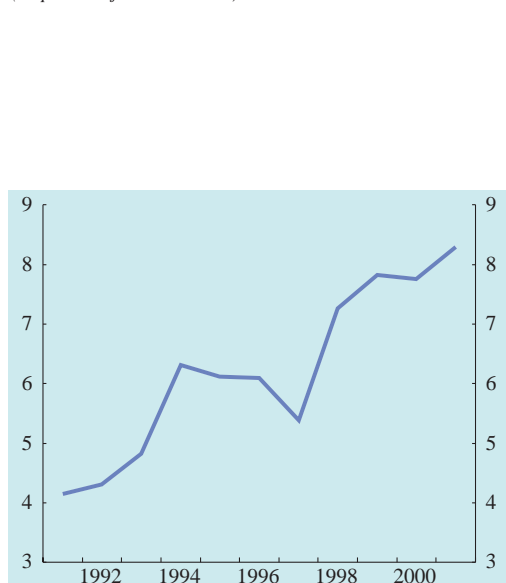
(en porcentaje del PIB)



Fuente: Oficina de Análisis Económico de Estados Unidos.

Gráfico B: Endeudamiento de los hogares

(en porcentaje del consumo)



Fuente: Gobierno Federal de Estados Unidos.

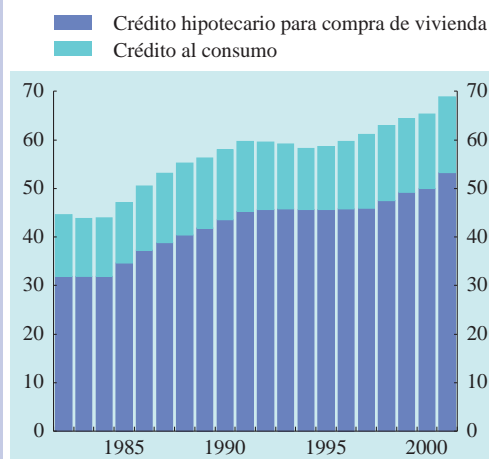
mientras que el endeudamiento mediante la emisión de valores de renta fija, genera un flujo de reembolsos determinado de antemano, las transferencias de renta resultantes de las inversiones exteriores directas dependen, en gran medida, de la evolución económica.

El aumento de la deuda externa de Estados Unidos se ha visto agravado por el incremento del endeudamiento interno, relacionado básicamente con la deuda de los hogares. Entre los años 1997 y 2001, el endeudamiento de los hogares creció en ese país a una tasa interanual superior a la del PIB nominal. Así, ese endeudamiento se duplicó desde unos 300 mm de dólares (un 3,6% del PIB) hasta situarse en torno a 600 mm de dólares (un 5,7% del PIB), alcanzando nuevos máximos históricos también en términos reales. Si bien el endeudamiento de los hogares desempeñó un importante papel a la hora de sostener el gasto de consumo, especialmente durante el año 2001, su vertiente negativa radica en el rápido crecimiento de la deuda de los hogares estadounidenses, hasta situarse en torno al 70% del PIB en ese año (véanse gráficos B y C). En Estados Unidos, el endeudamiento de un hogar “medio” se encuentra próximo a su renta disponible anual y está compuesto de crédito hipotecario en un 75% y de crédito al consumo en el 25% restante.

En consecuencia, la carga del servicio de la deuda de los hogares, definida como la *ratio* de los pagos por intereses y amortización de la deuda con respecto a la renta personal disponible, ha aumentado de manera considerable en los últimos años, para situarse en torno al 14% durante el tercer trimestre del año 2002. Este aumento de la *ratio*, que ha retornado al nivel máximo anterior registrado a mediados de la década de los ochenta, ha tenido lugar a pesar de la fuerte caída de los tipos de interés. Este mayor endeudamiento, en combinación con el descenso de los precios de los activos financieros, también ha contribuido a la reducción de la riqueza neta de los hogares (que incluye tanto los activos financieros como los inmobiliarios) en porcentaje de la renta disponible, habiendo disminuido desde un nivel máximo superior al 600% a finales del año 1999 hasta un 365% en el tercer trimestre del 2002.

En conclusión, los desequilibrios internos y externos de la economía de Estados Unidos no se han reducido de manera significativa durante su reciente desaceleración. En concreto, el déficit de la balanza por cuenta corriente en porcentaje del PIB se deterioró en el 2002 en casi un punto porcentual con respecto al año 2001. Además, el notable aumento del endeudamiento de los hogares y la caída de la riqueza neta de éstos que se han venido registrando en ese país durante los dos últimos años han generado inquietud sobre la solidez y la intensidad de la recuperación económica. El nivel de endeudamiento interno y externo alcanzado ha incrementado de forma sustancial la vulnerabilidad de Estados Unidos frente a perturbaciones, tales como una caída de la confianza de los inversores o un deterioro súbito de las perspectivas de crecimiento futuro. La reaparición del déficit presupuestario a partir del año 2001 ha aumentado también la preocupación existente acerca de la sostenibilidad de los citados desequilibrios.

Gráfico C: Deuda de los hogares
(en porcentaje del PIB)



Fuente: Gobierno Federal de Estados Unidos.

En Estados Unidos, la inflación medida por los precios de consumo se ha mantenido relativamente moderada en el año 2002, mientras que la inflación medida por los precios industriales fue negativa durante la mayor parte del año. A pesar de un aumento sostenido de los precios del petróleo, la intensidad de las presiones inflacionistas internas en el transcurso del 2002 ha sido, en general, débil como consecuencia de las reducidas tasas de utilización de la capacidad productiva y el fuerte crecimiento de la productividad. Durante el pasado año, la inflación interanual, medida por el índice de precios de consumo y por el índice de precios industriales, bajó a niveles del 1,6% y del -1,3%, respectivamente, frente al 2,8% y el 2% registrados en el año 2001. La inflación medida por el índice de precios de consumo, excluidos los alimentos y la energía, descendió hasta el 2,3% durante el 2002, desde el 2,7% en el año precedente. Al mismo tiempo, la inflación medida por el índice de precios industriales, excluidos los alimentos y la energía, se redujo hasta el 0,1% en el año 2002, frente al 1,4% registrado en el 2001.

Los tipos de interés se han mantenido en mínimos históricos a lo largo del año 2002. Además de los 425 puntos básicos de reducción del tipo de interés de los fondos federales en 2001, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC) disminuyó 50 puntos básicos en noviembre del 2002, hasta situar el tipo de interés de referencia de los fondos federales en el 1,25%. Tras esta decisión, el Comité modificó su apreciación de las perspectivas futuras de la economía desde “riesgo de debilidad” hasta “situación equilibrada”. La política fiscal ha sido claramente expansiva en el año 2002, puesto que el saldo del presupuesto federal pasó desde un superávit del 1,3% en el ejercicio 2001 hasta un déficit del 1,5% en el ejercicio 2002. Este cambio de signo del saldo presupuestario obedece, en gran medida, a la aplicación de medidas fiscales de carácter expansivo –en particular, del primer plazo de las reducciones tributarias aprobadas por el Congreso a mediados del año 2001 y del conjunto de medidas de estímulo fiscal adoptadas en marzo del 2002–, así

como, en menor medida, a la respuesta automática del saldo presupuestario al ciclo económico.

En Japón, la actividad económica experimentó un leve repunte, básicamente como consecuencia del aumento de la demanda externa registrado durante el primer semestre del año 2002. El fuerte crecimiento de las exportaciones, dirigidas sobre todo a las economías emergentes de Asia, se tradujo en un sustancial aumento de la producción industrial. Sin embargo, el ritmo de expansión económica se desaceleró durante el segundo semestre del año, ante la moderación del crecimiento de la demanda externa y el aumento de las incertidumbres geopolíticas. A consecuencia de dicha moderación, el incremento de las exportaciones perdió su vigor y el signo de la contribución del comercio exterior al crecimiento del PIB cambió a negativo durante el tercer trimestre, aunque repuntó en el cuarto trimestre del año. La debilidad de la inversión privada ha continuado a lo largo del año, como consecuencia –en parte– de los persistentes problemas en los balances de las empresas y del exceso de capacidad productiva, así como de la inquietud existente sobre las perspectivas económicas futuras. En su conjunto, la economía creció un 0,3%.

Las presiones deflacionistas persistieron a lo largo del 2002, habiendo registrado el IPC una caída media del 0,9%. En este entorno, el Banco de Japón elevó en 5 billones de yenes su banda de objetivos para el saldo vivo de las cuentas corrientes en dicho Banco, hasta situarla en el intervalo de 15 a 20 billones de yenes. Asimismo, incrementó sus compras mensuales de deuda pública a largo plazo hasta un importe de 1,2 billones de yenes. Por otro lado, y al objeto de facilitar la solución del problema de los créditos morosos y garantizar la estabilidad financiera, el Banco de Japón publicó el 11 de octubre los detalles de un plan de adquisición de acciones que supone la compra, a precios de mercado, de acciones por un importe de 2 billones de yenes a las entidades de crédito cuyas Carteras de renta variable fuesen superiores al Tramo I de sus recursos propios. A finales

del mes de octubre, el gobierno anunció un nuevo plan para hacer frente al problema de los créditos morosos. El objetivo de este plan consiste en que, al término del ejercicio 2004, la *ratio* de morosidad se haya reducido a la mitad. Asimismo, contempla un endurecimiento de la valoración de los activos bancarios e incluye un examen de la necesidad de contar con un nuevo marco para introducir fondos públicos en las instituciones financieras. Asimismo, el plan prevé la creación de una nueva institución que tendrá por misión el saneamiento de los prestatarios viables. Por lo que respecta a la política fiscal, el Parlamento japonés aprobó a comienzos del año 2003 un presupuesto suplementario para el ejercicio fiscal 2002 por un importe de 2,5 billones de yenes, que se dedicará a reforzar la red de protección social de los desempleados y a apoyar a las pequeñas y medianas empresas.

En Asia, excluido Japón, la recuperación económica del año 2002 fue más intensa de lo inicialmente esperado. Esta mayor intensidad puede atribuirse a dos factores básicos. En primer lugar, la demanda externa fue más vigorosa de lo previsto, incluida la de bienes como los de tecnología de la información y las comunicaciones (TIC). Esta evolución se combinó con un crecimiento económico superior a lo previsto en China, lo que favoreció una mayor absorción de exportaciones de los países de la región. En segundo lugar, se produjo una recuperación –de intensidad diversa– de la demanda interna en estos países. En términos generales, una situación más favorable del mercado de trabajo y una mayor renta disponible –como reflejo de los efectos de transmisión positivos procedentes del sector exterior–, en combinación con una demanda contenida de los hogares y unas medidas de fomento de la actividad por parte de la política económica contribuyeron a impulsar la demanda interna.

En el año 2002, las tasas de crecimiento interanual del PIB más elevadas de la región se han registrado en China y Corea del Sur,

situándose, respectivamente, en el 8% y el 6%, lo que es síntoma de un crecimiento generalizado de todos los sectores de estas economías. En contraposición, la actividad económica de Hong-Kong y Singapur durante el año 2002, a pesar de experimentar una recuperación con respecto al crecimiento negativo del 2001, continuó siendo débil, situándose sus tasas de crecimiento, respectivamente, en el 2,3% y el 2,2%, dado el escaso vigor del consumo privado. Al mismo tiempo, las presiones deflacionistas persistieron en China y Hong-Kong, lo que refleja la existencia de distintas restricciones económicas, incluidos factores estructurales en China y presiones en Hong-Kong a favor de la equiparación de las remuneraciones de los factores productivos con las de China. La deflación en Singapur y Taiwan fue reflejo de situaciones de exceso de capacidad productiva y mostró señales de estar concluyendo hacia finales de 2002.

En los países candidatos a la adhesión a la UE, la ralentización del crecimiento observada a lo largo del año 2002 no fue muy acusada. Aunque los efectos sobre la demanda externa de la desaceleración de la economía mundial fueron importantes, la demanda interna y, en particular, el consumo privado continuaron creciendo a tasas sostenidas en la mayor parte de estos países. Sin embargo, varios de ellos experimentaron un deterioro generalizado de su situación presupuestaria, deterioro que sólo se puede atribuir en parte a una evolución cíclica menos favorable. Unas brechas de producción de signo negativo y unas políticas monetarias prudentes, en combinación con la apreciación frente al euro de la mayoría de las monedas de estos países, contribuyeron también a una desaceleración de las presiones inflacionistas (véase capítulo VI).

En Turquía, el crecimiento económico volvió a ser positivo en el año 2002, tras la profunda recesión y la crisis financiera del año anterior. La recuperación se inició en el sector exterior, favorecido por la enorme ganancia de competitividad resultante de la intensa

depreciación de la lira turca, mientras que el crecimiento del consumo privado comenzó a registrar tasas moderadamente positivas a partir del segundo trimestre del año. No obstante, el debilitamiento de la lira contribuyó de forma decisiva al incremento de la *ratio* de deuda externa y a un repunte transitorio de las presiones inflacionistas, que se fueron disipando a medida que iba transcurriendo el año. En términos interanuales, la inflación medida por los precios de consumo cayó desde el 73% registrado en enero del 2002 hasta el 30% en diciembre del mismo año, por debajo del objetivo que se había fijado el banco central de finalizar el año con una tasa del 35%.

La economía rusa continuó creciendo a un ritmo relativamente sostenido por tercer año consecutivo, registrando un menor crecimiento del PIB real, desde una tasa del 5% en el año 2001 a la de 4,3% en el 2002. El crecimiento del consumo siguió siendo intenso, mientras que la demanda de inversión, respaldada por los elevados precios del petróleo, se desaceleró, aunque continuó siendo positiva. Las presiones inflacionistas se relajaron en cierta medida, con la tasa de inflación cayendo desde el 18,6% en el año 2001 hasta el 15% durante el pasado año. El superávit de la balanza por cuenta corriente continuó reduciéndose a lo largo del 2002, dado que la intensa recuperación del crecimiento de las importaciones se situó muy por encima del aumento de las exportaciones.

En América Latina, el crecimiento positivo registrado en los dos mayores países (Brasil y México) contrastó con la profundización de la crisis económica en Argentina. Esta crisis ha tenido un impacto negativo sobre la región considerablemente superior a lo esperado, provocando incluso que el crecimiento del producto real en el conjunto de la región haya sido negativo. El PIB real de Argentina sufrió una contracción de dos dígitos, en un entorno caracterizado por importantes restricciones a los flujos financieros, que afectaron notablemente a la demanda interna. Estas restricciones financieras se debieron, en el ámbito interno, a la congelación de los depósitos

bancarios y, en el plano exterior, a la persistencia durante el pasado año del impago del servicio de la deuda pública argentina en manos de inversores privados que el gobierno de ese país anunció a finales de diciembre del 2001. Brasil se ha visto inmerso en unas importantes turbulencias financieras, como consecuencia de la creciente deuda pública y de la inquietud existente en los mercados respecto a la situación política en el país. Sin embargo, la economía brasileña ha mostrado indicios de fortaleza frente a esas turbulencias financieras. La economía de México ha experimentado una cierta recuperación con respecto a la intensa desaceleración del año 2001, a lo que han contribuido la positiva evolución económica de Estados Unidos, la persistencia de unos elevados precios del petróleo y la debilidad del peso. Esta recuperación económica ha permitido estabilizar la situación del mercado de trabajo, con una tasa de desempleo inferior al 3% al finalizar el año.

En media anual, los precios del crudo Brent han aumentado ligeramente desde los 24,4 dólares en el año 2001 hasta los 25 dólares en el 2002. Entre diciembre y febrero del 2003 se ha producido una subida sustancial de los precios, situándose el 28 de febrero de 2003 en 33,7 dólares. Estos elevados precios del petróleo han sido el resultado de una combinación de factores, entre los que cabe incluir una demanda mundial más fuerte, las escasas existencias de crudo y de productos refinados y el aumento de las tensiones geopolíticas. Los precios de los productos básicos no petrolíferos también experimentaron un aumento, básicamente como consecuencia de recortes de la producción de alimentos en respuesta a los bajos precios registrados durante el año anterior.

El euro se apreció frente a las principales monedas en el 2002

Tras un período de relativa estabilidad durante el primer trimestre del 2002, el euro experimentó una acusada apreciación en términos efectivos nominales, situándose muy

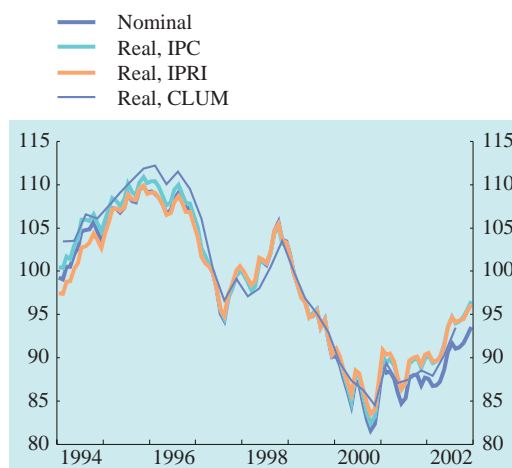
por encima de la media registrada en el año 2001 (véase gráfico 23). Esta evolución tuvo lugar en un contexto de mayor incertidumbre acerca de las perspectivas de crecimiento futuro de las principales áreas económicas, así como de bruscas caídas de los mercados bursátiles internacionales. En conjunto, a finales del año 2002, el tipo de cambio efectivo nominal del euro se situaba un 6,5% por encima del nivel registrado al inicio de ese año y casi un 9% por encima de la media del año 2001. El día 28 de febrero de 2003, fecha límite de los datos considerados para la elaboración del presente Informe Anual, el tipo de cambio efectivo nominal del euro se había apreciado un 8,3% con respecto a la media del año 2002. Por lo que se refiere a los tipos de cambio efectivos reales del euro, que se ajustan en función de los diferenciales de precios y costes laborales entre la zona del euro y los países con los que ésta comercia, han tenido una evolución bastante paralela a la del índice nominal (véase gráfico 23). Las diferencias básicas que pueden observarse son atribuibles, sobre todo, a las distintas trayectorias que han seguido los precios y los costes laborales unitarios en la zona del euro y en algunos de sus principales socios comerciales, particularmente en Japón.

Tras mantenerse estable en líneas generales frente al euro, a finales del 2001 y comienzos del 2002, el dólar estadounidense se depreció de manera bastante acusada con respecto al euro desde abril hasta finales del mes de julio del 2002. El deterioro del crecimiento económico de Estados Unidos puede haber influido en la depreciación generalizada del dólar. Las presiones sobre la divisa estadounidense se intensificaron como resultado de la inquietud existente en los mercados acerca del adecuado cumplimiento de las normas contables por parte de las empresas de ese país. Tras un período de relativa estabilidad a un nivel bastante elevado, el dólar se depreció de nuevo hacia finales del año 2002. Esta depreciación adicional podría atribuirse a una combinación de factores vinculados a la economía de Estados Unidos, a saber, el aumento de los diferenciales negativos de tipos de interés frente a la zona del euro, la preocupación en los

Gráfico 23

Tipos de cambio efectivos nominal y real ¹⁾

(datos mensuales/trimestrales; índice: 1 1999 = 100)



Fuente: BCE.

1) Un desplazamiento hacia arriba del índice representa una apreciación del euro. En el caso de los tipos de cambio reales, basados en los CLUM, las últimas observaciones, basadas en parte en estimaciones, corresponden al tercer trimestre del 2002.

mercados acerca del desequilibrio de la balanza por cuenta corriente, la aparición de un déficit presupuestario y la incertidumbre sobre las perspectivas de crecimiento económico futuro. Durante ese mismo período, los analistas también destacaron las crecientes tensiones geopolíticas como un factor adicional que afectaba negativamente a la cotización de la moneda estadounidense. A finales del año 2002, el euro cotizaba a 1,05 dólares, un 16% por encima del nivel registrado al inicio de ese año y algo más de un 17% por encima de la media del año anterior. El 28 de febrero de 2003, el euro cotizaba a 1,08 dólares, es decir, un 14% por encima de la media del año 2002.

Tras depreciarse frente al euro en los últimos meses del año 2001, el yen japonés permaneció relativamente estable durante la mayor parte del 2002. En el último trimestre del pasado año, el yen se debilitó a consecuencia, en parte, de la incertidumbre sobre las perspectivas de crecimiento de algunos de los principales mercados a los que se dirigen las exportaciones de Japón, así como de la preocupación acerca de la solución de los problemas que aquejan al sector financiero de ese

país. Esta situación contribuyó, a su vez, a una revisión a la baja de las perspectivas económicas internas por parte de las autoridades japonesas. El 31 de diciembre de 2002, el euro cotizaba a 124,39 yenes, es decir, un 4,1% por encima del nivel registrado al inicio de ese año y un 14,5% por encima de la media del año 2001. El día 28 de febrero de 2003, el euro cotizaba a 127,32 yenes, esto es, un 7,8% por encima de la media del año 2002.

En la última parte del año 2001, el franco suizo experimentó una apreciación frente a la totalidad de las principales monedas, incluido el euro, tras los atentados terroristas del 11 de septiembre de ese año acaecidos en Estados Unidos. Durante los tres primeros trimestres del 2002, la moneda suiza se mantuvo estable, en líneas generales, frente al euro, mientras que se apreciaba de manera acusada con respecto al dólar estadounidense. Hacia finales del año, el franco suizo volvió a apreciarse frente al resto de las principales divisas, en el contexto de una mayor aversión al riesgo en los mercados internacionales. A finales del 2002, el euro cotizaba a 1,45 francos suizos, es decir, un 2,1% por debajo del nivel registrado al inicio de ese año y un 3,9% por debajo de la media del año 2001. El día 28 de febrero de 2003, el euro cotizaba a 1,46 francos suizos, esto es, prácticamente al mismo nivel medio del año 2002.

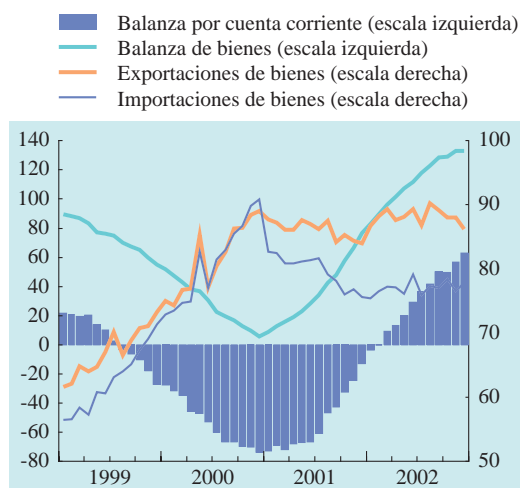
La balanza por cuenta corriente tuvo superávit durante el año 2002

La balanza por cuenta corriente de la zona del euro registró un superávit de 62,1 mm de euros en el año 2002, frente al déficit de 13,8 mm de euros contabilizado en el 2001 (todos los datos se refieren al Euro 12). Esta evolución obedece, básicamente, al sustancial aumento experimentado por el superávit de la balanza de bienes, de 75,8 mm de euros a 132,7 mm de euros (véase el gráfico 24). Los déficits de las balanzas de rentas y de transferencias corrientes se mantuvieron, en términos generales, sin cambios. El incremento del superávit de la balanza de bienes se ha debido, principalmente, a una importante

Gráfico 24

Balanza por cuenta corriente y balanza de bienes de la zona del euro

(mm de euros; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

Nota: Los datos corresponden al Euro 12. Saldos acumulados de doce meses. Los valores de las exportaciones y las importaciones de bienes y servicios son mensuales.

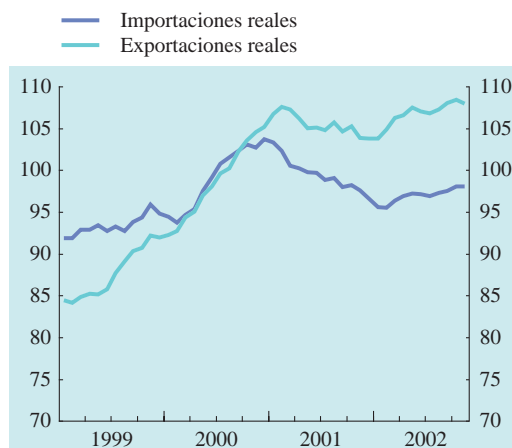
caída de las importaciones en términos nominales, junto a un pequeño aumento de las exportaciones.

La caída de las importaciones de bienes en términos nominales durante el año 2002 con respecto al año precedente está relacionada

Gráfico 25

Comercio con países no pertenecientes a la zona del euro ¹⁾

(índice: 2000 = 100; datos desestacionalizados; medias móviles de tres meses)



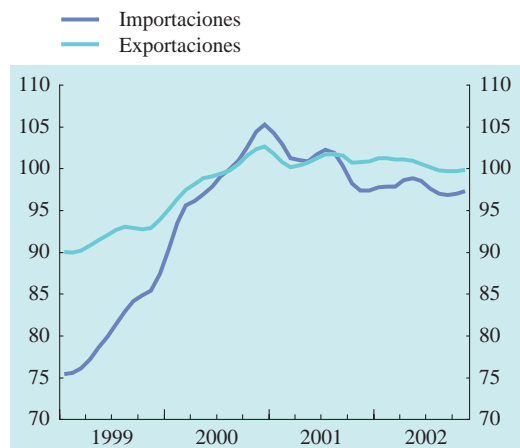
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.

1) Las últimas observaciones, basadas en parte en estimaciones, corresponden a noviembre del 2002.

Gráfico 26

Índices de valor unitario del comercio con países no pertenecientes a la zona del euro ¹⁾

(índice: 2000 = 100; sin desestacionalizar; media móvil de 3 meses)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.

1) Las últimas observaciones, basadas en parte en estimaciones, corresponden a noviembre del 2002.

con la evolución tanto de las importaciones reales como de sus precios (véanse gráficos 25 y 26). En primer lugar, los precios de las importaciones fueron inferiores en el año 2002 debido, básicamente, a la notable apreciación experimentada por el euro en el transcurso del año. En segundo lugar, las importaciones en términos reales se mantuvieron constantes, en líneas generales, durante todo el pasado año, a un nivel inferior al registrado en el 2001, en respuesta a la debilidad de la demanda existente en la zona del euro. Esta última evolución cabe atribuirla, fundamentalmente, a una reducción del gasto en algunas rúbricas intensivas en importaciones, sobre todo en bienes de equipo.

El escaso incremento de las exportaciones de bienes en términos nominales entre los años 2001 y 2002 fue paralelo a un aumento de las exportaciones en términos reales, en consonancia con la recuperación de la demanda externa durante el pasado año. Sin embargo, ese incremento no se tradujo en un aumento proporcional del valor de las exportaciones, ya que los precios de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro (medidos por los índices de valor unitario)

experimentaron una caída. Cabe la posibilidad de que los exportadores de la zona del euro hayan reducido sus márgenes al objeto de contrarrestar la pérdida de competitividad resultante de la apreciación del euro.

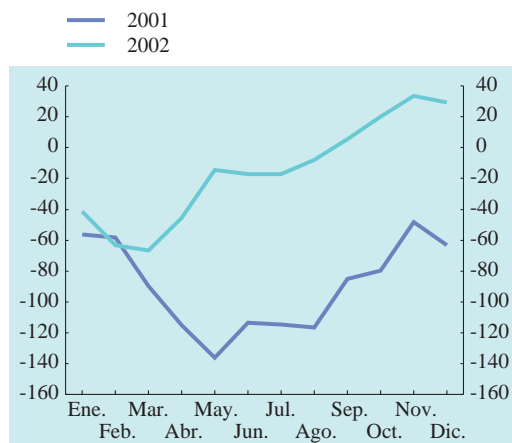
El agregado de inversiones directas y de cartera registró entradas netas en el 2002

El agregado de inversiones directas y de cartera pasó de registrar unas salidas netas de 63,4 mm de euros en el año 2001 a contabilizar unas entradas netas de 29,4 mm de euros en el 2002 (véase gráfico 27). Este cambio de signo es atribuible, en parte, a una brusca reducción de las salidas netas de inversiones directas entre el año 2001 (101,5 mm de euros) y el 2002 (21 mm de euros), la cual, a su vez, se ha debido básicamente a un notable descenso de las operaciones de fusión y adquisición de empresas (véase en el recuadro 8 un análisis detallado de la evolución de dichas operaciones en los últimos años). Además, las entradas netas de inversiones de cartera aumentaron en el 2002, totalizando 50,4 mm de euros, en un contexto de sustanciales descensos de las cotizaciones en los mercados bursátiles internacionales, que han provocado notables contracciones tanto de

Gráfico 27

Total de inversiones netas directas y de cartera de la zona del euro

(mm de euros; datos acumulados)



Fuente: BCE.

Nota: Una cifra positiva (negativa) indica una entrada (salida) neta.

las inversiones de cartera realizadas por residentes en la zona del euro en acciones y participaciones de empresas extranjeras, como de las inversiones de cartera realizadas por no residentes en esta zona en acciones y participaciones de empresas radicadas en la zona del euro. Asimismo, los residentes en esta zona redujeron sus inversiones de cartera en el exterior materializadas en valores de renta fija mientras que los no residentes en la zona aumentaron de forma considerable sus inversiones en valores de renta fija emitidos en la zona del euro.

Uno de los rasgos sobresalientes de las cuentas financieras durante el año 2002 ha sido el que los flujos totales de inversiones de cartera ya no estuvieran determinados básicamente por la evolución de las inversiones en acciones y participaciones, como había ocurrido durante la mayor parte del año 2001 y a comienzos del 2002, sino cada vez en mayor medida por inversiones materializadas en valores de renta fija. Dentro de esta última rúbrica, la zona del euro registró durante el pasado año entradas netas en los epígrafes de bonos y obligaciones (21 mm de euros) y salidas netas reducidas de instrumentos del mercado monetario (9,7 mm de euros). Es probable que la desaceleración económica mundial y las fuertes caídas de las cotizaciones bursátiles hayan contribuido a la citada evolución. Es interesante resaltar el incremento de la

inversión transfronteriza en instrumentos del mercado monetario, debido, posiblemente, a la mayor incertidumbre existente a escala internacional sobre la rentabilidad futura de las empresas. En concreto, durante el año 2002, los residentes en la zona del euro invirtieron 55,6 mm de euros en instrumentos del mercado monetario extranjeros, frente a los 20,7 mm de euros del año precedente, mientras que los inversores extranjeros invirtieron 45,9 mm de euros en instrumentos del mercado monetario de la zona del euro en el 2002, en comparación con los 4,5 mm del año anterior.

En conjunto, la balanza de pagos de la zona del euro durante el año 2002 combinó un superávit de la balanza por cuenta corriente con unas sustanciales entradas netas en el agregado de inversiones directas y de cartera. Una de las contrapartidas de las mencionadas entradas netas ha consistido en la realización por parte de las IFM de la zona del euro (excluido el Eurosistema) de operaciones a corto plazo, con el resultado de unas salidas netas por importe de 159,4 mm de euros. Como resultado, la posición neta frente al exterior de dichas IFM (excluido el Eurosistema) registró un cambio de signo desde una posición pasiva neta a finales del año 2001 hacia una posición activa neta al cierre del 2002.

Recuadro 8

Tendencia de las fusiones y adquisiciones internacionales entre 1990 y 2002

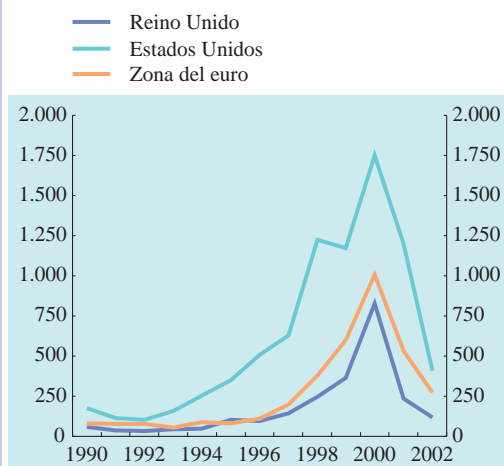
A finales de la década de los noventa y en los primeros años de la presente década tuvo lugar un auge de las operaciones de fusión y adquisición de empresas, especialmente en Europa y Estados Unidos. A pesar de que su importe ha disminuido de forma considerable desde el máximo alcanzado en el bienio 2000-2001, estas operaciones de fusión y adquisición de empresas han pasado a tener una gran trascendencia dentro de las economías estadounidense y europea, habiéndose realizado buena parte de ellas en los sectores tecnológico y de telecomunicaciones. Este recuadro tiene por objeto la presentación de algunos de los elementos básicos que caracterizan a las tendencias recientes observadas y, en particular, el análisis de las operaciones bilaterales de fusión y adquisición entre la zona del euro y Estados Unidos.

Tendencias en el importe y la dirección de las fusiones y adquisiciones

El importe bruto de las operaciones de fusión y adquisición¹ en la Unión Europea y en Estados Unidos aumentó desde los 281 mm de euros registrados en 1990 hasta alcanzar un nivel máximo de más de 2.900 mm de euros en el año 2000, para caer posteriormente a 673 mm de euros en el 2002. Las empresas de Estados Unidos han sido, con diferencia, las más activas en este tipo de operaciones, puesto que sólo en el año 2000 llevaron a cabo operaciones por un importe bruto en torno a 1.800 mm de euros (véase gráfico A). La importancia de estas operaciones también aumentó en la zona del euro durante la década de los noventa, si bien a unos niveles mucho más modestos que los observados en Estados Unidos y el Reino Unido. Durante el período comprendido entre 1997 y 2002, en el que el importe de las operaciones de fusión y adquisición alcanzó su máximo nivel, las empresas de la zona del euro participaron en operaciones por un importe superior a 3.000 mm de euros, es decir, un 6,9% del PIB de la zona. En contraposición, el importe de las operaciones en que participaron empresas estadounidenses se situó en torno a 6.400 mm de euros, lo que supone un 11% del PIB de Estados Unidos, mientras que las operaciones en que participaron empresas británicas llegaron a suponer alrededor de 2.000 mm de euros, o un 22,5% del PIB del Reino Unido.

Gráfico A: Importe total de las operaciones de fusión y adquisición

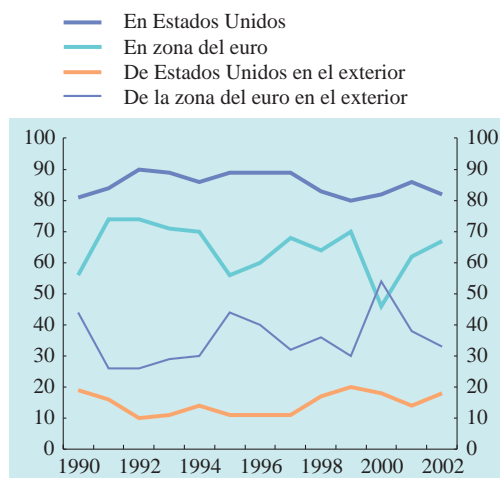
(mm de euros)



Fuentes: Thomson Financial y cálculos del BCE.

Gráfico B: Ubicación de las fusiones y adquisiciones de la zona del euro y de Estados Unidos

(en porcentaje del total)



Fuentes: Thomson Financial y cálculos del BCE.

¹ El importe bruto de las operaciones de fusión y adquisición engloba el importe de las operaciones en que las empresas de un país concreto actúan bien como comprador o bien como objeto de la operación. La fuente de los datos de las operaciones realizadas es Thomson Financial.

Si se realiza una comparación entre el aumento del *número* y el aumento del *importe* de las operaciones de fusión y adquisición, se detecta un crecimiento del *importe* superior en los últimos años, poniéndose de manifiesto que el tamaño medio de estas operaciones se ha incrementado de forma sustancial. De hecho, el *importe medio* de las operaciones de fusión y adquisición en que participaron empresas de la zona del euro creció desde 20 millones de euros en el período 1990-1996 hasta 90 millones de euros entre los años 1997 y 2002. Aunque el importe medio de las operaciones en que participaron empresas estadounidenses y británicas también aumentó, manteniéndose bastante por encima del observado en la zona del euro, el crecimiento porcentual del importe medio de las operaciones en esta zona fue superior al registrado en Estados Unidos y el Reino Unido.

El análisis de la *dirección* de los flujos de inversión materializados en fusiones y adquisiciones revela un crecimiento del porcentaje que representan las operaciones en que participaron empresas *extranjeras* sobre el importe total de las operaciones realizadas en la zona del euro, a lo largo de la década de los noventa, mientras que dicho porcentaje se mantuvo estable en Estados Unidos. A este respecto, una importante diferencia es que en Estados Unidos las operaciones en que sólo participan empresas nacionales representan un porcentaje del total mucho mayor que las operaciones internacionales. Por el contrario, las empresas de la zona del euro participaron en operaciones de fusión y adquisición con compañías extranjeras en mucha mayor medida que las empresas estadounidenses, en términos tanto absolutos como relativos (véase gráfico B).

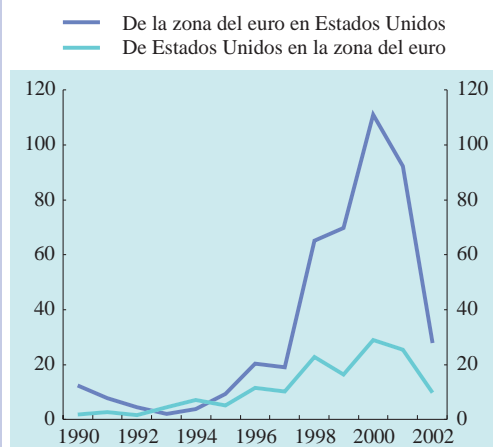
Si bien parece existir una cierta correlación temporal entre el inicio de la tercera fase de la UEM y el despegue de las operaciones de fusión y adquisición en la zona del euro, es difícil separar la influencia que aquel inicio haya podido tener sobre estas operaciones de los efectos procedentes de otros factores, tales como la armonización, los avances en las tecnologías de la información y la desregulación y liberalización de ciertos sectores y mercados.

Operaciones bilaterales de fusión y adquisición entre la zona del euro y Estados Unidos

Los flujos bilaterales de inversión materializada en fusiones y adquisiciones entre la zona del euro y Estados Unidos han mostrado algunas diferencias notables en los últimos años. Durante la primera mitad de la década de los noventa, la inversión en fusiones y adquisiciones de empresas de la zona del euro en Estados Unidos y la inversión de empresas estadounidenses en la zona del euro alcanzaron importes similares. A partir de 1996, la inversión de las empresas de la zona del euro en Estados Unidos aumentó de forma muy acusada, multiplicándose por un factor superior a cinco entre ese año y el 2000, mientras que los flujos de inversión materializada en fusiones y adquisiciones en la dirección contraria sólo crecieron a un ritmo modesto (véase gráfico C). En consecuencia, existe una clara asimetría de estos flujos entre la zona del euro y Estados Unidos. Es probable que el rápido crecimiento económico y de la productividad registrados durante la segunda mitad de la década de los noventa en Estados Unidos, junto con el auge de las cotizaciones en sus mercados bursátiles –especialmente de los valores encuadrados en el sector tecnológico–, haya contribuido al atractivo de las empresas estadounidenses.

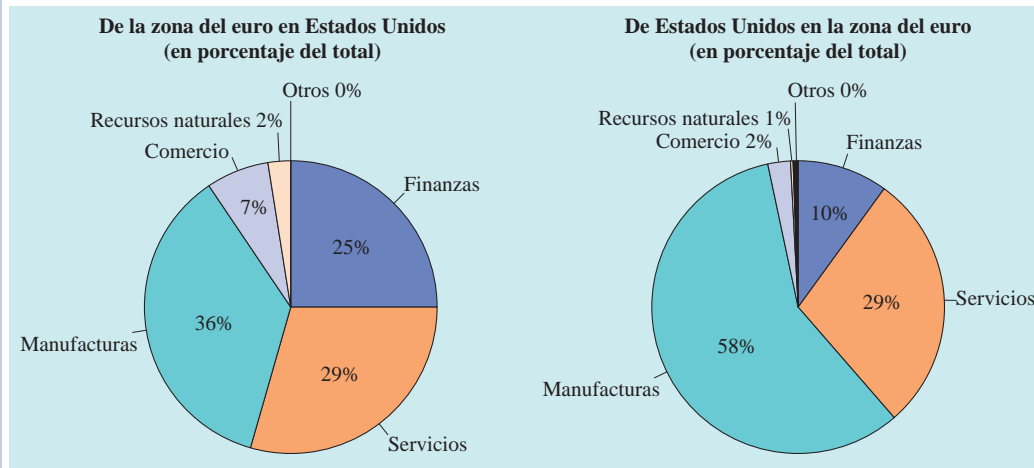
Gráfico C: Operaciones bilaterales de fusión y adquisición entre la zona del euro y Estados Unidos

(mm de euros)



Fuentes: Thomson Financial y cálculos del BCE.

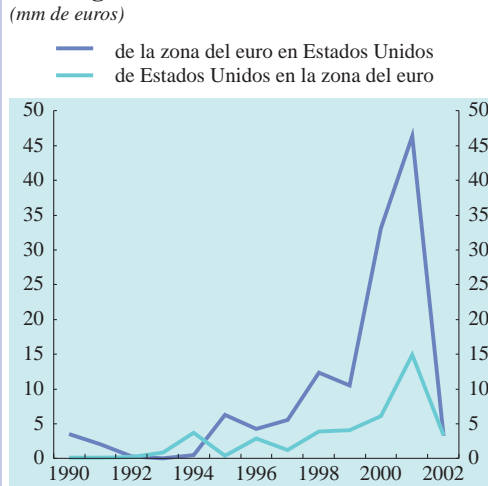
Gráfico D: Detalle por sectores de las operaciones bilaterales de fusión y adquisición entre la zona del euro y Estados Unidos, 1997-2002



Fuentes: Thomson Financial y cálculos del BCE.

Con respecto a la composición por sectores de las operaciones de fusión y adquisición, el 58% de la inversión estadounidense en la zona del euro se dirigió al sector manufacturero, lo que representa un porcentaje muy superior al 37% que supone la inversión de la zona del euro en el sector manufacturero de Estados Unidos (véase gráfico D). Por el contrario, las empresas de la zona del euro invirtieron una proporción mucho mayor en el sector financiero de Estados Unidos (25%) de lo que lo hicieron las compañías estadounidenses en empresas financieras de la zona del euro (10%). El enorme incremento de las operaciones de fusión y adquisición en el sector de alta tecnología² durante los últimos años de la década de los noventa y en el año 2000 obedeció básicamente al auge registrado en este sector. Entre los años 1995 y 2000, esas operaciones crecieron de forma exponencial tanto en Estados Unidos como en la zona del euro. Las operaciones totales de fusión y adquisición de la zona del euro en el sector de alta tecnología aumentó desde alrededor de un 10% durante la primera mitad de la década de los noventa hasta un 50% en el año 2000. Dado que el precio de las acciones de las empresas de este sector ha descendido a partir del 2000, ese porcentaje ha disminuido sustancialmente desde entonces, situándose por debajo del 10% del total de las operaciones realizadas durante los nueve primeros meses del año 2002. El importe global de las actividades de las empresas estadounidenses en el ámbito de las fusiones y adquisiciones no sólo es significativamente superior al registrado en la zona del euro, sino que el porcentaje que sobre ese importe global representan las operaciones realizadas en el sector de alta tecnología ha sido sustancialmente mayor en Estados Unidos que en la zona del euro durante la mayor parte del período analizado.

Gráfico E: Operaciones bilaterales de fusión y adquisición entre la zona del euro y Estados Unidos en el sector de alta tecnología
(mm de euros)



Fuentes: Thomson Financial y cálculos del BCE.

² El sector de alta tecnología, según se define en la base de datos de operaciones de fusión y adquisición de Thomson Financial, está básicamente compuesto de varias subdivisiones de los sectores de manufacturas y servicios.

Las empresas de la zona del euro realizaron cuantiosas inversiones en la adquisición de empresas tecnológicas radicadas en Estados Unidos al objeto de hacerse con su capacidad técnica y acceder a su mercado. El gráfico E muestra cómo la inversión en fusiones y adquisiciones realizada por empresas de la zona del euro en compañías estadounidenses del sector de alta tecnología aumentaron sustancialmente hasta el año 2000, mientras que las inversiones realizadas por las empresas norteamericanas en las firmas de alta tecnología de la zona del euro tan sólo experimentaron un modesto crecimiento. Solapándose parcialmente con el sector de alta tecnología, las operaciones de fusión y adquisición en el subsector de telecomunicaciones³ experimentaron un considerable incremento a finales de la década de los noventa. De hecho, el importe de las operaciones en las que participaron empresas de la zona del euro creció desde una cifra inferior a los 50 millones de euros anuales antes de 1998 a más de 300 millones de euros en 1999.⁴ Es interesante resaltar que el principal impulso de la actividad de fusiones y adquisiciones en este subsector de telecomunicaciones se debió a las empresas de la zona del euro. Además, el porcentaje que en la zona del euro representaban las operaciones realizadas en dicho subsector con respecto a la totalidad de las operaciones aumentó desde menos de un 10% con anterioridad a 1998 a más de un 50% en 1999. Por el contrario, el aumento de la importancia relativa del subsector de telecomunicaciones fue mucho más moderado en Estados Unidos, ya que el porcentaje que representaba este subsector sobre la totalidad de las operaciones realizadas sólo se situó en torno al 20% en el año 1999.

En conjunto, el análisis de la composición por sectores y de los flujos bilaterales revela que el enorme auge de la actividad de fusiones y adquisiciones a finales de la década de los noventa y en los años más recientes obedeció básicamente a las adquisiciones de empresas de los sectores tecnológico y de telecomunicaciones por parte de compañías europeas y estadounidenses. Desde su nivel máximo alcanzado en el año 2000, esta actividad ha experimentado una sustancial contracción, volviendo a niveles comparables a los existentes a mediados de la década de los noventa. Esta contracción ha sido especialmente intensa en los sectores de alta tecnología de la zona del euro y de Estados Unidos.

³ Una parte del subsector de telecomunicaciones, según se define en la base de datos de Thomson Financial, está incluida en el sector de alta tecnología.

⁴ La compra de Mannesmann por parte de Vodafone representa una parte sustancial del importe total de las operaciones de fusión y adquisición en este sector durante 1999. No obstante, aun excluyendo esta importante operación, la actividad de fusiones y adquisiciones aumentó de manera significativa.



Conferencia de prensa posterior a la reunión del Consejo de Gobierno celebrada en Maastricht el 7 de febrero de 2002 para conmemorar el décimo aniversario de la firma del Tratado de Maastricht. El presidente Duisenberg anuncia que dimitirá en el 2003



Edificio público Limburg donde se celebró la reunión, en Maastricht

Capítulo II

Operaciones como banco central

I Instrumentación de la política monetaria

I.1 Panorámica general

El marco operativo para la instrumentación de la política monetaria única funcionó de manera eficiente en el año 2002. No se introdujeron modificaciones en sus elementos principales (las operaciones de mercado abierto, las facilidades permanentes y las reservas mínimas), ni en la operativa y la administración realizadas de forma descentralizada por los BCN¹.

Las operaciones principales de financiación (OPF), de periodicidad semanal y con vencimiento a dos semanas, proporcionan al sector crediticio la mayor parte de la financiación y desempeñan un papel crucial a la hora de gestionar la liquidez y de señalar la orientación de la política monetaria. El Eurosistema ejecuta también operaciones de financiación a plazo más largo (OFPLM), con vencimiento a tres meses, que, sin embargo, no se utilizan para señalar la orientación de la política monetaria. En el 2002, el Eurosistema, además de estas operaciones regulares de mercado abierto, llevó a cabo tres operaciones de ajuste para hacer frente a acontecimientos inesperados en las condiciones de liquidez.

Las dos facilidades permanentes del Eurosistema, la facilidad marginal de crédito y la facilidad de depósito, tienen como objetivo inyectar y drenar liquidez a un día, señalar la orientación general de la política monetaria y establecer los límites superior e inferior de los tipos de interés de mercado a un día.

Además de ejecutar las operaciones de mercado abierto y de ofrecer las facilidades permanentes, el Eurosistema exige a las entidades de crédito que mantengan unas reservas mínimas equivalentes al 2% de determinados pasivos a corto plazo. La finalidad de estas reservas mínimas, totalmente remuneradas, es estabilizar los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario y ampliar el déficit de liquidez estructural del sistema crediticio frente al Eurosistema. El denominado mecanismo de promedios, que permite que

las entidades de contrapartida cumplan con las reservas exigidas en términos del saldo medio durante el periodo de mantenimiento de un mes, contribuye a estabilizar estos tipos a corto plazo, al limitar el efecto de las perturbaciones de liquidez de carácter transitorio. De este modo, el Eurosistema puede limitar, normalmente, sus operaciones regulares de mercado abierto a las OPF y a las OFPLM.

El marco de política monetaria del Eurosistema permite que un gran número de entidades de contrapartida participe en las operaciones de política monetaria. En principio, todas las entidades de crédito sujetas a las reservas mínimas pueden acceder a las facilidades permanentes y a las operaciones de mercado abierto basadas en subastas estándar. En este sentido, la Directiva sobre dinero electrónico², que los Estados miembros han tenido que aplicar desde el 27 de abril de 2002, ha modificado la definición de las entidades de crédito sujetas a reservas mínimas, de manera que también incluye a las entidades de dinero electrónico.

Además de los criterios generales de selección, las entidades de contrapartida han de cumplir también todos los criterios operativos que se especifican en los acuerdos contractuales o normativos aplicados por el Eurosistema y los BCN, para garantizar la ejecución eficiente de las operaciones de política monetaria. A finales del 2002, de 6.926 entidades de la zona del euro sujetas a las exigencias de reservas mínimas, 3.245 habían hecho uso de la facilidad de depósito, y 2.867 habían utilizado la facilidad marginal de crédito. Si bien 2.320 entidades de crédito pudieron participar en las operaciones de mercado abierto basadas en subastas estándar, sólo

¹ En la publicación titulada "La política monetaria única en la zona del euro: Documentación general de los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del Eurosistema", abril del 2002, puede encontrarse una descripción detallada del marco operativo.

² Directiva 2000/46/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 18 de septiembre de 2000, sobre el acceso a la actividad de las entidades de dinero electrónico y su ejercicio, así como la supervisión cautelar de dichas entidades.

763 entidades presentaron realmente pujas en una o en más de una operación de financiación, y 400 entidades pujaron, en una o en más de una operación de financiación a plazo más largo. Para participar en las operaciones de ajuste se seleccionó a un grupo reducido de 141 entidades de crédito. Si se compara con la situación vigente a finales del año 2001, el número total de entidades de crédito sujetas a las exigencias de reservas mínimas se

redujo en 293, debido a la continuación del proceso de concentración en el sector crediticio.

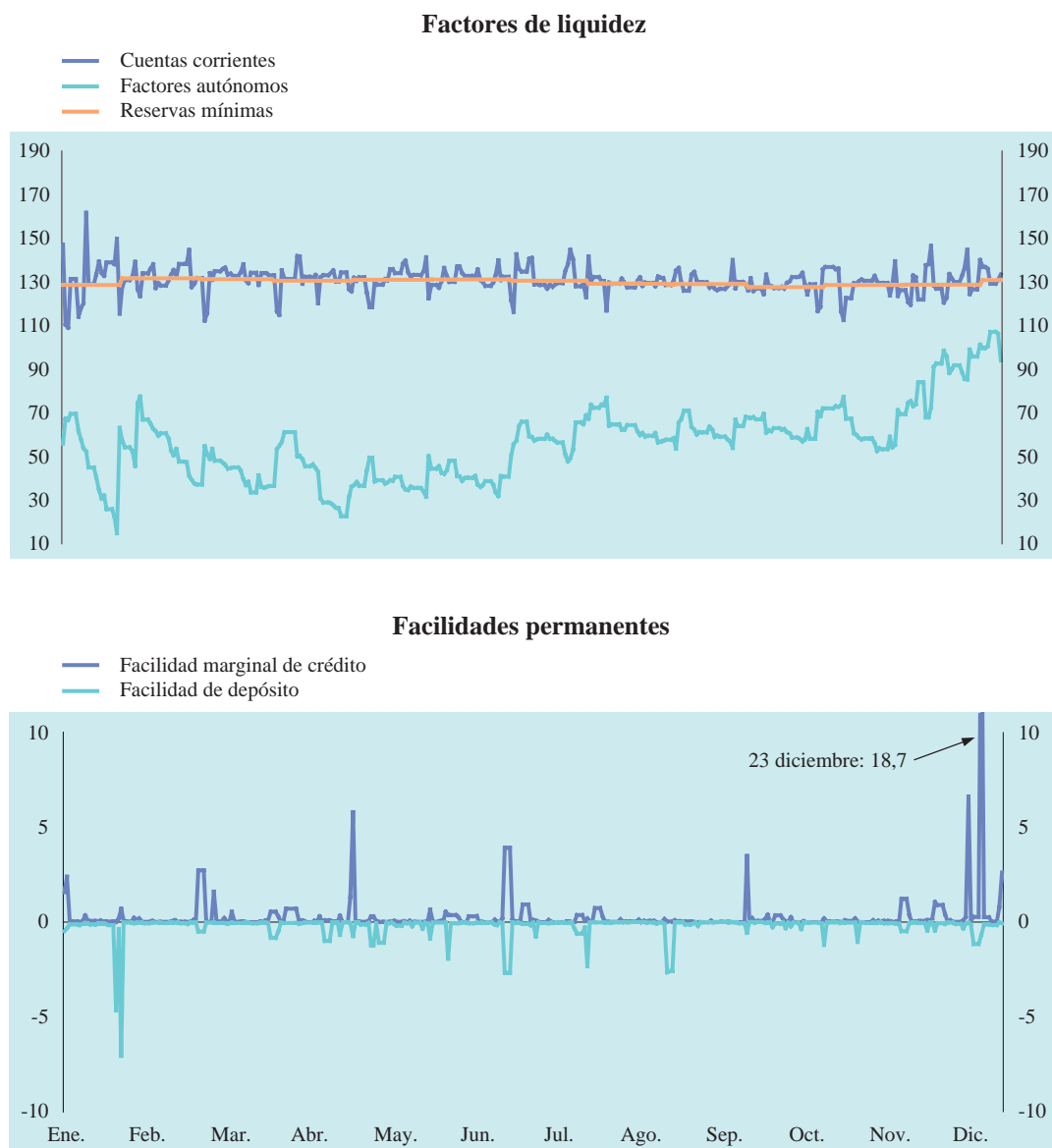
1.2 Gestión de la liquidez

La gestión de la liquidez del Eurosistema desempeña un papel destacado en la instrumentación de la política monetaria. Esta ges-

Gráfico 28

Factores de liquidez y utilización de las facilidades permanentes en la zona del euro en el 2002

(mm de euros)



Fuente: BCE.

tión se basa en la evaluación de las necesidades de liquidez del sistema crediticio, que se compone de las reservas mínimas, el exceso de reservas (definido aquí como el saldo medio de las cuentas corrientes durante el período de mantenimiento, menos las exigencias de reservas) y los factores autónomos. Estos últimos son las partidas del balance de

los bancos centrales que éstos no controlan directamente, como, por ejemplo, los depósitos de las Administraciones Públicas y los activos exteriores netos.

Si bien la cuantía de las reservas mínimas y del exceso de reservas se suele conocer con un grado de precisión relativamente elevado, los

Recuadro 9

Consulta pública sobre las medidas para incrementar la eficiencia del marco operativo de la política monetaria

El 7 de octubre de 2002, el Eurosistema inició una consulta pública dirigida al sector crediticio de la zona del euro sobre una serie de medidas técnicas destinadas a incrementar la eficiencia del marco operativo de la política monetaria.

Las tres medidas propuestas en la consulta pública fueron:

- (1) cambiar el calendario de los períodos de mantenimiento de reservas. Así, cada período empezaría siempre el día de liquidación de la OPF siguiente a la reunión del Consejo de Gobierno en que se debate el tono de la política monetaria. Con ello se establecería que, como regla general, la posible modificación de los tipos de interés de las facilidades permanentes coincidirá con el inicio del nuevo período de mantenimiento de reservas,
- (2) reducir el plazo de las OPF de dos semanas a una semana, y
- (3) suspender las OFPML.

El cambio en el calendario de los períodos de mantenimiento de reservas pretende abordar dos cuestiones. En primer lugar, atenuar la repercusión de las expectativas de modificación de los tipos de interés en el comportamiento de las entidades de contrapartida que puján en las OPF. En segundo lugar, reducir la posibilidad de que los períodos de mantenimiento comiencen y terminen en días en los que TARGET esté cerrado, para evitar costes a las entidades de crédito que quieran ajustar sus reservas mediante las facilidades permanentes.

La reducción del plazo de las OPF es una medida complementaria, que evitará que se superponga una operación en dos períodos de mantenimiento consecutivos y, por tanto, que las pujas de una subasta estén afectadas por expectativas de modificación de los tipos de interés en el período de mantenimiento siguiente.

La suspensión de las OFPML se propuso para fomentar una correcta instrumentación de la política monetaria. El menor interés mostrado por las entidades a realizar OFPML planteó dudas en cuanto a si seguían cumpliendo el cometido para el que fueron inicialmente concebidas.

Se han recibido comentarios de muy variadas entidades de crédito de la zona del euro, tanto por su ubicación geográfica como por su tamaño. Los comentarios apoyaban las dos primeras propuestas planteadas en la consulta. En cuanto a las OFPML, la mayoría de las respuestas indicaba que estas operaciones seguían cubriendo las necesidades de gestión de liquidez de un gran número de entidades de contrapartida del Eurosistema, por lo que no deberían ser eliminadas.

En enero del 2003, el Consejo de Gobierno decidió cambiar el calendario del período de mantenimiento de reservas y reducir el plazo de las OPF en el primer trimestre de 2004. Sin embargo, el Consejo decidió no suspender las OFPML.

factores autónomos son más volátiles y más difíciles de predecir por parte de las entidades de contrapartida. Por ello, el BCE publica semanalmente una previsión de las cifras medias de los factores autónomos, a fin de ayudar a las entidades a preparar sus pujas para las operaciones de mercado abierto. En el año 2002, el error medio absoluto entre las previsiones y los resultados fue 1,8 mm de euros, frente a 1,9 mm de euros del año anterior.

En el conjunto del 2002, los factores autónomos más volátiles y más difíciles de predecir fueron de nuevo los depósitos de las Administraciones Públicas en los BCN. Sin embargo, tras la introducción del euro en enero del 2002, también se experimentaron dificultades para predecir los billetes en circulación. De hecho, la demanda de billetes en euros resultó ser mayor de lo previsto por el Eurosistema, mientras que los billetes nacionales se iban retirando de la circulación a un ritmo algo más lento del esperado. En consecuencia, en enero del 2002, el error de las previsiones del Eurosistema sobre el total de billetes en circulación fue alrededor de cuatro veces superior al error medio. Para poder satisfacer la inesperada demanda de liquidez derivada del aumento transitorio de la demanda de billetes, el Eurosistema llevó a cabo dos operaciones de ajuste de inyección de liquidez. Además, y excepcionalmente, el BCE actualizó con mayor frecuencia las previsiones de los factores autónomos, para que los participantes en los mercados fueran conscientes de la inusual evolución de la liquidez. En marzo del 2002, los errores de previsión registrados en los billetes en circulación retornaron a los valores normales.

Pese a la valoración generalmente positiva del funcionamiento de su marco operativo desde la adopción del euro en 1999, el Eurosistema inició en octubre del 2002 una consulta pública sobre una serie de medidas técnicas dirigidas a mejorar la eficiencia del marco operativo (véase recuadro 9).

1.3 Operaciones de mercado abierto

En el año 2002, el Eurosistema liquidó 53 OPF, con una adjudicación media de 67 mm de euros, que aportó el 71% del volumen de financiación total. Estas operaciones se instrumentaron mediante subastas a tipo de interés variable, con un tipo mínimo de puja y con procedimiento de adjudicación a tipo de interés múltiple (“subasta americana”). Según este procedimiento, las pujas superiores al tipo marginal de adjudicación (la puja más baja aceptada) se cubren totalmente al tipo de interés ofertado, mientras que las pujas efectuadas al tipo marginal se prorratean. Debido al tipo de interés variable de la subasta y al procedimiento de tipo de interés múltiple, los tipos de interés de adjudicación (es decir, el tipo marginal y el tipo medio ponderado) suelen ser más elevados que el tipo mínimo de puja. Como consecuencia de la ausencia de fuertes expectativas de aumentos de los tipos de interés en el año 2002, el diferencial medio entre el tipo marginal y el tipo mínimo de puja fue bastante estrecho (4,8 puntos básicos). Además, al igual que en el año anterior, el diferencial medio entre el tipo medio ponderado y el tipo marginal fue de 1,4 puntos básicos, confirmando la persistencia de un elevado grado de confianza y de precisión entre las entidades de contrapartida a la hora de predecir los volúmenes y los tipos de interés de adjudicación.

En el 2002, el número medio de entidades de contrapartida que participaron en las OPF pasó a ser 307, lo que supuso una reducción del 25%. El importe total de las pujas presentadas casi duplicó, en promedio, los importes adjudicados. No hay indicios de que el menor número de entidades de crédito que acudieron directamente al Eurosistema haya causado problemas en lo que se refiere a la redistribución de la liquidez del Eurosistema entre las entidades de crédito de la zona del euro pues la competencia por la liquidez en las OPF y en el mercado a un día es muy elevada, la decreciente participación del número de contrapartidas que desean obtener fondos directamente del Eurosistema obedece, probablemente, al proceso de concentración en

el sector crediticio de la zona del euro, a la mayor integración de las actividades de gestión de tesorería dentro de los grupos bancarios y al aumento de la eficiencia del mercado monetario.

Además de las OPF, el Eurosistema también lleva a cabo de forma periódica OFPML, que son operaciones temporales de inyección de liquidez, de periodicidad mensual y con vencimiento a tres meses. En términos de media anual, estas operaciones proporcionaron un 29% de la financiación total. En contraste con las OPF, las OFPML no se efectúan, por regla general, con la intención de gestionar la liquidez o de señalar la orientación de la política monetaria. Las OFPML se han instrumentado mediante subastas a tipo de interés variable, donde se anuncia previamente el volumen a subastar y se aplica un tipo de interés múltiple (“subasta americana”). Aunque el volumen anunciado para la primera mitad del 2001 fue de 20 mm de euros, el Consejo de Gobierno decidió el 10 de julio de 2002 reducir este importe a 15 mm de euros para la segunda mitad del año. El número medio de entidades que participaron en estas operaciones en el año 2002 cayó a 186, lo que supuso un descenso del 17% con respecto al 2001, principalmente por los mismos motivos mencionados anteriormente para las OPF.

La dispersión de las pujas de las OFPML fue, en general, mayor que la presentada por las OPF, sobre todo por la ausencia de un tipo mínimo de puja y un vencimiento a plazo más largo. El tipo medio ponderado anual superó al tipo marginal en 1,9 puntos básicos, en comparación con los 2,7 puntos básicos del año 2001. A pesar del descenso en el número de entidades participantes, la ratio de cobertura de las pujas alcanzó un promedio de 2,1.

Como se ha mencionado anteriormente, el Eurosistema efectuó dos operaciones de ajuste los días 4 y 10 de enero de 2002, para satisfacer una demanda de liquidez mayor de lo esperado originada por la introducción del euro. Estas operaciones temporales a un día se instrumentaron mediante subastas rápidas a tipo de interés variable, con el mismo tipo

mínimo de puja (3,25%) que las anteriores OPF. En la primera operación participaron 61 entidades de crédito y se adjudicaron 25 mm de euros. En la segunda participaron 63 entidades y se adjudicaron 40 mm de euros. Los tipos marginal y medio ponderados respectivos fueron del 3,3% y el 3,32% en la primera subasta y del 3,28% y el 3,30% en la segunda.

Por otra parte, el 18 de diciembre se llevó a cabo una operación de ajuste de inyección de liquidez, con vencimiento a seis días, que se instrumentó mediante una subasta a tipo de interés variable, con un tipo mínimo de puja del 2,75%. Cincuenta entidades de contrapartida presentaron pujas, y se adjudicaron 10 mm de euros a un tipo marginal del 2,8% y un tipo medio ponderado del 2,82%. Esta operación pretendía reducir la escasez de liquidez derivada del hecho de que las entidades de contrapartida habían pujado el día anterior por debajo del nivel necesario para cumplir con las reservas mínimas en la última OPF del período de mantenimiento. No obstante aunque, el importe adjudicado no compensó totalmente el déficit de liquidez puso de manifiesto el objetivo del Eurosistema de mantener los incentivos para que las contrapartidas pujen suficientemente en las OPF.

1.4 Facilidades permanentes

Las entidades de crédito recurren normalmente a las facilidades permanentes por dos motivos. En primer lugar, por los denominados desequilibrios agregados de liquidez, cuando el conjunto del sistema bancario o bien tiene muy poca o bien tiene un exceso de liquidez en relación con las reservas mínimas obligatorias. Si estos déficit o excesos se ponen de manifiesto después de que se haya adjudicado la última OPF del período de mantenimiento, es preciso compensarlos recurriendo a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad de depósito, respectivamente. Obsérvese que estos desequilibrios agregados explican los picos de las facilidades permanente del gráfico 28. En segundo lugar, los pagos que se producen de forma inesperada entre entidades de crédito al final del día,

cuando el mercado monetario no dispone de liquidez, pueden traducirse en un recurso a las facilidades permanentes. El recurso a estas facilidades se realiza en cualquier momento del período de mantenimiento, siempre que los flujos inesperados de liquidez no pueden suavizarse automáticamente mediante el mecanismo de promedios del sistema de reservas mínimas.

En el 2002 se registró una reducción tanto en la utilización agregada como individual de las facilidades permanentes. El uso de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito fue, respectivamente, un 32% y un 64% inferior al del año anterior. El menor recurso agregado a las facilidades permanentes puede atribuirse, fundamentalmente, al hecho de que sólo se produjo un episodio relativamente poco importante de insuficiencia de pujas en el 2002, y a que mejoraron las previsiones relativas a las necesidades de liquidez del Eurosistema. El uso individual de las facilidades permanentes ha venido descendiendo ininterrumpidamente desde comienzos de 1999, y se ha situado en una media diaria de 0,1 mm de euros en el año 2002, como consecuencia, probablemente, de la mayor eficiencia de las entidades de contrapartida en la gestión de liquidez.

1.5 Sistema de reservas mínimas

El nivel medio de las reservas mínimas agregadas mantenidas por las entidades de crédito de la zona del euro ascendió a 129,9 mm de euros en el año 2002. Pese a que esta cifra supone un incremento de 5,9 mm de euros con respecto al 2001, la tendencia general a lo largo del año fue a la baja. El nivel de reservas mínimas agregadas más elevado fue de 131,7 mm de euros en el período de mantenimiento que terminó el 23 de febrero de 2002, y el nivel más bajo fue 127,7 mm de euros, en el período que finalizó el 23 de octubre de 2002. En media mensual, la base de reservas sujeta al coeficiente de reservas del 2% aumentó un 3,5% en relación con el

año 2001, una tasa de crecimiento significativamente más baja que la observada en años anteriores.

De las 6.926 entidades de crédito sujetas a las reservas mínimas a finales del 2002, 4.432 cumplieron las exigencias directamente, mientras que el resto lo hicieron indirectamente a través de un intermediario. Los saldos de las entidades en cuentas corrientes fluctuaron entre 109,1 mm y 161,7 mm de euros a lo largo del año, lo que indicaba que se había contado siempre con reservas considerables para hacer frente a retiradas de fondos inesperadas (véanse los factores de liquidez del gráfico 28). Debido, sobre todo, al mecanismo de promedios del sistema de reservas mínimas, la volatilidad del EONIA (índice medio del tipo del euro a un día) siguió siendo baja en el 2002. La desviación típica de sus variaciones diarias fue sólo de 12 puntos básicos, bastante reducida según criterios internacionales y teniendo en cuenta la escasa frecuencia con la que se efectúan operaciones de ajuste, frente a 15 puntos básicos del 2001. Por consiguiente, las dos funciones principales del sistema de reservas mínimas, esto es, la estabilización de los tipos de interés del mercado monetario y la ampliación del déficit estructural de liquidez del sector bancario, se llevaron a cabo con éxito en el 2002.

En cada período de mantenimiento del año se observaron, en promedio, 28 casos de incumplimiento de la obligación de mantener reservas mínimas, por un déficit medio diario de 10,5 mm de euros. En la mitad de los casos, el incumplimiento fue por pequeñas cantidades, por lo que se impusieron sanciones inferiores a los 500 euros. Sin embargo, también se produjeron infracciones bastante importantes, y 13 de ellas se penalizaron con multas superiores a los 10.000 euros. La mayor parte de las entidades de crédito que habían incumplido sus obligaciones lo reconocieron, mientras que 10 plantearon objeciones que exigieron que el Comité Ejecutivo del BCE adoptara una decisión.

I.6 Activos de garantía

Los Estatutos del SEBC exigen que todas las operaciones de crédito del Eurosistema estén cubiertas con activos de garantía adecuados. El marco del Eurosistema en materia de activos de garantía está diseñado para evitar que éste incurra en pérdidas a consecuencia de sus operaciones de política monetaria y de sistemas de pago (véase capítulo III sobre medidas de control de riesgos), garantizar la igualdad de trato de las entidades de contrapartida y mejorar la eficiencia operativa. En las operaciones de crédito del Eurosistema se utilizan criterios de selección comunes para aceptar los activos de garantía. Al mismo tiempo, se tienen en cuenta las diferencias existentes en las prácticas de los bancos centrales y en las estructuras financieras de los países de la zona del euro y la necesidad de garantizar la disponibilidad de activos de garantía suficientes para las operaciones de crédito. De conformidad con el artículo 102 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, se prohíbe el acceso privilegiado de las instituciones públicas a las entidades financieras; lo que significa, en el contexto de los activos de garantía, que no debe discriminarse por la naturaleza pública o privada de los emisores.

Para tener en cuenta las diferentes estructuras financieras, los activos de garantía admitidos en las operaciones de crédito del Eurosistema incluyen un gran número de instrumentos distintos. Existen dos categorías de activos, denominadas lista “uno” y lista “dos”. Esta distinción no guarda relación con su aceptación en los distintos tipos de operaciones de política monetaria del Eurosistema; la única diferencia estriba en que no se espera que el Eurosistema utilice los activos de la lista “dos” en las operaciones simples (estas operaciones no se llevan a cabo en la actualidad). La lista “uno” incluye instrumentos de renta fija negociables que satisfacen los criterios de selección uniformes para la zona del euro especificados por el BCE. La lista “dos” consta de activos que son de especial importancia en los mercados financieros y sistemas bancarios nacionales, para los que los BCN

proponen los criterios de selección, sujetos a los criterios mínimos establecidos. Los activos de la lista “dos” pueden ser instrumentos de renta fija negociables y no negociables o valores de renta variable, y los criterios para su selección como garantías nacionales específicas están sujetos a la aprobación del BCE.

Una parte sustancial de la lista “uno” (que comprende solamente instrumentos de renta fija) está compuesta por deuda pública (es decir, activos emitidos por las administraciones central, regional, local y por los fondos seguridad social) y por valores tipo *Pfandbriefe*, que titulizan hipotecas o deuda pública y que son emitidos por entidades de crédito. Tomados en su conjunto, la deuda pública y los valores tipo *Pfandbriefe* constituyen la fuente más abundante de activos de garantía (véase gráfico 29). Otros tipos de activos incluidos en la lista “uno” son los valores emitidos por entidades no residentes e instituciones supranacionales, valores del sector privado (es decir, bonos simples de entidades de crédito, obligaciones de empresa y bonos de titulización distintos de los valores tipo *Pfandbriefe*). En concreto, las obligaciones de empresa han registrado un notable aumento desde 1999. Además de los activos negociables, la lista “dos” está compuesta por valores de renta fija no negociables, entre los que se encuentran los créditos bancarios, los efectos comerciales y los pagarés hipotecarios.

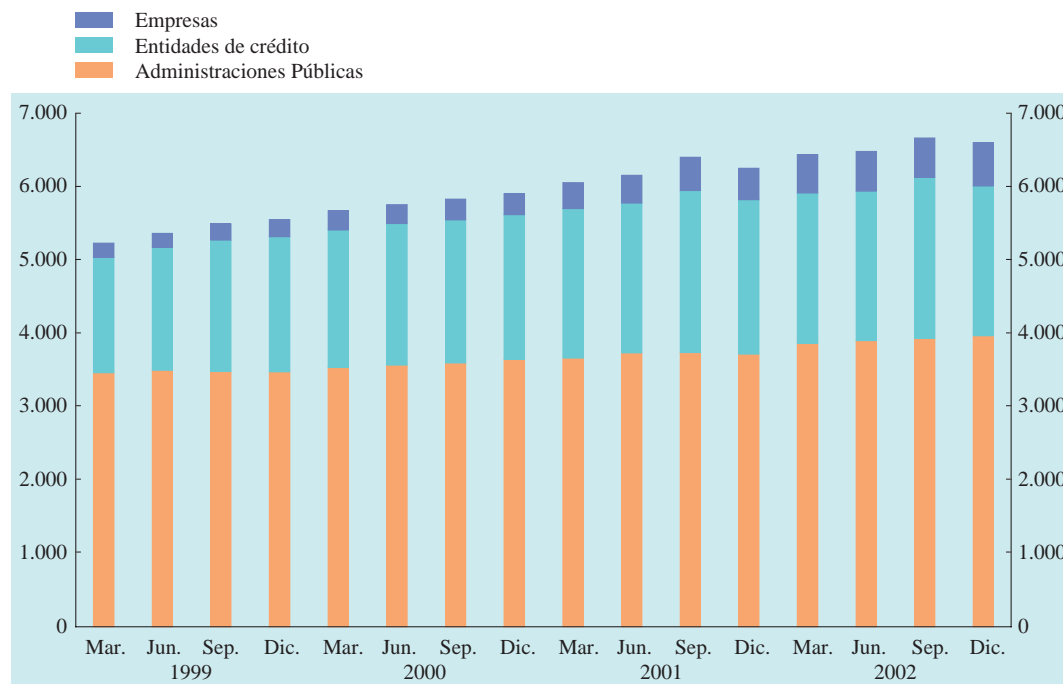
La cuantía total de los activos de la lista “uno” admitidos como garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema se mantuvo en 6,9 billones de euros a finales del 2002, en comparación con los 6,6 billones del año 2001. La cuantía total de activos negociables de la lista “dos” pasó de 340 millones de euros en el 2001 a 265 millones en el 2002, a causa, principalmente, del comportamiento de los mercados de renta variable³. En conjunto, los activos de la lista “uno” representaban una parte creciente de los activos admitidos, un 96% a finales del 2002.

³ El saldo vivo de los instrumentos de renta fija se presenta en valores nominales, mientras que los valores de renta variable se valoran a precios de mercado.

Gráfico 29

Activos de garantía de la lista uno admitidos en las operaciones de crédito del Eurosistema

(datos de fin de mes; mm de euros)



Fuente: BCE.

La cuantía total de activos depositados como garantía por las entidades de contrapartida en las operaciones de crédito del Eurosistema ascendía a 700 mm de euros a finales del 2002, frente a 720 mm a finales del 2001. En general, el porcentaje de instrumentos de renta fija emitidos por las entidades de crédito en el importe total de activos negociables depositados a finales de 2002 ha permanecido constante en el 52%, al igual que a finales del 2001. En el porcentaje de obligaciones de empresa se ha observado la misma senda creciente, pero a niveles más bajos, mientras que el porcentaje de la deuda pública se ha reducido. La participación de los préstamos bancarios no negociables se ha mantenido estable durante los cuatro últimos años alrededor del 4% de los activos depositados.

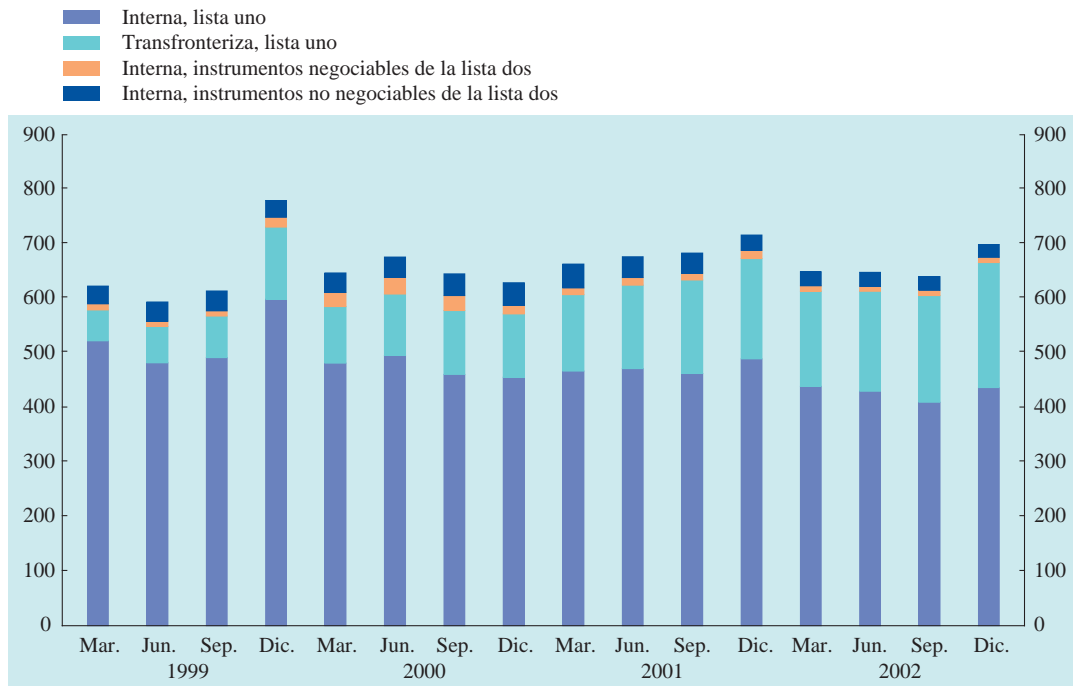
Las entidades de contrapartida del Eurosistema pueden utilizar sus activos de garantía en toda la zona del euro, es decir, una entidad puede obtener financiación del BCN del país

donde tiene su sede mediante el empleo de activos ubicados en otro país de la zona del euro. Para facilitar la utilización transfronteriza de los activos en todas las operaciones de inyección de liquidez del Eurosistema se dispone del modelo de corresponsalía entre bancos centrales (MCBC), así como de “enlaces” entre los sistemas de liquidación de valores (SLV) que cumplen los criterios del Eurosistema. En el MCBC pueden utilizarse todos los activos de garantía, incluidos los activos no negociables y los activos de la lista “dos” con liquidez restringida y características especiales que no pueden transferirse a través de un SLV (véase capítulo VII). El porcentaje de activos de garantía transfronterizos en el total de activos depositados para las operaciones de crédito del Eurosistema ha aumentado sustancialmente, del 9% observado en abril de 1999 al 31% registrado a finales del 2002 (véase gráfico 30). Este incremento afecta a todo los tipos de activos, pero, sobre todo, a aquellos emitidos por las entidades de crédito y por las empresas. La

Gráfico 30

Utilización de los activos de garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema

(datos de fin de mes; mm de euros)



Fuente: BCE.

gestión y publicación de la lista completa de activos admitidos en las operaciones de crédito del Eurosistema se lleva a cabo de forma centralizada en el BCE, donde se mantiene una base de datos de activos admitidos. Los BCN envían al BCE información sobre los activos admitidos en sus respectivos mercados nacionales. Se considera que un activo está admitido para su uso en las operaciones de crédito del Eurosistema sólo cuando aparece en la lista publicada por el BCE. Desde junio del 2002, el BCE ha recogido y publicado diariamente los datos en la sección "MFIs and Eligible assets", en su dirección de Internet. Los interesados pueden solicitar también que se les envíen las actualizaciones o la lista completa de activos de garantía en formato electrónico. Los nuevos procedimientos de actualización han mejorado la calidad, la eficiencia y la precisión del servicio facilitado a las entidades de contrapartida del Eurosistema.

1.7 Evolución de mercado monetario

La introducción del euro llevó a la creación de un mercado monetario en la zona del euro amplio, líquido e integrado, sobre todo en el segmento de operaciones sin garantías (es decir, operaciones de crédito sin garantías y *swaps* de divisas). En el año 2002, también se registró un avance en el segmento del mercado monetario que, hasta ahora, estaba menos integrado, es decir las operaciones con garantías (*repos* y valores a corto plazo).

El mercado de *repos* de la zona del euro ha crecido tanto en términos de tamaño como de estructura, convirtiéndose en una alternativa válida a las operaciones de crédito con garantías o a la emisión de valores a corto plazo. El empleo de *repos* para obtener financiación se ha generalizado a un amplio conjunto de participantes en los mercados financieros. La mayor parte de los *repos* utilizan deuda sobe-

rana como activos de garantía, aunque se ha diversificado el tipo de activos empleados. Hay también una tendencia a aceptar una cesta mayor de deuda soberana en los *repos* con activos de garantía generales, afianzada por el establecimiento del índice EUREPO en marzo del 2002, que es la referencia para el mercado de *repos* con activos de garantías generales de la zona del euro. Sin embargo, a pesar del considerable avance registrado, la integración de los mercados de *repos* nacionales en un único mercado unificado continúa siendo un proceso lento y complejo.

En el segmento de valores a corto plazo, que se caracteriza por un grado menor de desarrollo y de integración, ACI-STEP, el Grupo de Trabajo sobre los Instrumentos Europeos a Corto Plazo, establecido por ACI-The Financial Markets Association, ha puesto en marcha una iniciativa para mejorar la situación actual. Hasta el momento, el grupo de trabajo ha sugerido un conjunto de recomendaciones. En nombre de ACI, el BCE inició una consulta

pública sobre la manera en que pueden seguir integrándose los mercados europeos de valores a corto plazo, cuyos resultados se harán públicos en el 2003.

El tercer informe del SEBC sobre la estructura y el funcionamiento del mercado monetario del euro⁴, basado en datos facilitados por las entidades de crédito en el año 2001, mostró el mantenimiento del crecimiento general de la actividad en el mercado monetario, aunque a un ritmo menor que el de años anteriores. En el segmento de operaciones sin garantías, los datos no indicaron una tendencia clara en cuanto al volumen de contratación, pero confirmaron que la actividad se concentró en el segmento a un día y en los vencimientos hasta 1 mes. En el segmento con garantías, el crecimiento más rápido se produjo en los *swaps* de tipos de interés y en los *swaps* de divisas. Por último, la actividad de los futuros sobre tipos de interés, las opciones y los valores a corto plazo, todos ellos denominados en euros, aumentó significativamente.

2 Operaciones en divisas y gestión de los activos exteriores de reserva y de los recursos propios del BCE

2.1 Operaciones en divisas

En el año 2002, el BCE no realizó por cuenta propia ninguna intervención en el mercado de divisas. Sin embargo, el día 28 de junio, el BCE efectuó operaciones en nombre del Banco de Japón en calidad de agente del ministerio de Hacienda japonés, en virtud de un acuerdo de agencia suscrito entre ambos.

El acuerdo permanente firmado entre el BCE y el Fondo Monetario Internacional (FMI) para facilitar que el FMI inicie, por cuenta del BCE, operaciones de derechos especiales de giro (DEG) con otros tenedores de DEG se utilizó en una ocasión en el 2002.

2.2 Gestión de los activos exteriores de reserva

La gestión de los activos exteriores de reserva del BCE tiene por objeto garantizar que el BCE tenga a su disposición, en cualquier momento, el importe adecuado de recursos líquidos para intervenir en los mercados de divisas, siempre y cuando el Consejo de Gobierno decida que es preciso. La liquidez y la seguridad son, por lo tanto, requisitos básicos para la inversión de los activos exteriores de reserva del BCE. Sin perjuicio de

⁴ "The Euro Money Market Study 2001", diciembre del 2002.

estas limitaciones, estos activos de reserva se gestionan buscando maximizar su rentabilidad.

A finales del 2002, los activos exteriores netos del BCE ascendían a 43,2 mm de euros, frente a los 46,8 mm de euros de finales del 2001. Esta variación es atribuible a la renta de intereses devengada por las reservas exteriores del BCE y a la diferencia del valor de mercado de estos activos exteriores de reserva. Cabe la posibilidad de que el BCE solicite a los BCN de la zona del euro activos exteriores de reserva adicionales, de conformidad con las condiciones previstas en los actos de derecho derivado de la Comunidad Europea (Reglamento (CE) nº 1010/2000 del Consejo, de 8 de mayo de 2000, relativo a las solicitudes efectuadas por el BCE de más activos exteriores de reserva).

Los BCN gestionan de manera descentralizada las reservas exteriores del BCE, de acuerdo con las orientaciones de inversión, una referencia estratégica aprobada por el Consejo de Gobierno y una referencia táctica determinada por el Comité Ejecutivo. Además de la distribución por monedas, el BCE define los parámetros fundamentales para la inversión de sus activos exteriores de reserva: una referencia de inversión de dos niveles para cada moneda (la referencia estratégica y la referencia táctica); desviaciones permitidas con respecto a estas referencias en términos de riesgo de tipo de interés; una lista de operaciones e instrumentos admitidos, y límites al riesgo de crédito (véase capítulo III). Los BCN hacen uso del margen brindado por las bandas de desviación para maximizar la rentabilidad de sus carteras con respecto a la referencia táctica, sujetos al seguimiento del BCE. Al efectuar las inversiones para el BCE, los BCN actúan en su nombre con un mandato de agencia, de manera que las contrapartidas del BCE puedan distinguir las operaciones llevadas a cabo por los BCN por cuenta propia, y en nombre del BCE.

El Consejo de Gobierno ha definido la distribución por monedas de las reservas exterior-

res del BCE, que se componen, principalmente, de dólares estadounidenses, pero también de yenes japoneses, oro y derechos especiales de giro, a partir de estudios sobre asignación óptima por monedas y teniendo en cuenta las posibles necesidades operativas. Los activos en oro del BCE siguen sin ser gestionados activamente, de conformidad con el Acuerdo sobre el Oro de los Bancos Centrales de 26 de septiembre de 1999. Este acuerdo estipula, entre otras cosas, que los signatarios del mismo no incrementarán sus préstamos en oro ni su actividad en los mercados de futuros y opciones sobre oro.

Los BCN gestionan las reservas exteriores del BCE conforme a las Orientaciones e Instrucciones del BCE. Además, gestionan sus propios activos exteriores de reserva como consideran más adecuado, pero sus operaciones en divisas están sujetas, por encima de un cierto límite, a su notificación o aprobación por el BCE, con el fin de garantizar la coherencia con la política monetaria del Eurosistema.

Este sistema ha funcionado de manera satisfactoria desde su establecimiento. Además se sigue trabajando para mejorar las técnicas de gestión de riesgos y de cartera. En consonancia con la ampliación paulatina de la gama de instrumentos en los que se puede invertir y para aumentar la eficiencia con la que se toman las posiciones, se terminó en el primer trimestre del 2002 la gestión de los activos exteriores de reserva, con la introducción de futuros sobre instrumentos del mercado monetario y sobre renta fija.

El BCE y el Eurosistema publican mensualmente en la dirección del BCE en Internet, con un desfase de un mes, datos sobre las reservas internacionales y sobre la liquidez en moneda extranjera, en consonancia con las Normas Especiales para la Divulgación de Datos del FMI, lo que completa la información contenida en el estado financiero consolidado del Eurosistema, publicado semanalmente en el sitio *web* del BCE.

2.3 Gestión de los recursos propios

El fin primordial del capital del BCE es proporcionar a esta institución un fondo de reserva para hacer frente a posibles pérdidas. Además, el objetivo de la gestión de los recursos propios del BCE debería ser el de generar una renta que superara, en el largo plazo, el tipo medio de las operaciones principales de financiación.

A finales del 2002, la cartera de recursos propios del BCE ascendía a 5,6 mm de euros, frente a los 4,8 mm de euros de finales del 2001. Esto se debió, en parte, a que una porción de los beneficios totales de explotación del BCE del año 2001 se transfirieron al fondo general de reserva, que forma parte de los recursos propios. Aparte del crecimiento del fondo general de reserva, la variación del tamaño de la cartera de recursos propios durante el año 2002 también refleja la renta de intereses devengada y los cambios en el valor de mercado de los activos de la cartera.

Los órganos rectores del BCE determinan los cuatro parámetros fundamentales para la inversión de los recursos propios en los mercados europeos de renta fija: en primer lugar, una referencia estratégica; en segundo lugar, una desviación permitida de esta referencia en términos del riesgo de tipo de interés; en tercer lugar, una lista de operaciones e instrumentos admitidos; y cuarto, límites al riesgo de crédito. El BCE hace uso del margen brindado por las bandas de desviación y por los límites al riesgo para maximizar la rentabilidad de la cartera de recursos propios.

Dados los objetivos perseguidos y los parámetros fundamentales descritos anteriormente, los recursos propios se invierten principalmente en deuda pública de la zona del euro y en algunos otros bonos garantizados de elevada calidad. Desde 1999 también se han aceptado ciertos futuros sobre renta fija de la zona del euro y operaciones directas de préstamo de valores; y en el año 2001 se puso en marcha un programa automático de prés-

tamo de valores para los recursos propios. Por otra parte, en el 2002, el BCE prosiguió la diversificación de sus inversiones en valores de renta fija con la inversión en emisiones de deuda no soberana de gran calidad, a fin de mejorar el perfil de riesgo/rentabilidad de la cartera de recursos propios.

2.4 Organización de la gestión de los activos exteriores de reserva y de los recursos propios del BCE

En diciembre del 2001, las actividades relacionadas con la gestión de la cartera del BCE fueron parcialmente reorganizadas por el Comité Ejecutivo, teniendo efecto las medidas a partir del 1 de enero de 2002. La gestión de los activos exteriores de reserva y de los recursos propios se unificó en una única División, a fin de maximizar las sinergias entre estas dos áreas y fortalecer aún más la muralla china existente entre las operaciones de política monetaria y las actividades de inversión.

Además de fortalecer la muralla china, se han adoptado otras medidas para que las actividades de inversión del BCE no interfieran con la política monetaria de la institución. En primer lugar, las divisas no se negocian de forma activa y, en segundo lugar, los recursos propios del BCE se gestionan de manera relativamente pasiva, para no generar señales que pudieran considerarse, equivocadamente, relacionadas con la política monetaria, sobre todo en el caso de operaciones en el mercado monetario.

Aparte de las mejoras efectuadas en la estructura organizativa, está tratándose de aumentar la eficiencia de las actividades relacionadas con la gestión de la cartera del BCE, para lo que están introduciéndose plataformas electrónicas de negociación. Las funcionalidades del sistema electrónico para la gestión de la cartera también han vuelto a mejorarse, sobre todo en el área de gestión de los activos de garantía.



Aquisgrán, 9 de mayo de 2002



Willem F. Duisenberg, presidente del BCE, recibe el Premio Internacional Carlomagno de Aquisgrán 2002 en nombre del euro, en la ceremonia de entrega celebrada en el ayuntamiento histórico de Aquisgrán

Capítulo III

Gestión de riesgos

I Introducción

El BCE cuenta con un sistema de gestión de riesgos para medir, vigilar e informar de todos los riesgos asociados a las operaciones financieras y de crédito en las que interviene directamente esta institución o los 12 BCN del Eurosistema por cuenta del BCE. La función de gestión de riesgos del BCE se ocupa de la integración del proceso completo de políticas, procedimientos y sistemas que tiene la institución a su disposición para gestionar estos riesgos.

Este sistema de gestión de riesgos gira en torno a dos áreas principales: las operaciones de crédito y las operaciones de inversión. La primera presta especial atención a los riesgos relacionados con las operaciones de política monetaria y de los sistemas de pago (principalmente mediante la provisión de liquidez intradía en el sistema TARGET). La segunda se

ocupa de los riesgos asociados a la gestión de los activos exteriores de reserva y de los recursos propios del BCE.

Para evitar conflictos de intereses, y en consonancia con las prácticas más idóneas, en el BCE el Comité Ejecutivo es el responsable directo de la función de medir, supervisar e informar de los riesgos, y dicha función está separada de las tareas de asunción de riesgos.

El sistema de gestión de riesgos del BCE funcionó de manera eficiente en el año 2002, continuando con el comportamiento, generalmente positivo, observado desde el inicio de la Unión Monetaria. Este éxito es atribuible al compromiso del BCE de establecer y mantener una cultura de gestión de riesgos fuerte y activa, esencial para su reputación y su credibilidad a largo plazo.

2 Operaciones de crédito

En el curso de las operaciones de crédito derivadas de la política monetaria y de los sistemas de pago, el Eurosistema incurre en riesgos al intervenir en una transacción con una entidad de contrapartida que puede incumplir sus obligaciones. Este riesgo de crédito se atenúa al exigir activos adecuados que garanticen el crédito concedido. El garantizar el crédito minimiza, pero no elimina completamente, el riesgo de pérdida financiera si la entidad de contrapartida incumpliera. La toma de garantías transforma el riesgo de crédito en riesgo de mercado o de liquidez o, en otras palabras, en riesgo de liquidar con pérdidas los activos de garantía tras movimientos del mercado o problemas de liquidez. Las medidas de control de riesgos establecidas tienen como objetivo gestionar de manera eficiente los posibles riesgos de mercado y de liquidez a los que el Eurosistema pudiera estar expuesto al liquidar los activos pignoralados por una contrapartida que incumple sus obligaciones en una operación de crédito.

Estas medidas hacen también especial hincapié en la valoración de la calidad crediticia de

los activos de garantía admitidos en las operaciones de crédito, que es esencial para atenuar el riesgo de crédito. Todos los activos utilizados como garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema han de tener una calidad crediticia muy elevada. Corresponde a la función de gestión de riesgos del BCE la evaluación y el seguimiento de las distintas fuentes de información sobre los riesgos de crédito que el Eurosistema utiliza en la valoración de la calidad crediticia para la admisión de activos financieros como garantía. Además, el BCE se ocupa de asesorar acerca del nivel mínimo de calidad crediticia exigido a nuevos tipos de activos que se proponen cada cierto tiempo para su inclusión en la lista de activos de garantía admitidos del Eurosistema.

Debido a diferencias en la estructura financiera de los Estados miembros, y a motivaciones internas del Eurosistema, se distinguen dos categorías de activos que pueden ser admitidos en las operaciones de crédito del Eurosistema, y que se denominan lista "uno" y lista "dos" (véase capítulo II).

3 Sistema de gestión de riesgos de las operaciones de crédito

El sistema para gestionar los riesgos asociados a las operaciones de crédito del Eurosistema consta de tres componentes principales: el control de riesgos de los activos de garantía, los principios de valoración y la evaluación del riesgo de crédito de los activos de garantía.

Control de riesgos de los activos de garantía

Tanto los activos de la lista “uno” como los de la lista “dos” están sujetos a medidas de control de riesgos. Estas medidas se aplican a los activos que garantizan las operaciones de crédito del Eurosistema, para evitar el riesgo de que incurra en pérdidas en caso de que haya que liquidar los activos de garantía por incumplimiento de una entidad de contrapartida. Al liquidar los activos, el Eurosistema recupera los fondos que había proporcionado, y puede incurrir en riesgos de mercado y de liquidez, asociados a los activos de garantía recibidos. Para controlar estos riesgos, el Eurosistema siguió exigiendo en el año 2002 márgenes iniciales, recortes de valoración, márgenes de variación, límites en relación con los emisores/deudores o avalistas, así como garantías adicionales, e hizo uso de los tres primeros instrumentos a lo largo del periodo.

Para obtener un nivel de control de riesgos adecuado, conforme a las prácticas de mercado más idóneas, se realiza una evaluación de parámetros tales como la evolución actual y futura de los precios y de sus volatilidades. Las medidas de valor en riesgo (VaR) se utilizan para estimar los recortes de valoración necesarios para reflejar la máxima pérdida posible del valor de mercado que podrían sufrir los activos de garantía. Estas medidas se calculan partiendo del comportamiento histórico y con un cierto nivel de confianza estadística en un período de tiempo dado. Otras medidas para calibrar los recortes de valoración son las pruebas de estrés (*stress testing*) y las pruebas de rendimiento basadas en datos históricos (*back testing*).

El Eurosistema aplica recortes de valoración concretos, en función del tipo de activo, de la vida residual y de la estructura de los cupones. Los recortes se aplican deduciendo un determinado porcentaje al valor de mercado del activo. Los márgenes iniciales se aplican a la cuantía del crédito. Se efectúan ajustes simétricos de los márgenes siempre que los activos dejan de garantizar totalmente la operación principal o exceden el valor exigido. Los ajustes pueden llevarse a cabo mediante la aportación de activos de garantía adicionales o mediante pagos en efectivo.

Para los activos de la lista “uno” se volvieron a utilizar, en el 2002, tres tipos de recortes de valoración: fijo, variable y variable inverso. Los recortes de valoración aplicados a los activos de la lista “dos” corresponden a los riesgos específicos asociados a estos activos y son, por lo menos, tan estrictos como los recortes aplicados a los activos de la lista “uno”. Los márgenes iniciales y los ajustes de los márgenes de garantía se aplican a los activos de la lista “dos” de la misma manera que a los activos de la lista “uno”. Existen cuatro grupos de recortes diferentes para los activos de la lista “dos”, según las distintas características intrínsecas y la liquidez. En el 2002 se comenzó a estudiar la posibilidad de incorporar el riesgo de liquidez a los recortes de valoración de los activos de la lista “uno”.

Principios de valoración

Los activos de garantía están sometidos a una valoración diaria, y los bancos centrales nacionales calculan diariamente el valor exigido al activo de garantía, teniendo en cuenta los principios de valoración establecidos por el Eurosistema.

Para calcular el valor de cada activo negociable de las listas “uno” y “dos”, se utiliza un único mercado de referencia para obtener el precio de los activos y se define el precio más representativo de este mercado. Si existen varios precios, se considera solamente el

menor de todos ellos. Para los activos no negociables de la lista “dos” y para aquellos activos negociables de la lista “uno” que no suelen negociarse, de modo que no es posible comparar con el precio de mercado, se ha adoptado una estrategia de ajuste al valor teórico basada en el descuento del valor actual de los flujos de caja futuros. El descuento se basa en una curva cupón cero adecuada, y las diferencias entre los emisores se tienen en cuenta explícitamente a través de los diferenciales derivados del riesgo de crédito. En el 2002 se comenzó a estudiar la posibilidad de mejorar los métodos, con el fin de satisfacer la necesidad de valorar diariamente los activos de garantía utilizando valoraciones representativas. En este futuro sistema de valoración, se prestará especial atención a la mejora de los métodos teóricos y a la realización de comprobaciones para asegurar una valoración representativa cuando se utilicen precios de mercado.

Valoración del riesgo de crédito

Los activos utilizados como garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema deben tener una calidad crediticia elevada, para atenuar el riesgo de crédito o riesgo de impago de la entidad de contrapartida que toma prestada liquidez del Eurosistema. Si los activos de garantía considerados no están asociados a riesgos de impago (v.g., la deuda pública), la toma de garantías sirve para cubrir el riesgo de mercado (que se gestiona con las medidas de control de riesgo descritas anteriormente). Incluso cuando la propia garantía puede tener riesgos de impago (como ocurre con las obligaciones de empresa), el riesgo de crédito se ve fuertemente mitigado si la cali-

dad crediticia de estas obligaciones es suficientemente alta.

En la evaluación de la calidad de los instrumentos de renta fija, el BCE considera, entre otros factores, las calificaciones disponibles otorgadas por agencias y por aquellos BCN que disponen de sistemas internos de evaluación del crédito, así como determinados criterios institucionales dirigidos a obtener una protección especialmente elevada en las operaciones del Eurosistema, incluidos los avales. El Eurosistema no acepta como activos de garantía instrumentos de renta fija emitidos o respaldados por la entidad de contrapartida o por cualquier otra entidad con la que dicha contrapartida tenga vínculos estrechos. La calidad crediticia de los activos de garantía se verifica continuamente para comprobar que equivale, por lo menos, al nivel mínimo de solvencia financiera especificada por el Eurosistema.

El BCE actúa de asesor del Eurosistema en el análisis de las agencias de calificación crediticia aptas para calificar los activos de garantía. En el proceso de evaluación, el BCE aplica una serie de criterios en los que la independencia y la credibilidad son elementos fundamentales. El BCE realiza también un seguimiento de la evaluación del crédito proporcionada por los BCN y, en ocasiones, por las agencias nacionales que califican los activos nacionales de la lista “dos”. En el 2002, el BCE continuó sus esfuerzos encaminados a mejorar la comparabilidad de las distintas fuentes de evaluación del crédito usadas para calificar los activos de garantía y el análisis de las nuevas fuentes de información tras el previsible impacto de las propuestas del Comité de Basilea sobre el Nuevo Acuerdo de Capital de Basilea.

4 Operaciones de inversión

El BCE tiene dos carteras de inversión diferenciadas en las que está expuesto a un conjunto de riesgos. Una se compone de reservas de divisas, oro y derechos especiales de giro; y otra, de activos denominados en euros (los “recursos propios” del BCE). En las operacio-

nes de inversión, el BCE incurre en riesgos de mercado derivados de movimientos adversos de los tipos de interés, los tipos de cambio y los precios de otros activos, como, por ejemplo, el oro. Además, el BCE está expuesto al riesgo de liquidez, que es un factor impor-

tante en la cartera de activos exteriores de reserva, puesto que es primordial disponer de activos muy líquidos para la eventual intervención en los mercados de divisas. El BCE ha instaurado las medidas de control de riesgos para las operaciones de inversión que establecen las políticas, los sistemas y los procedimientos para gestionar estos riesgos.

Las reservas de divisas están denominadas en dólares estadounidenses y en yenes japoneses y son gestionadas activamente por los BCN por cuenta del BCE. El objetivo principal de esta cartera es su posible utilización en intervenciones en los mercados de divisas. Las posiciones en oro no se gestionan de manera activa, de conformidad con el Acuerdo sobre el Oro de los Bancos Centrales, de 26 de septiembre de 1999.

Los fondos propios del BCE (cartera de inversión), son gestionados por un grupo separado de gestores de cartera de la propia institución. La inversión de esta cartera tiene como objetivo proporcionar reservas al BCE para hacer frente a posibles pérdidas y obtener una rentabilidad que supere el tipo medio de las operaciones principales de financiación del BCE.

La solidez financiera y la reputación del BCE dependen de que la gestión de la cartera de inversión sea adecuada. Existe una estructura de gestión de riesgos independiente de la unidad de "asunción de riesgos". La independencia de la función de gestión de riesgos forma parte integral de la estructura organizativa del BCE.

5 Sistema de gestión de riesgos de las operaciones de inversión

El sistema para gestionar los riesgos asociados a las operaciones de inversión del BCE consta de tres componentes estrechamente relacionados, a saber, las medidas de gestión de riesgos, el análisis de los resultados de la inversión y el marco analítico para la asignación de activos.

Medidas de gestión de riesgos y su cumplimiento

Dado que el BCE se encuentra expuesto a los riesgos de mercado, de crédito y de liquidez, se realiza un seguimiento diario de las exposiciones a estos riesgos y del cumplimiento de los parámetros de riesgo. Este seguimiento independiente forma parte integral de la estructura de inversión. Las principales medidas del riesgo de mercado son la duración modificada y el valor en riesgo. El cumplimiento de una serie de límites impuestos a las entidades de contrapartida y a los activos forma parte del sistema de gestión del riesgo de crédito del BCE. Todas las entidades de contrapartida admitidas han de cumplir unos criterios de calificación mínimos y satisfacer determinadas obligaciones operativas. Tam-

bién se realiza un seguimiento diario del perfil de liquidez de la inversión. Existen procedimientos claros para informar de cualquier incumplimiento del marco y para hacer frente a esta situación.

En el 2002 han proseguido los esfuerzos encaminados al establecimiento de una plataforma informática general que aúne todas las aplicaciones utilizadas para la gestión de riesgos y complementa los sistemas de tesorería actuales. Finalmente, como el ámbito de inversión del BCE se ha ampliado, y en línea con la evolución registrada en el sector de gestión de activos, se han iniciado los trabajos para la fijación y la asignación de límites relativos de valor en riesgo (VaR) a los gestores de cartera. La puesta en funcionamiento de este concepto exigirá más de los gestores de riesgos y de los gestores de cartera.

Análisis de los resultados de la inversión

La medida y el análisis de los resultados constituyen una parte importante de la gestión de riesgos. Se calculan resultados mensuales para todas las carteras. Además, con periodi-

cidad semestral y anual, se presentan al Consejo de Gobierno informes más detallados y analíticos.

Se identifican, asimismo, las fuentes de los resultados en relación con las referencias de la inversión, lo que aporta información de utilidad a los gestores de cartera. La agregación de estos datos a lo largo de períodos más dilatados permite extraer conclusiones más detalladas. Este análisis también puede ser útil para los responsables de formular la política a la hora de decidir acerca de cualquier modificación del marco de inversión. Además, se analiza el empleo de distintos tipos de activos y de diferentes posiciones de crédito para entender mejor los resultados. Se han iniciado los preparativos para mejorar y perfeccionar aún más el sistema de atribución de resultados, lo que enriquecerá el análisis *ex post* de los resultados y permitirá que los responsables de la toma de decisiones reflexionen sobre las tendencias y las trayectorias adecuadas.

Marco analítico para la asignación de activos

Este marco de asignación de activos representa la piedra angular del proceso de inversión del BCE, que se centra fundamentalmente en la distribución óptima por monedas de las reservas de divisas y en la asignación óptima de activos para cada cartera de divisas. Todo ello queda reflejado en las referencias estratégicas, que están pensadas para indicar las preferencias riesgo-rentabilidad a largo plazo del BCE. Las referencias son cruciales para los resultados de la inversión del BCE, pues la rentabilidad de las inversiones es el principal determinante de la generación de recursos.

El objetivo de la asignación de activos es lograr la máxima rentabilidad, dentro de las limitaciones preestablecidas. Se han destinado recursos considerables al desarrollo de la metodología empleada en el proceso de asignación de activos. Para el examen del 2002 se utilizó un modelo econométrico específico con el fin de obtener la rentabilidad esperada de los tipos de activos que se utilizan en el ejercicio de optimización. Dada la importancia que atribuye el BCE al ejercicio de asignación de activos, la metodología está sujeta a revisiones periódicas, para intentar una mejora continua.



13 de mayo de 2002



Un grupo de jóvenes visita el BCE

Capítulo IV

Evolución económica de los otros países de la Unión Europea

El Eurosistema y los BCN de los países de la UE que no forman parte de la zona del euro colaboran estrechamente en el marco del Consejo General del BCE, a fin de contribuir al mantenimiento de la estabilidad de precios en el conjunto de la UE. En este contexto, el examen periódico de la situación macroeconómica, así como de las políticas monetaria y cambiaria es un elemento crucial de las actividades de coordinación entre el Eurosistema y los tres BCN que todavía no participan en la política monetaria única. Aunque estos BCN ejecutan su política monetaria en marcos institucionales y operativos diferentes, el objetivo último de la política monetaria es, en todos los casos, el de mantener la estabilidad de precios.

Dinamarca

La economía danesa experimentó una moderada recuperación en el 2002, año en el que el PIB real registró un crecimiento del 1,6%, frente al 1,4% observado en el 2001 (véase cuadro 11). Este crecimiento fue principalmente impulsado por la demanda interna y, en particular, por el consumo privado, que aumentó en concordancia con el incremento de la renta real disponible. La reforma fiscal Whitsun de 1998, principalmente diseñada para fomentar el ahorro privado, se completó en el año 2002. La evolución de los precios de la vivienda, en términos reales, no tuvo una incidencia significativa sobre el consumo privado, mientras que la caída de las cotizaciones bursátiles tuvo un efecto riqueza negativo limitado. La inversión en capital fijo, especialmente en transporte y maquinaria, y el consumo público contribuyeron también al creci-

Cuadro 11

Indicadores macroeconómicos de Dinamarca

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2002 I	2002 II	2002 III	2002 IV
PIB real	3,0	2,5	2,6	2,8	1,4	1,6	1,2	3,0	1,1	0,9
<i>Contribución al crecimiento del PIB real:¹⁾</i>										
Demanda interna real, incluida la variación de existencias	4,6	3,9	0,1	1,9	0,7	1,0	0,8	1,5	1,1	0,8
Demanda exterior neta	-1,7	-1,4	2,6	0,9	0,7	0,5	0,5	1,6	-0,0	0,1
IAPC	1,9	1,3	2,1	2,7	2,3	2,4	2,5	2,1	2,4	2,7
Remuneración por asalariado	3,2	3,3	3,6	3,5	5,0	3,4	4,5	3,4	2,8	3,1
Costes laborales unitarios, total de la economía	1,8	2,5	2,4	1,7	3,4	1,1	2,3	0,5	0,9	0,8
Deflactor de las importaciones (bienes y servicios)	2,2	-2,5	-2,4	9,6	2,5	-0,6	1,4	-1,7	-1,3	-0,9
Cuenta corriente más nueva cuenta de capital (en % del PIB) ²⁾	0,5	-0,9	2,4	1,5	3,1	2,9	2,7	3,3	3,8	1,8
Empleo total	1,3	1,6	1,2	0,9	-0,3	-0,7	-0,9	0,1	-0,8	-1,4
Tasa de desempleo (en % de la población activa)	5,3	4,9	4,8	4,4	4,3	4,5	4,3	4,4	4,6	4,7
Saldo presupuestario (en % del PIB) ^{3), 4)}	0,4	1,1	3,3	2,6	2,8	1,9	.	.	.	.
Deuda bruta consolidada (en % del PIB) ³⁾	61,2	56,2	53,0	47,4	45,4	45,2	.	.	.	.
Tipo de interés a tres meses (en %) ⁵⁾	3,7	4,1	3,3	4,9	4,6	3,5	3,6	3,7	3,5	3,2
Rendimiento de la deuda pública a diez años (en %) ⁵⁾	6,3	4,9	4,9	5,6	5,1	5,1	5,2	5,4	4,9	4,7
Tipo de cambio frente al ECU o al euro ^{5), 6)}	7,48	7,50	7,44	7,45	7,45	7,43	7,43	7,43	7,43	7,43

Fuentes: Eurostat, Comisión Europea, datos nacionales y cálculos del BCE.

1) Puntos porcentuales.

2) Datos trimestrales, no ajustados de estacionalidad ni de días laborables.

3) De conformidad con la definición del Tratado de Maastricht.

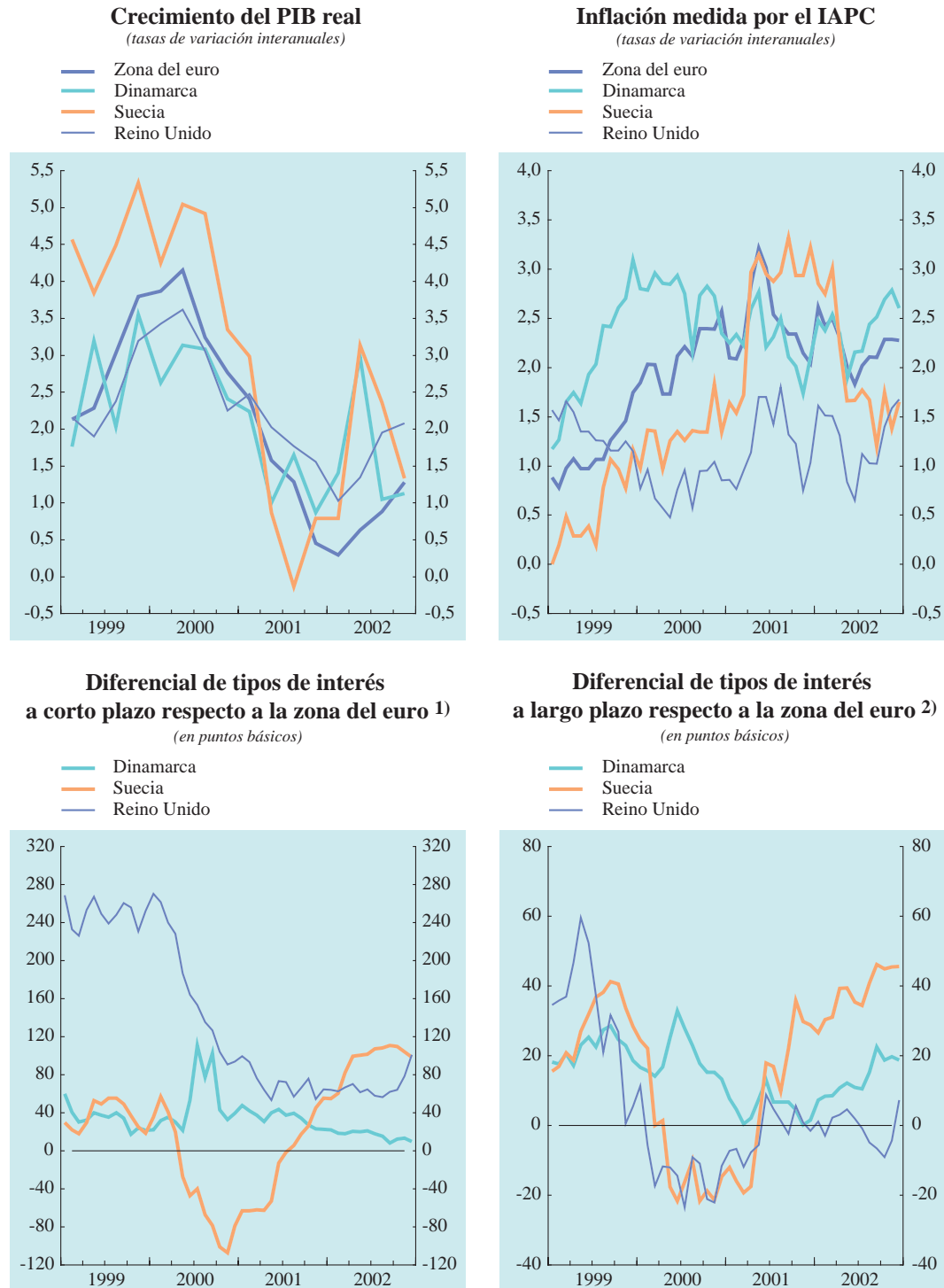
4) Superávit (+) / déficit (-) de las Administraciones Públicas.

5) Medias de los períodos.

6) Unidades de moneda nacional por ECU hasta finales de 1998 y por euro a partir de entonces.

Gráfico 3 I

Indicadores económicos y financieros de la zona del euro y de los países de la UE no pertenecientes a la zona del euro



Fuentes: BCE y Eurostat.

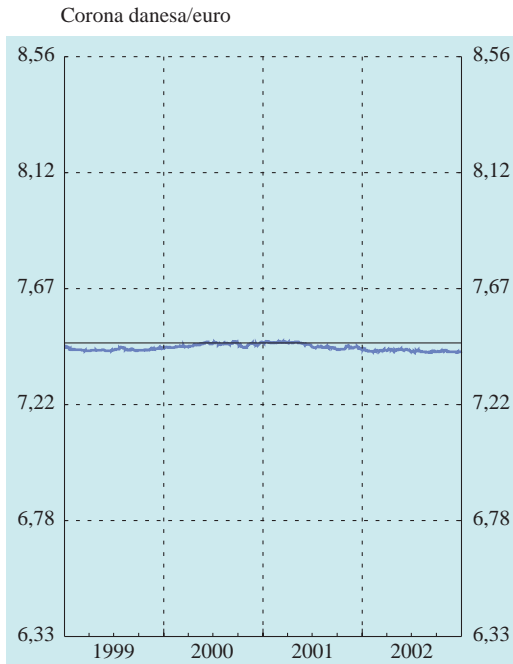
1) Para los países no pertenecientes a la zona del euro: tipos interbancarios a tres meses; para la zona del euro: EURIBOR a tres meses.

2) Rendimiento de la deuda pública a largo plazo, bonos a diez años o con vencimiento más próximo a este plazo.

Gráfico 32

Tipos de cambio bilaterales frente al euro de las monedas de los países de la UE no pertenecientes a la zona del euro

Corona danesa



Paridad central frente al euro anunciada el 31 de diciembre de 1998: 7,46038

Corona sueca



Libra esterlina



miento en el 2002. A pesar de que la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB real fue más moderada en el 2002, hay que destacar el dinamismo sostenido de las exportaciones. La tasa de desempleo permaneció en el 4,5%.

En un contexto de tensiones en el mercado de trabajo y de elevados precios de la energía, la tasa de inflación medida por el IAPC se mantuvo en torno al 2,4% durante la mayor parte del año, salvo en el mes de noviembre, en el que alcanzó el 2,8%. La inflación media interanual medida por el IAPC fue superior a la de la zona del euro en el 2002, como consecuencia, principalmente, del aumento de los precios de la enseñanza y de otros servicios (véase gráfico 31). El incremento de la oferta de trabajo continúa siendo importante por su contribución para aliviar las presiones salariales, si bien el crecimiento de los costes laborales unitarios se redujo en 2002, en comparación con el 2001, debido, en gran parte, a la recuperación de la productividad del trabajo. La evolución del tipo de cambio efectivo real indica que la competitividad de Dinamarca con respecto a la zona del euro permaneció prácticamente estable en el 2002.

Las finanzas públicas mantuvieron una posición sólida en el 2002. El superávit de las Administraciones Públicas se situó en el 1,9% del PIB, 1 punto porcentual por debajo del nivel alcanzado en el año anterior. Cerca de la mitad de esta reducción refleja un efecto contable derivado de la reforma de las pensiones, y los ingresos procedentes del impuesto de sociedades bajaron moderadamente. La deuda pública siguió experimentando un leve descenso, de 45,4% a 45,2% del PIB en el 2001. El suplemento del Programa de Convergencia actualizado de Dinamarca prevé superávit presupuestarios del 1,9% y del 2,4% del PIB en los años 2003 y 2004, respectivamente. El saldo para el 2003 es 0,2 puntos porcentuales inferior al que se contemplaba en la actualización anterior, debido, en gran medida, a revisiones estadísticas y a una mayor tasa de desempleo. Se espera que la *ratio* de deuda bruta descienda al 42,1% del PIB en el 2003 y al 39,2% en el 2004.

En la actualidad, Dinamarca es el único país que participa en el MTC II y sigue aplicando una política de tipo de cambio fijo frente al euro, manteniendo una banda estrecha de $\pm 2,25\%$ en torno a su paridad central en el MTC II, de 7,46038 coronas por euro. La evolución de los tipos de interés oficiales y de los tipos de mercado a corto plazo está en consonancia con las decisiones del BCE en materia de tipos de interés y la evolución del tipo de cambio de la corona frente al euro. La corona danesa permaneció muy próxima a su paridad central en el MTC II en el 2002, en un nivel ligeramente más alto que su tipo central (véase gráfico 32). El 29 de agosto la corona alcanzó su cota máxima anual frente al euro (7,424 coronas por euro). Las reservas exteriores aumentaron hasta situarse en su nivel más elevado en el tercer trimestre del 2002, para disminuir ligeramente a finales del año. Una de las razones de la reciente apreciación de la corona es la venta de valores extranjeros por fondos de pensiones daneses, con objeto de reducir su nivel global de riesgos ante la caída de las cotizaciones bursátiles en los mercados internacionales.

En el 2002, el Danmarks Nationalbank rebajó cuatro veces el tipo de interés de sus préstamos, reduciéndose el diferencial de este tipo con respecto al tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del BCE en 20 puntos básicos. En vista de las cuantiosas entradas de capital exterior, el Danmarks Nationalbank recortó el tipo de interés de los préstamos 0,05 puntos porcentuales, el 1 de febrero, el 9 de agosto y el 30 de agosto, descendiendo éste del 3,60% al 3,45%. El 5 de diciembre, se realizó una nueva rebaja de 0,5 puntos porcentuales, en consonancia con una reducción de igual magnitud del tipo de interés oficial del BCE. El tipo de los préstamos del banco central se situó en el 2,95%. Durante el año 2002, los tipos de interés a corto plazo descendieron algo más que en la zona del euro. Así pues, el diferencial entre los tipos de mercado a corto plazo de Dinamarca y de la zona del euro se estrechó alrededor de 10 puntos básicos en diciembre del 2002 (véase gráfico 31). El rendimiento de la deuda pública a largo plazo fluctuó en

Cuadro 12**Indicadores macroeconómicos de Suecia***(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)*

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2002 I	2002 II	2002 III	2002 IV
PIB real	2,4	3,6	4,6	4,4	1,1	1,9	0,8	3,1	2,4	1,3
<i>Contribución al crecimiento del PIB real: ¹⁾</i>										
Demanda interna real, incluida la variación de existencias	1,0	3,9	3,0	3,4	0,0	0,6	-1,9	0,5	1,8	2,0
Demanda exterior neta	1,4	-0,3	1,5	0,9	1,1	1,3	2,7	2,7	0,5	-0,6
IAPC	1,8	1,0	0,6	1,3	2,7	2,0	2,9	1,9	1,5	1,6
Remuneración por asalariado	4,7	2,6	1,2	7,0	5,0	3,9	5,1	3,6	3,7	3,1
Costes laborales unitarios, total de la economía	0,9	0,5	-1,1	5,0	5,8	2,1	4,7	0,8	1,4	1,7
Deflactor de las importaciones (bienes y servicios)	0,7	-0,5	1,1	4,5	4,7	0,4	2,0	0,4	-0,1	-0,7
Cuenta corriente más nueva cuenta de capital (en % del PIB) ²⁾	.	3,6	2,6	3,8	3,8	4,2	5,5	5,3	4,1	1,8
Empleo total	-1,1	1,5	2,2	2,2	2,0	0,1	0,2	0,1	-0,0	0,0
Tasa de desempleo (en % de la población activa)	9,9	8,2	6,7	5,6	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	5,1
Saldo presupuestario (en % del PIB) ^{3), 4)}	-1,5	1,9	1,5	3,4	4,5	1,2	.	.	.	.
Deuda bruta consolidada (en % del PIB) ³⁾	73,1	70,5	62,7	52,8	54,4	52,4	.	.	.	.
Tipo de interés a tres meses (en %) ⁵⁾	4,4	4,4	3,3	4,1	4,1	4,3	4,0	4,5	4,4	4,1
Rendimiento de la deuda pública a diez años (en %) ⁵⁾	6,6	5,0	5,0	5,4	5,1	5,3	5,4	5,6	5,2	5,0
Tipo de cambio frente al ECU o al euro ^{5), 6)}	8,65	8,91	8,81	8,45	9,25	9,16	9,16	9,16	9,23	9,10

Fuentes: Eurostat, Comisión Europea, datos nacionales y cálculos del BCE.

1) Puntos porcentuales.

2) Datos trimestrales, que no están ajustados de efectos de estacionalidad ni de días laborables.

3) De conformidad con la definición del Tratado de Maastricht.

4) Superávit (+) / déficit (-) de las Administraciones Públicas.

5) Medias de los períodos.

6) Unidades de moneda nacional por ECU hasta finales de 1998 y por euro a partir de entonces.

torno a una media del 5,1%, mientras que el diferencial con respecto a la zona del euro se amplió hasta cerca de 20 puntos básicos a finales del año.

Suecia

El crecimiento del PIB real de Suecia aumentó en el 2002, en un contexto de desaceleración de la economía mundial y de debilidad de los mercados financieros (véase gráfico 31). El PIB real creció un 1,9%, en comparación con el 1,1% del año anterior (véase cuadro 12). En el primer semestre del 2002, el crecimiento del PIB real estuvo sostenido, principalmente, por la demanda exterior neta. El crecimiento de las exportaciones, que se intensificó a finales del 2001 y comienzos del 2002, registró una desaceleración a lo largo del año, reflejo de la debilidad de la recuperación de la eco-

nomía mundial. No obstante, debido al menor crecimiento de las importaciones, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento se incrementó en el conjunto del 2002. En el segundo semestre del año, el consumo privado experimentó una fuerte recuperación, pese a la pronunciada caída que sufrieron los mercados bursátiles durante el verano. Esta evolución puede explicarse, fundamentalmente, por el aumento de la renta real disponible, originado por los recortes impositivos, los bajos tipos de interés, la elevación de los precios de la vivienda y el reducido nivel de desempleo. También crecieron sensiblemente el consumo público y la inversión pública en el segundo semestre del año. Sin embargo, la inversión privada y la actividad industrial mantuvieron, en general, una senda moderada a lo largo del año. La contribución de la variación de existencias al crecimiento del PIB real fue ligeramente negativa en el

conjunto del 2002. El crecimiento del empleo experimentó una moderación significativa, aunque se mantuvo relativamente elevado en la construcción y el sector público. El número total de horas trabajadas disminuyó en el 2002. Este indicador ha evolucionado, en general, más lentamente que el crecimiento del empleo en los últimos años, debido, en parte, al rápido incremento del absentismo por enfermedad. La tasa de desempleo permaneció cercana al 5% a lo largo del año.

Las tasas de inflación interanuales, medidas por el IAPC, el IPC y el UNDIX¹, siguieron moderándose en el 2002 (véase gráfico 31), como consecuencia de los efectos de base asociados a las subidas de precios registradas en el 2001 y de la reducción de las presiones sobre los costes. La tasa media de inflación interanual, medida por el IAPC, fue del 2% en el 2002, frente al 2,7% observado en el 2001, mientras que el IPC subió un 2,4%, en comparación con el 2,6% del 2001². Los costes laborales unitarios crecieron un 2%, en comparación con el 6,1% del año anterior, principalmente debido a la recuperación de la productividad del trabajo.

El superávit presupuestario de las Administraciones Públicas bajó drásticamente, del 4,5% del PIB en el 2001 al 1,2% en el 2002. A este descenso contribuyeron los recortes impositivos de, aproximadamente, un 1% del PIB, el aumento de algunos gastos y los efectos fiscales de un crecimiento del PIB por debajo de la tendencia, así como la ausencia de un “efecto arrastre” positivo de años anteriores, que había afectado notablemente a la ejecución del presupuesto en el 2001. La deuda en relación con el PIB se redujo del 54,4% en el 2001 al 52,4% en el 2002. El Programa de Convergencia actualizado de Suecia marca como objetivo la consecución de superávit presupuestarios del 1,5% y 1,6% del PIB para los años 2003 y 2004, respectivamente. Este superávit se ajusta todavía a la regla fiscal sueca de mantener un superávit aproximadamente del 2% durante el ciclo económico, debido a los elevados superávit alcanzados en años anteriores. Sin embargo, se ha diferido la última fase de la reforma del impuesto sobre

la renta para evitar caídas suplementarias del superávit. Se prevé que la deuda en relación con el PIB descienda al 50,9% en el 2003 y al 49,3% en el 2004.

El Sveriges Riksbank aplica un régimen cambiario flexible, en el que el objetivo de la política monetaria se expresa en forma de un objetivo explícito de inflación, fijado en un incremento del IPC del 2%, con un margen de tolerancia de ± 1 punto porcentual. El 19 de marzo y el 26 de abril del 2002, el Sveriges Riksbank elevó el tipo de interés de sus operaciones dobles 0,25 puntos porcentuales cada vez. Dicho tipo se situó en el 4,25%, en el contexto de una utilización de la capacidad productiva relativamente intensa y de perspectivas favorables de recuperación de la economía mundial, lo que incrementó el riesgo de que se sobrepasara el objetivo de inflación del 2%. Sin embargo, en otoño, como consecuencia de las fuertes caídas registradas en los mercados bursátiles, de la mayor incertidumbre respecto a la recuperación de la economía mundial y del debilitamiento de la actividad industrial, el Sveriges Riksbank rebajó el tipo de interés de sus operaciones dobles en 0,25 puntos porcentuales el 15 de noviembre y el 5 de diciembre, ante el mayor riesgo de que la inflación futura se situara por debajo del objetivo. Como resultado de estas variaciones del tipo de interés oficial, el diferencial entre los tipos de interés de mercado a corto plazo de Suecia y de la zona del euro siguió ampliándose en el primer semestre del 2002, hasta situarse en torno a 100 puntos básicos, mientras que permaneció, en general, estable en el segundo semestre (véase gráfico 31). Los tipos de interés a largo plazo siguieron una evolución paralela a la de los mercados internacionales de deuda y el diferencial

1 El UNDIX se define como el IPC excluidos los gastos en concepto de intereses y los efectos directos de la modificación de los impuestos indirectos y las subvenciones. En Suecia, el IPC general es la variable objetivo de la política monetaria. No obstante, cuando en los últimos años las proyecciones se han visto afectadas por factores transitorios, las decisiones respecto a la política monetaria se han basado en una evaluación del UNDIX.

2 La razón de la mayor diferencia entre el IPC y el IAPC de Suecia es la introducción de un precio máximo para las guarderías, incluido en el IAPC pero no en el IPC, a partir del 1 de enero de 2002, lo que reduce la inflación medida por el IAPC en unos 0,4 puntos porcentuales.

Cuadro 13**Indicadores macroeconómicos del Reino Unido***(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)*

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2002 I	2002 II	2002 III	2002 IV
PIB real	3,4	2,9	2,4	3,1	2,0	1,6	1,0	1,3	2,0	2,1
<i>Contribución al crecimiento del PIB real:¹⁾</i>										
Demanda interna real, incluida la variación de existencias	4,0	5,1	3,8	4,1	2,6	2,6	2,6	1,9	2,6	3,1
Demanda exterior neta	-0,5	-2,2	-1,4	-1,1	-0,6	-1,0	-1,6	-0,6	-0,7	-1,0
IAPC	1,8	1,6	1,3	0,8	1,2	1,3	1,5	0,9	1,1	1,6
Remuneración por asalariado	4,3	5,3	4,0	4,7	5,2	.	2,8	3,2	.	.
Costes laborales unitarios, total de la economía	2,8	3,5	3,1	2,9	4,0	.	2,4	2,6	.	.
Deflactor de las importaciones (bienes y servicios)	-7,1	-6,2	-2,5	0,7	-0,1	.	-3,6	-2,8	-1,3	.
Cuenta corriente más nueva cuenta de capital (en % del PIB) ²⁾	-0,1	-0,5	-2,1	-1,8	-1,5	.	-0,5	-1,9	-0,2	.
Empleo total	2,0	1,2	1,5	1,3	0,8	.	0,6	0,8	.	.
Tasa de desempleo (en % de la población activa)	6,9	6,2	5,9	5,4	5,0	.	5,1	5,1	5,2	.
Saldo presupuestario (en % del PIB) ^{3), 4)}	-2,2	0,2	1,1	1,6	0,8	-1,4	.	.	.	.
Deuda bruta consolidada (en % del PIB) ³⁾	50,8	47,7	45,1	42,1	39,0	38,6	.	.	.	.
Tipo de interés a tres meses (en %) ⁵⁾	6,8	7,3	5,4	6,1	5,0	4,0	4,0	4,1	3,9	3,9
Rendimiento de la deuda pública a diez años (en %) ⁶⁾	7,1	5,6	5,0	5,3	5,0	4,9	5,1	5,3	4,7	4,5
Tipo de cambio frente al ECU o al euro ⁷⁾	0,69	0,67	0,66	0,61	0,62	0,63	0,61	0,63	0,64	0,64

Fuentes: Eurostat, Comisión Europea, datos nacionales y cálculos del BCE.

1) Puntos porcentuales.

2) Datos trimestrales, que no están ajustados de efectos de estacionalidad ni de días laborables.

3) Estimaciones para el año natural. De conformidad con la definición del Tratado de Maastricht.

4) Estimaciones para el año natural. Superávit (+) / déficit (-) de las Administraciones Públicas.

5) Medias de los períodos. Depósitos interbancarios a tres meses en libras esterlinas.

6) Medias de los períodos. Fuente: BPL.

7) Media de los períodos. Unidades de moneda nacional por ECU hasta finales de 1998 y por euro a partir de entonces.

con respecto a la zona del euro aumentó ligeramente, hasta alrededor de 50 puntos básicos al final del año. La corona, que fluctuó entre 9 y 9,5 coronas por euro en el 2002, se vio afectada periódicamente por la evolución de los mercados financieros y la especulación sobre la adopción del euro por Suecia (véase gráfico 32), apreciándose frente al euro en torno a un 1,5% a finales del 2002, frente a su cotización de comienzos de año.

Reino Unido

Como consecuencia de la considerable desaceleración de la economía mundial, la tasa media de crecimiento del PIB real en el Reino Unido descendió al 1,6%, en comparación con el 2% observado en el 2001 (véase gráfico 13). Sin embargo, tras registrar una tasa de

crecimiento moderada inicialmente, la economía del Reino Unido creció a un ritmo más intenso durante el resto del año, impulsada, principalmente, por el consumo privado y el gasto público.

El crecimiento del consumo real de las familias se mantuvo estable en términos generales, en comparación con el año anterior, situándose en el 3,9%, a pesar de la desaceleración del crecimiento de la renta real disponible y de la caída de las cotizaciones bursátiles. El crecimiento del consumo privado fue importante, dados la subida acelerada de los precios de la vivienda, el crecimiento sostenido del empleo y la vigorosa expansión del crédito. El crecimiento del producto también se vio respaldado por una aceleración del consumo público, que pasó del 2,3% en el 2001 al 4,2% en el 2002, generalmente en

línea con los objetivos de gasto fijados por el gobierno. La formación bruta de capital fijo experimentó un descenso del 4,5%, frente al incremento del 0,8% registrado en el 2001. La escasa confianza en las perspectivas de la demanda exterior y el aumento del coste del capital, asociado a la caída generalizada observada en los mercados bursátiles internacionales, pueden haber disuadido a las empresas a elevar su gasto de capital. La disminución de la inversión privada se compensó, en parte, con una aceleración de la inversión pública, como resultado de los planes encaminados a incrementar el volumen de capital del sector público. La contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB real fue negativa por séptimo año consecutivo (1 punto porcentual en el 2002). Las exportaciones se redujeron en un 1,4%, tras registrar un aumento del 0,9% en el 2001. Sin embargo, el tipo de composición del crecimiento de la demanda agregada continuó frenando las importaciones, cuya tasa de crecimiento se redujo hasta el 1,2% en el 2002.

En general, el mercado de trabajo permaneció estable, con una tasa de desempleo que se situó en el 5,2% en el 2002. El empleo total siguió creciendo a una tasa similar a la del 2001, como consecuencia del marcado incremento del número de puestos de trabajo en el sector público. La desaceleración cíclica registrada en el 2001 y a comienzos del 2002 parece haber afectado al mercado de trabajo a través de la reducción del número de horas trabajadas y de la ralentización del crecimiento de la remuneración por asalariado.

Durante la mayor parte del año, la inflación medida por el RPIX se mantuvo por debajo del objetivo del 2,5% fijado por el gobierno, con una tasa media del 2,2%, prácticamente similar a la del año anterior³, mientras que se elevó por encima del objetivo en noviembre y diciembre, como resultado de la subida de los precios de la gasolina y del componente de coste de la vivienda. La inflación medida por el IAPC, situada como promedio en el 1,3% fue sensiblemente inferior a la inflación medida por el RPIX, debido, en parte, al hecho de que el componente de coste de la

vivienda del RPIX, en constante aumento, no está incluido en el IAPC. La divergencia entre la evolución de los precios de los bienes y de los servicios se acentuó en el 2002. Los precios de los servicios subieron, mientras que la debilidad de la demanda y la fuerte competencia en los mercados internacionales siguieron ejerciendo presiones a la baja sobre los precios de los sectores de bienes más expuestos a la competencia. Al mismo tiempo, el crecimiento medio anual de los costes laborales unitarios en el total de la economía también permaneció estable en comparación con el año anterior. En conjunto, las presiones sobre los costes parecen haberse mantenido bastante moderadas.

Tras la notable mejora del presupuesto de las Administraciones Públicas observada en los años anteriores, el superávit empezó a reducirse, hasta situarse en el 0,8% del PIB en el 2001 y dar paso a un déficit del 1,4% del PIB en el 2002. Esta reducción fue consecuencia de un pronunciado incremento del gasto público, que dio lugar a una orientación expansiva de la política fiscal y a una acusada disminución de los ingresos por impuestos directos. De forma especial, los ingresos por el impuesto de sociedades fueron menores de lo esperado, en particular en el sector de servicios financieros. La deuda en relación con el PIB descendió ligeramente, desde el 39% en el 2001 al 38,6% en el 2002. El Programa de Convergencia actualizado prevé un déficit presupuestario del 1,8% y del 2,2% del PIB en los ejercicios 2002/03 y 2003/04, respectivamente. Se espera que en dichos ejercicios la *ratio* de deuda bruta con respecto al PIB se eleve ligeramente, del 37,9% al 38,8%, respectivamente.

El Banco de Inglaterra ejecuta la política monetaria en el marco de un régimen cambiario flexible, con un objetivo de inflación explícito, fijado por el gobierno en un incremento interanual del RPIX del 2,5%. En el 2002, el tipo de interés oficial de las operaciones dobles permaneció sin cambios en el

³ El RPIX se define como el índice de precios al por menor, excluidos los pagos de intereses hipotecarios.

4%. En febrero del 2003, dicho tipo se redujo al 3,75%. El diferencial de tipos de interés a corto plazo con respecto a la zona del euro fluctuó en torno a 60 puntos básicos a lo largo del 2002, y se incrementó levemente en diciembre, tras el recorte de los tipos de interés oficiales efectuado por el BCE (véase gráfico 31). El rendimiento de la deuda pública a diez años osciló alrededor de su nivel del 2001, y descendió posteriormente hasta situarse, a finales del 2002, algo por encima del nivel de la zona del euro. El tipo de cam-

bio de la libra esterlina frente al euro se depreció ligeramente durante el año (véase gráfico 32). La depreciación inicial frente al euro observada en mayo y junio, posiblemente asociada a la especulación sobre la adopción del euro por el Reino Unido y a una fuerte apreciación del euro frente al dólar estadounidense en aquel momento, cambió parcialmente de signo durante el tercer trimestre, aunque la libra volvió a depreciarse en el cuarto trimestre del año.



Exvicepresidente y vicepresidente actual del BCE, Christian Noyer (izquierda) y Lucas Papademos



Fiesta de despedida del vicepresidente Christian Noyer el 28 de mayo de 2002

Capítulo V

Asuntos europeos y cooperación internacional

I Asuntos europeos

En el año 2002, el BCE continuó manteniendo sus relaciones habituales con las instituciones y los órganos relevantes de la Comunidad Europea¹. Representantes del BCE asistieron a aquellas reuniones del Consejo ECOFIN en que se deliberó sobre cuestiones referidas a los objetivos y funciones del SEBC. En el año 2002, se trataron aspectos relativos a la estabilidad, la regulación y la supervisión financieras, así como la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Al mismo tiempo, el presidente del Consejo ECOFIN ejerció en diversas ocasiones su derecho a participar en las reuniones del Consejo de Gobierno. A este respecto, cabe señalar que durante el segundo semestre del año 2002, al corresponder la presidencia del Consejo de la UE a un Estado miembro acogido a excepción (Dinamarca), fue el presidente del Eurogrupo quien asistió a las reuniones del Consejo de Gobierno, en nombre del presidente del Consejo ECOFIN. Asimismo, un miembro de la Comisión Europea participó en las reuniones del Consejo de Gobierno.

El presidente del BCE y los gobernadores de los BCN fueron invitados, además, a las dos reuniones informales que celebró el Consejo ECOFIN, que tuvieron lugar en Oviedo (España) y Copenhague (Dinamarca), en los meses de abril y septiembre del año 2002, respectivamente. En ambas reuniones se discutieron cuestiones relativas a la integración de los mercados financieros europeos, la estabilidad, la regulación y la supervisión financieras. Además, la reunión de Oviedo proporcionó a sus participantes la oportunidad de mantener un intercambio de puntos de vista sobre aspectos referidos al gobierno corporativo y al sistema financiero internacional. El Consejo ECOFIN informal celebrado en Copenhague se centró, entre otras, en cuestiones relativas a la ampliación de la UE y a la arquitectura financiera internacional.

En consonancia con las prácticas seguidas durante el pasado, el BCE continuó asistiendo con regularidad a las reuniones del Eurogrupo. La participación en estas reuniones

brinda al BCE la oportunidad de mantener un diálogo franco e informal sobre cuestiones de política económica con los ministros de Economía y Hacienda de los países y con el Comisario de Asuntos Económicos y Monetarios. Las deliberaciones en el seno del Eurogrupo se centraron en las perspectivas económicas generales de la zona del euro y en la evolución presupuestaria en cada uno de los países de la zona. Un tema de particular interés, especialmente durante el primer semestre del 2002, fue el seguimiento regular del desarrollo del proceso de introducción del euro. De manera adicional, el Eurogrupo siguió discutiendo los avances realizados en el ámbito de las reformas estructurales necesarias.

Además de las relaciones de carácter político descritas anteriormente, el BCE continuó participando en las reuniones del Comité Económico y Financiero (CEF) y del Comité de Política Económica (CPE), a las que también asistieron los BCN. El BCE, a través de su participación en estos comités, que realizan análisis y asesoran al Consejo ECOFIN y al Eurogrupo, contribuyó con sus conocimientos técnicos a los diversos procedimientos de política económica y a los trabajos de supervisión multilateral. En este sentido, el BCE intervino, entre otros asuntos, en la preparación de las Orientaciones generales de política económica y en la evaluación de los programas de estabilidad y de convergencia de los Estados miembros. Además, el BCE tomó parte en el extenso conjunto del resto de actividades de ambos comités, como el perfeccionamiento de los instrumentos y de los métodos analíticos y los amplios estudios de revisión de las situaciones económicas de los países, realizados por el CPE. Dado que este comité centra básicamente su atención en las reformas estructurales y culmina con la elaboración de un informe anual sobre este tema, el BCE consigue obtener mediante su participación una mejor percepción de los

¹ Las relaciones del BCE con el Parlamento Europeo se analizan por separado en el capítulo XII.

procesos de reformas estructurales y contrastar sus puntos de vista con los Estados miembros.

Asimismo, el BCE continuó asistiendo a las reuniones semestrales del Diálogo Macroeconómico, tanto a las de carácter técnico como a las de naturaleza política. De conformidad con el mandato recibido del Consejo Europeo de Colonia, representantes de los Estados miembros, la Comisión Europea, el BCE, los bancos centrales de los países no pertenecientes a la zona del euro e interlocutores sociales de los Estados miembros de la UE analizaron las perspectivas económicas y los correspondientes desafíos en materia de política económica. En consecuencia, el Diálogo Macroeconómico siguió ofreciendo un foro para el intercambio confidencial de opiniones y la creación de un clima de confianza entre los participantes.

Entre el amplio abanico de temas tratados por las instituciones y órganos europeos con los que el BCE mantiene estrechas relaciones, destacan por su importancia económica e institucional las que se mencionan a continuación.

1.1 Aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento

Debido al deterioro de la situación presupuestaria y de las perspectivas sobre su evolución próxima, 2002 ha sido un año en el que la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento se ha puesto a prueba.

Durante el año 2001, tanto Alemania como Portugal se alejaron notablemente de los objetivos de déficit presupuestario de las Administraciones Públicas que se habían establecido en los respectivos programas de estabilidad. Ante la percepción de un riesgo de déficit excesivo en ambos países, el 30 de enero de 2002, la Comisión formuló unas Recomendaciones para el Consejo, con el fin de alertar de forma anticipada a estos dos países. Mediante esta actuación, la Comisión inició, por vez primera, el procedimiento de

alerta temprana previsto en el Reglamento (CE) n° 1466/97 del Consejo relativo al reforzamiento de la supervisión de las situaciones presupuestarias y a la supervisión y coordinación de las políticas económicas. En respuesta, tanto Alemania como Portugal se comprometieron firmemente a adoptar las medidas necesarias al objeto de evitar la superación del valor de referencia del 3% del PIB, así como a lograr situaciones presupuestarias próximas al equilibrio en el año 2004. Ante tales compromisos, el Consejo ECOFIN, en su reunión del día 12 de febrero de 2002, consideró que los gobiernos alemán y portugués habían hecho frente a las inquietudes expresadas por la Comisión en sus recomendaciones, por lo que decidió cerrar ambos procedimientos.

El 21 de junio de 2002, el Consejo formuló su Recomendación para las Orientaciones generales de política económica relativas a las políticas económicas de los Estados miembros y de la Comunidad. Por lo que respecta a las políticas presupuestarias, las Orientaciones generales recomendaron a los Estados miembros que aún no habían logrado situaciones presupuestarias próximas al equilibrio o con superávit que las alcanzaran en el año 2004 a más tardar. En consonancia con las prácticas habituales, las recomendaciones prescritas en las Orientaciones generales se basaron en los supuestos de las previsiones económicas de primavera de la Comisión respecto a las principales variables económicas. Sin embargo, los resultados económicos observados en los meses siguientes mostraron un deterioro sustancial de la situación económica con respecto a las previsiones. En consecuencia, dejó de ser realista el logro de posiciones presupuestarias próximas al equilibrio o con superávit a más tardar en el año 2004 por parte de los Estados miembros que aún mantenían desequilibrios presupuestarios dadas las políticas económicas llevadas a cabo y las nuevas previsiones macroeconómicas. Los ministros de Economía y Hacienda de la zona del euro, el presidente del BCE, el presidente de la Comisión y el comisario de Asuntos Económicos y Monetarios discutieron las implicaciones de este nuevo entorno en la

reunión del Eurogrupo celebrada el día 7 de octubre. Tras esta reunión, el Eurogrupo emitió una declaración sobre la situación presupuestaria de la zona del euro, en la cual los ministros de Economía y Hacienda de la zona reiteraron su compromiso con la obligación, recogida en el Tratado, de evitar déficit excesivos y con el objetivo del Pacto de alcanzar y mantener situaciones presupuestarias próximas al equilibrio o con superávit a lo largo del ciclo económico. Además, el Eurogrupo respaldó la iniciativa de la Comisión, en el sentido de que aquellos países que no hubieran alcanzado el citado objetivo, tendrían que llevar a cabo de manera continua un ajuste anual de su saldo presupuestario estructural por un importe de, al menos, un 0,5% del PIB. Todos los ministros, excepto uno de ellos, estuvieron de acuerdo en que este ajuste debería ya iniciarse en el año 2003.

El deterioro de las perspectivas presupuestarias durante el verano y comienzos del otoño originó, asimismo, un intenso debate público sobre las reglas y la aplicación del Pacto. En este contexto, el 24 de octubre de 2002, el Consejo de Gobierno emitió un comunicado, en el que subrayaba que el motivo de las dificultades presupuestarias de algunos Estados miembros no era la existencia de reglas inflexibles sino, más bien, la falta de disposición de esos Estados miembros para cumplir sus compromisos de respeto a las reglas, así como su fracaso a la hora de utilizar el entorno económico de años precedentes, caracterizado por tasas de crecimiento más elevadas, para fortalecer de forma significativa sus situaciones presupuestarias. Además, el Consejo de Gobierno resaltó su apoyo a la iniciativa de la Comisión, en el sentido de que todos los países con desequilibrios presupuestarios pendientes debían comprometerse a aplicar una estrategia clara de saneamiento presupuestario. En ella se debería incluir una senda de ajuste creíble, con una reducción continua del saldo presupuestario estructural por un importe anual de, al menos, un 0,5% del PIB.

A lo largo del verano, también se fue haciendo más evidente que el deterioro de las finanzas

públicas de Portugal era considerablemente más acusado de lo que se había previsto tanto en la discusión del Consejo, sobre el Procedimiento de alerta temprana a este país, como con posterioridad, durante la preparación de las Orientaciones generales de política económica. En la presentación de sus informes sobre los niveles de déficit presupuestario y deuda pública, el día 1 de septiembre, el gobierno portugués terminó informando de un déficit de las Administraciones Públicas de un 4,1% del PIB durante el año 2001, muy por encima del valor de referencia, situado en el 3%. En consecuencia, la Comisión inició un procedimiento de déficit excesivo, de conformidad con lo prescrito en el artículo 104 del Tratado y su desarrollo posterior, recogido en el Reglamento (CE) nº 1467/97 del Consejo. A tenor de las formalidades de este procedimiento, el Consejo ECOFIN adoptó una Decisión sobre la existencia de un déficit excesivo y emitió una Recomendación a Portugal al objeto de que pusiera fin a la situación de déficit público excesivo. En esta última, el Consejo recomendó, entre otras cuestiones, que el gobierno portugués corrigiera la situación de déficit excesivo a la mayor brevedad posible. El Consejo estableció el 31 de diciembre de 2002 como fecha límite para que el gobierno de Portugal tomase todas las medidas necesarias para poner fin al déficit excesivo. Además, el Consejo recomendó al gobierno portugués que adoptase y pusiese en práctica las medidas presupuestarias oportunas para garantizar que el déficit público para el año 2003 se redujera hasta situarse suficientemente por debajo del 3% del PIB, así como que la *ratio* de deuda pública fuese inferior al valor de referencia del 60% del PIB.

El 13 de noviembre de 2002, la Comisión publicó sus previsiones económicas de otoño. En ellas se estimaba un déficit público del 3,8% del PIB para el año 2002 en Alemania y de 2,7% en Francia, país en el que la *ratio* prevista para 2003 se elevaba a 2,9%. En este entorno, la Comisión inició el día 19 de noviembre un procedimiento de déficit excesivo de conformidad con lo estipulado en el artículo 104 del Tratado, mediante la publica-

ción de un informe sobre la situación presupuestaria en Alemania. También el 19 de noviembre, la Comisión también emitió una Recomendación para el Consejo al objeto de iniciar el procedimiento de alerta temprana dirigido a Francia para prevenir la aparición de un déficit excesivo.

El 21 de enero de 2003, el Consejo ECOFIN adoptó una Decisión sobre la existencia de un déficit excesivo en Alemania y emitió una Recomendación a ese país con vistas a poner fin a la situación de déficit excesivo. En esta última, el Consejo recomendó, entre otras cuestiones, que el gobierno alemán corrigiera la situación de déficit excesivo a la mayor brevedad posible. A este fin, las autoridades alemanas deberían aplicar las medidas correctoras previstas en sus planes presupuestarios para el año 2003. El Consejo fijó el día 21 de mayo de 2003 como fecha límite para que esas medidas se pusieran en práctica. El 21 de enero, el Consejo ECOFIN emitió también una Recomendación dirigida a Francia, como inicio del procedimiento de alerta temprana para prevenir la aparición de un déficit excesivo.

1.2 Propuestas para reforzar la coordinación en materia de política económica y simplificar los procesos de coordinación

En su reunión de Barcelona, celebrada los días 15 y 16 de marzo del año 2002, el Consejo Europeo reclamó avances adicionales en el proceso de coordinación de las políticas económicas. A estos efectos, los Jefes de Estado o de Gobierno invitaron a la Comisión a que presentara propuestas para reforzar la coordinación en materia de política económica, para ser discutidas por el Consejo Europeo a celebrar en la primavera del 2003. Además, apremiaron al Consejo y a la Comisión para que simplificaran el proceso de coordinación de las políticas económicas, poniendo énfasis en la aplicación efectiva de esa coordinación, más que en la elaboración anual de orientaciones.

El 3 de septiembre, la Comisión emitió un Comunicado en el que presentaba propuestas para simplificar los ciclos anuales de coordinación de las políticas económica y de empleo. El día 3 de diciembre, el Consejo elaboró un informe que aprobaba en sus líneas básicas las propuestas de la Comisión. Las recomendaciones de la Comisión y del Consejo para simplificar los ciclos de coordinación de las políticas económica y de empleo se detallan a continuación. En primer lugar, la atención debe centrarse principalmente en el medio plazo, de modo que las revisiones integrales de las Orientaciones generales de política económica y de las Orientaciones de empleo, así como las recomendaciones, sólo tengan lugar cada tres años, en vez de todos los años como hasta ahora. En segundo lugar, debe hacerse un mayor énfasis en el seguimiento anual de la puesta en práctica de las orientaciones. En tercer lugar, debe existir un único ciclo de coordinación de las políticas económicas, de modo que el Consejo Europeo de primavera analice la aplicación de las políticas económicas y acuerde las orientaciones generales de naturaleza política, y, seguidamente, se prepare un "Paquete de Orientaciones" que incluya las Orientaciones generales de política económica y las Orientaciones de empleo, así como las recomendaciones pertinentes. Además, en el futuro, los diversos informes que presenten los Estados miembros, a tenor de los procesos de Luxemburgo y Cardiff, deberán sincronizarse con el fin de simplificar las obligaciones de información de los Estados miembros, así como de evitar solapamientos y duplicaciones. A estos efectos, cada otoño se presentarán en un solo paquete los informes nacionales referidos a la aplicación. Sin embargo, los programas de estabilidad y convergencia de los Estados miembros mantendrán su calendario separado, debido a su relación con los ciclos presupuestarios nacionales.

El 27 de noviembre, la Comisión presentó su respuesta a la solicitud del Consejo Europeo de Barcelona relativa a la elaboración de propuestas para reforzar la coordinación de las políticas económicas, mediante el envío al Consejo y al Parlamento Europeo de un

Comunicado sobre el incremento del grado de coordinación de las políticas presupuestarias. En dicho Comunicado, la Comisión presentó las cinco propuestas siguientes, destinadas a mejorar la interpretación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, y que, desde el punto de vista de la Comisión, podrían aplicarse dentro del marco jurídico vigente. En primer lugar, los objetivos presupuestarios deberían formularse prestando una mayor atención al ciclo económico. A este fin, el requisito establecido en el Pacto de alcanzar situaciones presupuestarias “próximas al equilibrio o con superávit” debería definirse en términos del saldo presupuestario estructural (definido por la Comisión como el saldo presupuestario ajustado de efectos transitorios y, en particular, de los efectos de las fluctuaciones cíclicas). No obstante, la observancia del valor de referencia del 3% del PIB seguiría refiriéndose al saldo presupuestario en términos nominales. En segundo lugar, a los Estados miembros cuyos saldos presupuestarios se mantuvieran alejados de situaciones próximas al equilibrio o con superávit se les exigiría una reducción anual del déficit público estructural de al menos un 0,5% del PIB. Esta propuesta se encuentra en consonancia con el comunicado del Eurogrupo del día 7 de octubre (véase comentarios anteriores). En tercer lugar, debería evitarse la aplicación de políticas presupuestarias procíclicas durante la fase alcista del ciclo económico. En cuarto lugar, bajo ciertas condiciones concretas y siempre que no se ponga en peligro la observancia del valor de referencia del 3% del PIB, podrían permitirse pequeñas desviaciones con respecto al requisito de mantenimiento de saldos presupuestarios próximos al equilibrio o con superávit. El único propósito de tales desviaciones sería permitir a los Estados miembros la financiación de reformas estructurales, dirigidas a elevar el empleo y el crecimiento potencial y, por tanto, podrían mejorar la situación presupuestaria estructural a medio plazo. En quinto y último lugar, debería concederse una mayor importancia a la evaluación de las *ratios* de deuda pública dentro del proceso de seguimiento de la situación presupuestaria. Además de estas propuestas, la Comisión también planteó un programa de medidas, formulado en cuatro puntos, con el

fin de garantizar la aplicación eficaz de las citadas propuestas. Primero, en el próximo Consejo Europeo de primavera, los Estados miembros deberían reiterar su compromiso político con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento a través de una “Resolución para fortalecer la coordinación de las políticas presupuestarias”. Segundo, el Consejo ECOFIN debería adoptar un “Código de buenas prácticas sobre el suministro de datos relativos a la ejecución presupuestaria”, con vistas a mejorar la calidad y la puntualidad de las estadísticas sobre finanzas públicas. Tercero, debería aumentar la efectividad de los procedimientos de exigencia del cumplimiento del Pacto, en particular, mediante una clarificación más precisa de las circunstancias en que se iniciarían tales procedimientos. Cuarto, deberían perfeccionarse los mecanismos de comunicación de las políticas presupuestarias, dotándoles de una mayor transparencia.

En su comparencia pública posterior a la reunión del Consejo de Gobierno celebrada el 5 de diciembre, el presidente del BCE consideró el Comunicado de la Comisión sobre el incremento del grado de coordinación de las políticas presupuestarias como un adecuado punto de partida para restaurar la confianza en el marco presupuestario. Asimismo, reiteró el pleno apoyo del Consejo de Gobierno al principal objetivo de la Comisión, a saber, mejorar la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento dentro del actual marco reglamentario.

1.3 La Convención sobre el futuro de Europa

En su reunión de Laeken del mes de diciembre del 2001, el Consejo Europeo adoptó una “Declaración sobre el futuro de la Unión Europea” (también conocida como “la Declaración de Laeken”) que identifica los desafíos a los que se enfrenta una Unión situada “en una encrucijada, en un punto definitorio de su existencia”. A la luz de estos retos, y al objeto de preparar la próxima Conferencia Intergubernamental de forma que resultara “lo más amplia y transparente posible”, el Consejo Europeo decidió convocar una Con-

vinción sobre el futuro de Europa. Su cometido consistiría en examinar las cuestiones esenciales que plantea el futuro desarrollo de la UE e investigar las distintas respuestas posibles, así como simplificar y reorganizar los actuales tratados, de modo que pueda avanzarse hacia una Constitución para los ciudadanos europeos.

La Convención, cuya actividad se inició en febrero del 2002 y finalizará previsiblemente en el verano del 2003, reúne a representantes de los gobiernos nacionales, los parlamentos nacionales, el Parlamento Europeo y la Comisión. Los países candidatos a la adhesión están representados en las mismas condiciones que los Estados miembros actuales. Ya en una fase muy inicial de sus trabajos, los miembros de la Convención pusieron de manifiesto su acuerdo con la propuesta del presidente Giscard d'Estaing de elaborar un "Tratado Constitucional para Europa". Este texto, cuyo objetivo es simplificar, reorganizar y fortalecer el entramado jurídico y constitucional de Europa, se presentará para su adopción a la Conferencia Intergubernamental que tendrá lugar en el año 2003.

El presidente del BCE manifestó, al aceptar en nombre del euro el Premio Internacional Carlomagno 2002, durante la ceremonia que tuvo lugar en mayo del 2002 en Aquisgrán, que, en caso de tener éxito, la Convención contribuiría a complementar la actual constitución económica mediante la creación de estructuras y procesos políticos eficaces y transparentes.

En junio del 2002 se creó en el seno de la Convención un grupo de trabajo sobre la gobernanza económica. El grupo de trabajo debatió el marco general de la gobernanza económica, la política monetaria, las políticas económicas y cuestiones de ámbito institucional. En septiembre del 2002, el presidente del BCE compareció ante el citado grupo de trabajo, aportando sus puntos de vista acerca del modo en que el futuro Tratado Constitucional habría de contemplar las cuestiones de índole económica y monetaria. En dicho foro, el presidente del BCE expresó su opinión de

que el actual marco de gobernanza económica goza de suficiente solidez y capacidad para afrontar los desafíos del futuro. Asimismo, instó a la Convención a preservar la esencia de dicho marco y, en particular, los principios monetarios recogidos en el Tratado, haciendo especial hincapié en la independencia del banco central y en el objetivo principal de mantenimiento de la estabilidad de precios. Estos principios, en su calidad de pilares básicos de la constitución monetaria de la UE, deberían figurar de manera preeminente en el futuro Tratado Constitucional.

En octubre del 2002, el grupo de trabajo elaboró su informe, en el que se recomendaba el mantenimiento de la vigente estructura de gobernanza económica, reiterando así la exclusiva competencia del BCE en materia de política monetaria dentro de la zona del euro. El informe manifestaba también la opinión de que las funciones, el mandato y los estatutos del BCE no habrían de sufrir modificaciones ni verse afectados por ninguna de las disposiciones del nuevo Tratado. Durante la discusión del informe en el pleno de la Convención del 7 de noviembre, una gran mayoría de sus miembros expresó su apoyo a las recomendaciones del grupo de trabajo.

El BCE lleva a cabo un atento seguimiento de los trabajos de la Convención y considera que la adopción de un "Tratado Constitucional Europeo" complementaría a la Unión Económica y Monetaria y contribuiría a su éxito.

1.4 Reforma de los mercados financieros

Al objeto de aprovechar plenamente los beneficios de la moneda única, se ha venido prestando cada vez una mayor atención a la eliminación de los obstáculos que aún impiden la existencia de un mercado realmente único de servicios financieros. En el año 2002, se introdujeron nuevas e importantes medidas en la UE para avanzar en esta dirección, adoptándose nuevas resoluciones y discutiéndose con detalle los procedimientos de elaboración y aplicación de reglamentos.

El Consejo Europeo de Barcelona, celebrado en marzo del 2002, confirmó la prioridad que se concedía a la total puesta en práctica del Plan de acción sobre servicios financieros para el año 2005, a fin de superar las imperfecciones que aún subsisten en el mercado europeo de servicios financieros. Este Plan, iniciado en 1999, ofrece una orientación acerca de las medidas que es necesario aplicar en el ámbito de los mercados financieros. La Comisión Europea, con la asistencia del Grupo de política de servicios financieros, en el que está representado el BCE, examina de forma periódica los avances logrados en la aplicación de dicho Plan. El séptimo informe sobre el estado de aplicación del Plan, presentado en diciembre del 2002, si bien hace notar los progresos llevados a cabo, subraya la necesidad de que la Comisión adopte ciertas medidas de las incluidas en el citado Plan hacia mediados del año 2004, para poder respetar la fecha límite fijada para el 2005. De las 42 medidas identificadas en el Plan de acción inicial, a fines de 2002 ya se habían aplicado 31, entre las que se incluyen las Directivas sobre garantías financieras y sobre comercialización a distancia de los servicios financieros, así como el Reglamento sobre normas internacionales de contabilidad. A la Comisión sólo le restan por realizar cuatro propuestas legislativas, entre las que figura, por ejemplo, la referida a la revisión del marco de adecuación del capital para las entidades de crédito y las sociedades de inversión. En respuesta a los desarrollos que han tenido lugar en los mercados financieros desde que se adoptó el Plan, y que no fueron previstos inicialmente en 1999, se han elaborado cinco medidas adicionales, entre las que se incluye la Comunicación sobre compensación y liquidación.

2 Cooperación internacional

En el año 2002, el BCE y los BCN continuaron participando en las actividades de índole monetaria, financiera y económica de los organismos y foros internacionales. En líneas generales, los mecanismos adoptados en

Asimismo, durante el año 2002 se han realizado progresos para dotar a la UE de estructuras de regulación, supervisión y estabilidad financiera capaces de satisfacer las necesidades derivadas de un entorno financiero sometido a rápidos y continuos cambios. A tales efectos, el 3 de diciembre de 2002, el Consejo ECOFIN aprobó, tras un proceso de consulta pública a gran escala, un informe que contenía una serie de propuestas concretas. En él se indicaba que el marco "Lamfalussy" de naturaleza interinstitucional, adoptado en el ámbito de los valores mobiliarios, debería extenderse a la totalidad de los sectores financieros. Asimismo, se proponía la creación de tres nuevos comités reguladores ("nivel 2") sobre entidades de crédito, conglomerados financieros y planes de pensiones y compañías de seguros, así como de dos nuevos comités supervisores ("nivel 3") sobre entidades de crédito y planes de pensiones y compañías de seguros. El informe también sugería que el Grupo de política de servicios financieros, conforme a una nueva configuración y bajo la presidencia de un Estado miembro, realizara labores de asesoramiento en aspectos concernientes a los mercados financieros y asistiera al CEF en la preparación de las deliberaciones del Consejo ECOFIN en materia de estabilidad financiera. El Consejo ECOFIN invitó a la Comisión a poner en marcha los comités de los niveles 2 y 3 a la mayor brevedad posible. En este contexto, al estar pendiente un acuerdo con el Parlamento Europeo acerca de la delegación a los comités de nivel 2 de prerrogativas sobre el diseño de medidas de obligado cumplimiento, estos comités habrán de crearse dotados de funciones meramente de asesoramiento durante su etapa inicial (véase una explicación más detallada de estas cuestiones en el capítulo IX).

materia de cooperación y representación internacional del BCE, tal como se describen en el Informe Anual del BCE del año 1999, se han mantenido sin cambios. Dentro de la UE, la coordinación en cuestiones macroeconó-

micas y financieras internacionales se ha fortalecido, entre otros ámbitos, en el contexto de las actividades ordinarias del CEF, así como mediante la mejora en los intercambios de información con los directores ejecutivos del FMI que representan a los Estados miembros de la Unión Europea y con el representante del BCE en calidad de observador.

2.1 Supervisión multilateral y bilateral de las políticas macroeconómicas

El BCE y los BCN continuaron participando en los procedimientos ordinarios de supervisión multilateral y en los análisis realizados por los organismos internacionales (supervisión bilateral) de la evolución económica, monetaria y financiera y de las políticas correspondientes.

Supervisión multilateral

El BCE intercambió información y puntos de vista con otras autoridades en diversos organismos y foros internacionales. El presidente del BCE, junto con el presidente del Eurogrupo, representó a la zona del euro en las reuniones de los ministros de Economía y Hacienda y de los gobernadores de bancos centrales de los países del G7, dedicadas a cuestiones de seguimiento de las economías y de la evolución de los tipos de cambio. El presidente del BCE participó asimismo en deliberaciones sobre la situación de la economía mundial en otros foros informales, tales como las reuniones de gobernadores de bancos centrales del G10 y las de ministros y gobernadores del G10 y del G20. El representante del BCE participó en calidad de observador en las deliberaciones ordinarias del Directorio del FMI sobre la evolución de la economía y los mercados mundiales, así como en las sesiones dedicadas al análisis de las perspectivas de la economía mundial. Por último, el BCE y los BCN participaron en el Comité de Política Económica de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), que examinó las perspectivas de la economía mundial a corto plazo y las medidas

de política económica requeridas de forma más inmediata, contribuyendo así a la preparación del informe de perspectivas económicas de la OCDE. El BCE y los BCN también asistieron a las reuniones de los subcomités y grupos de trabajo del citado Comité.

Supervisión bilateral

El BCE contribuyó a los análisis bilaterales de las políticas monetarias, financieras y económicas de la zona euro realizados por el FMI y la OCDE. En el año 2002, los técnicos del FMI elaboraron dos informes, en el marco del artículo IV, sobre las políticas monetaria y de tipo de cambio de la zona del euro, que complementaron los análisis nacionales. Estos informes tuvieron como base, entre otros elementos, las discusiones mantenidas entre una misión de expertos del FMI y representantes del BCE. El primer informe se distribuyó a efectos informativos entre los miembros del Directorio del FMI en abril de 2002. El segundo informe se presentó a deliberación en ese Directorio y se publicó en octubre de 2002, junto con una nota de prensa en la que se resumía la valoración realizada por el Directorio y un comunicado, en nombre de las autoridades de la zona del euro, del director ejecutivo representante del país que en aquel momento ostentaba la presidencia del Consejo de la UE. Los directores ejecutivos del FMI felicitaron a las autoridades de la zona del euro por el éxito del fluido proceso de introducción del euro. También señalaron que, durante el año 2002, el crecimiento había sido inferior y la inflación superior a los valores esperados, como consecuencia tanto de la aparición inesperada de perturbaciones como de la persistencia de una elevada vulnerabilidad al entorno económico externo, a pesar del hecho de que la zona del euro era, en su conjunto, un área económica mucho menos abierta al exterior de lo que lo habían sido cada uno de sus países miembros por separado, antes de su integración en la Unión Monetaria. La previsión del FMI fue que la recuperación sería gradual y que seguirían existiendo importantes riesgos de debilidad económica.

En julio del 2002, la OCDE publicó un informe económico sobre la zona del euro, basado, entre otros trabajos, en las labores de una misión de sus expertos que visitó el BCE. El Comité de Revisión Económica y Desarrollo de la OCDE, en el que el Presidente del Eurogrupo, la Comisión Europea y el BCE representaron de forma conjunta a la Comunidad Europea, fue el encargado de concluir el informe, que señalaba que la actual recuperación económica iría intensificándose de manera gradual. En lo que respecta a la política monetaria, el informe revisó la evolución reciente de los precios en la zona del euro, concluyendo que el hecho de que la tasa de inflación media se hubiera situado por encima del 2% desde el año 2000 cabía atribuirlo a una serie de perturbaciones inflacionistas adversas. Asimismo, se consideró que la persistencia de unas tasas de inflación relativamente elevadas en algunos países de la zona del euro constituía un desafío que habría que afrontar a través de una mayor flexibilidad de los mercados de trabajo y de bienes y servicios, así como mediante una mayor integración de los mercados financieros.

2.2 Seguimiento de la evolución de los mercados financieros internacionales

Estabilidad de los mercados financieros internacionales

El SEBC continuó dedicando una especial atención a la labor de las instituciones y foros financieros internacionales que se ocupan de la evolución de los mercados financieros mundiales. En concreto, el BCE y los BCN participaron en las actividades ordinarias de seguimiento de la evolución de los mercados que llevan a cabo el Foro sobre Estabilidad Financiera, el Comité sobre el Sistema Financiero Mundial –con base en el BPI– y el Comité de Mercados Financieros de la OCDE. El representante del BCE tomó parte en las deliberaciones del Directorio del FMI relativas a los informes trimestrales sobre los mercados internacionales de capitales, documentos que sustituyeron a los informes anua-

les sobre esa misma materia y a los exámenes trimestrales sobre financiación de los mercados emergentes. Durante la preparación de uno de esos informes, una delegación del FMI visitó el BCE para analizar la situación de los mercados financieros europeos, así como el proceso de transición hacia la integración de los mercados financieros en la UE.

Iniciativas concretas para fomentar la estabilidad financiera

El BCE tomó parte en los estudios desarrollados por los organismos y foros internacionales sobre el análisis de aspectos concretos del funcionamiento de los mercados financieros internacionales. Diversos organismos y foros, incluido el Foro sobre Estabilidad Financiera (FEF), pasaron revista a las repercusiones de la quiebra de grandes corporaciones sobre la política financiera, en los ámbitos de la transparencia informativa, el gobierno corporativo y las prácticas de contabilidad y auditoría, así como a la dinámica de los mercados financieros. La comunidad internacional también continuó analizando y poniendo en marcha medidas destinadas a la lucha contra el blanqueo de dinero y la financiación de actividades terroristas. En este contexto, el FMI diseñó una metodología para evaluar la observancia, por parte de los distintos países, de los estándares generalmente aceptados en el ámbito internacional en relación con estos temas.

El BCE participó en los trabajos del FEF, que examinó, entre otros aspectos, la adopción de los criterios de referencia internacionales por parte de los centros financieros extraterritoriales, los avances en las recomendaciones relativas a las entidades con un alto grado de apalancamiento y los mecanismos de transparencia en el sector del reaseguro. Los comités que operan bajo los auspicios de los gobernadores de los bancos centrales de los países del G10 analizaron, asimismo, diversas cuestiones concretas de carácter financiero. El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea siguió trabajando en la revisión del marco para la adecuación del capital de las entidades

de crédito (en el capítulo IX se lleva a cabo un análisis de la citada revisión). El BCE participó en el examen realizado por el Comité sobre el Sistema Financiero Mundial acerca de las repercusiones que sobre el ámbito financiero tienen las pautas de financiación de las innovaciones en las tecnologías de la información, la evolución de los mecanismos de transferencia del riesgo de crédito y las estructuras de incentivos existentes en la gestión de activos por parte de las entidades financieras. El BCE participó asimismo en las actividades del Comité sobre Sistemas de Pago y Liquidación, que preside un miembro del Comité Ejecutivo del BCE (en el capítulo VIII se presenta una discusión de tales actividades). Por último, el BCE tomó parte en las reuniones ordinarias del Comité de Mercados, que sustituye al Comité sobre Oro y Divisas.

2.3 Relaciones con el FMI y otros foros de naturaleza similar

El SEBC contribuyó al actual proceso de análisis de la arquitectura del sistema económico y financiero internacional. Esta contribución se materializó bien en tareas realizadas dentro del ámbito europeo, intensificándose la coordinación en cuestiones concernientes al FMI —en particular, dentro del marco del CEF—, o mediante la participación directa en los organismos y foros internacionales competentes.

Solidez de las políticas económicas nacionales

El SEBC está muy interesado en las actividades del FMI dirigidas a promover la estabilidad del sistema económico y financiero internacional, prestando atención especial al papel de éste en temas de supervisión como una herramienta de prevención de crisis. En el contexto de las revisiones semestrales en la supervisión que el FMI lleva a cabo, este organismo acordó la puesta en marcha de una serie de medidas encaminadas a que dicha supervisión se centre en aspectos más espe-

cíficos y goce de una mayor calidad, así como a reforzar los efectos de sus recomendaciones y a fortalecer el papel de la supervisión en los países que han firmado un programa financiero con el FMI.

El FMI continuó con sus esfuerzos de promoción de la estabilidad de los sistemas financieros nacionales y de puesta en marcha de normas y códigos aceptados en el ámbito internacional. En concreto, el FMI, junto con el Banco Mundial, siguió supervisando el grado de cumplimiento de esos códigos y normas y la solidez de los sistemas financieros nacionales, en el contexto de sus Informes sobre la observancia de los códigos y normas y de sus Programas de evaluación del sector financiero. El BCE prestó su apoyo a estas actividades mediante la aportación de asesores técnicos a las misiones de los citados Programas de evaluación.

Gestión de crisis financieras

El FMI continuó con sus labores encaminadas a lograr una solución ordenada de las crisis financieras. Durante la discusión de estas cuestiones, el SEBC siguió haciendo hincapié en la necesidad de contar con reglas claras que definan las respectivas responsabilidades de los sectores privado y público en la solución de dichas crisis.

El FMI examinó la política de acceso a sus recursos, esto es, el marco para determinar el nivel de asistencia financiera que se concede a un país miembro con dificultades de balanza de pagos. Esta revisión ha considerado adecuados los límites normales de acceso, que vienen definidos en función de las cuotas de los países miembros. Además, el Directorio del FMI se halla en un proceso de clarificación de las condiciones y de fortalecimiento de los procedimientos para el acceso a un volumen de asistencia financiera por encima de los límites normales en circunstancias excepcionales. El SEBC cree que una mayor precisión en la política de acceso facilitaría la coordinación entre todas las partes implicadas, al compatibilizar mejor los incentivos de los deudo-

res soberanos y de los acreedores privados con la capacidad real de que dispone la comunidad internacional para resolver las crisis financieras.

En este terreno, han continuado debatiéndose los procedimientos encaminados a facilitar reestructuraciones rápidas y ordenadas de la deuda soberana. A fin de lograr este objetivo, el SEBC es partidario de avanzar en tres líneas de actuación complementarias. La primera de ellas, de naturaleza contractual, consiste en introducir en los contratos de deuda soberana lo que se conoce como “cláusulas de acción colectiva”, que podrían contribuir a mitigar los problemas de coordinación entre los acreedores. El BCE tomó parte en las labores que, bajo los auspicios de los ministros de Economía y Hacienda y gobernadores de los bancos centrales de los países del G10, han tratado de impulsar el desarrollo de cláusulas contractuales adecuadas, cuyos resultados fueron asimismo discutidos con representantes del sector privado. Además, la comunidad internacional está explorando medidas que fomenten la inclusión de dichas cláusulas en los contratos de bonos soberanos. A este respecto, los Estados miembros de la UE acordaron predicar con el ejemplo, al comprometerse a incluirlas en los bonos emitidos por Administraciones Centrales de los países de la UE, conforme a la normativa de jurisdicciones extranjeras.

La segunda línea de actuación, de naturaleza normativa, consiste en la creación de un marco jurídico internacional para la reestructuración de la deuda soberana, conocido como el “Mecanismo de Reestructuración de la Deuda Soberana”. La comunidad internacional ha mantenido toda una serie de deliberaciones sobre las posibles coberturas y modalidades de ese marco legal. El marco propuesto permitiría a un deudor soberano y a una mayoría cualificada de sus acreedores firmar un acuerdo de reestructuración de carácter vinculante para los tenedores de la totalidad de los instrumentos de deuda que quedasen cubiertos por el citado marco jurídico.

La tercera línea de actuación, que no es de naturaleza normativa y que podría incorporarse dentro de un código de buena conducta en las reestructuraciones de deuda, consiste en la utilización de mecanismos informales para promover una solución ordenada de las crisis, incluidas las moratorias de pagos unilaterales y la política del FMI de concesión de préstamos a los países con atrasos. En concreto, los países deudores podrían decidir, en circunstancias excepcionales, suspender de forma temporal los pagos a los acreedores privados extranjeros y, en consecuencia, incurrir en moratorias unilaterales. El FMI podría conceder asistencia financiera a los países que incurriesen en las citadas moratorias, pero siempre que se cumplieran toda una serie de criterios bien definidos (los denominados préstamos a países con moratorias).

2.4 Cooperación con las regiones vecinas de la UE

El BCE mantiene también relaciones con los bancos centrales de las regiones vecinas de la UE y realiza un seguimiento de los desarrollos en materia monetaria internacional que tienen lugar en dichas regiones y que son relevantes para el BCE. Además de los doce países candidatos a la adhesión a la UE, que se presentan en el capítulo VI, estas regiones engloban la Comunidad Europea de Estados Independientes –incluida Rusia–, Turquía (un país candidato pero que aún no ha comenzado las negociaciones para su incorporación a la UE), la región occidental de los Balcanes, Oriente Medio y África.

Al contrario de lo ocurrido en las relaciones con los bancos centrales de los países candidatos a la adhesión, los contactos mantenidos con los bancos centrales de otras regiones vecinas de la UE no se han desarrollado según un único patrón, sino que han adoptado diversas modalidades y se han centrado en cuestiones de interés común en función de cada país concreto. En este contexto habría que resaltar que los vínculos institucionales, comerciales y financieros con la zona del euro son de gran trascendencia para la mayor

parte de estos países. Prácticamente todos los países están asociados a la UE mediante acuerdos regionales que han sido diseñados, en particular, para liberalizar los movimientos de bienes (y, en algunos casos, los de capitales y servicios) entre la UE y los países en cuestión. En ocasiones, los acuerdos también incluyen cláusulas específicas referidas al sector financiero. Además, la zona del euro es el principal socio comercial de la mayoría de estos países en términos económicos, así como su fuente prioritaria de financiación internacional, inversión extranjera directa (incluido el sistema bancario) y ayuda oficial al desarrollo.

Destacan especialmente las relaciones bilaterales mantenidas con el Banco Central de Turquía, con el que el BCE ha establecido un diálogo al más alto nivel en materia de política monetaria, incluidas reuniones anuales entre miembros de los Comités Ejecutivos respectivos. También se ha incrementado la cooperación con el Banco Central de Rusia, debido, entre otras causas, a las importantes reformas introducidas en su estrategia e instrumentos de política monetaria. El BCE ha intensificado sus contactos con los bancos centrales de los países de la región occidental de los Balcanes –la región no perteneciente a la zona del euro que se ha visto afectada de manera más directa por la introducción del euro– y con los bancos centrales de varios países de la cuenca mediterránea (Egipto, Israel, Marruecos y Túnez). Asimismo, el BCE ha participado en diversas actividades organizadas en las dos zonas CFA² de África con ocasión del cuadragésimo aniversario del Banco Central de los Estados de África Occidental y del trigésimo aniversario del Banco de los Estados de África Central. El BCE ha ampliado sus relaciones con el Instituto Monetario de África Occidental, radicado en Accra (Ghana), un organismo creado a principios del año 2001 por los países de África Occidental de habla inglesa bajo el liderazgo de Ghana y Nigeria al objeto de crear una nueva zona monetaria junto a la ya existente zona del franco CFA. En el año 2002, los países participantes pusieron en marcha un mecanismo regional de tipo de cambio. El

BCE también ha establecido contactos con el Consejo de Cooperación del Golfo (CCG). Los seis países que conforman el CCG³ han manifestado su intención de emitir una moneda única en 2010 y han fijado un tipo de cambio común a finales de 2002, como un primer paso hacia la unificación monetaria. La Secretaría General del CCG y el BCE organizaron en Riad, durante el mes de octubre de 2002, un seminario conjunto sobre integración monetaria en la zona del euro y en la región del Golfo Pérsico. Por último, el BCE siguió manteniendo contactos regulares con los bancos centrales de Islandia, Noruega y Suiza.

La utilización del euro en las regiones vecinas

Aunque la presencia del euro no es frecuente en los mecanismos de tipo de cambio existentes en toda esta región, y a pesar de que el BCE mantiene la postura de no influir de forma activa sobre el papel internacional del euro, es evidente que el euro desempeña una función importante en diversos países. En concreto, la totalidad de los países de la región occidental de los Balcanes, excepto Albania, anclan su moneda al euro; de hecho, Bosnia-Herzegovina fija su moneda nacional al euro mediante un sistema de caja de conversión mientras que Croacia, la Antigua República Yugoslava de Macedonia y Yugoslavia controlan las fluctuaciones de sus respectivos tipos de cambio frente al euro. En el Mediterráneo, las políticas de tipo de cambio que siguen Marruecos y Túnez otorgan al euro un papel de relevancia, si bien las autoridades de estos países están analizando una posible transición hacia políticas de tipo de cambio más flexible. En las dos zonas monetarias que utilizan el franco CFA, el euro ha sustituido al franco francés como la moneda ancla.

2 “Comunidad Financiera de África” en África Occidental y “Cooperación Financiera Africana” en África Central.

3 Bahrain, Kuwait, Omán, Qatar, Arabia Saudí y los Emiratos Árabes Unidos.

En varios países vecinos de la zona del euro, los ciudadanos utilizan la divisa europea como moneda paralela, tanto en efectivo como en depósitos. De los 25 m.m de euros que habían salido de la zona del euro en agosto de 2002, se estima que al menos un quinto se halla en circulación en la región de los Balcanes, donde los billetes de euro se emplean como depósito de valor y como medio de pago de importes elevados. Esta región balcánica registra también un alto grado de sustitución de activos, de modo que, por ejemplo, a finales del año 2001 los depósitos denominados en euros representaban el 80% de la totalidad de los depósitos en Yugoslavia, el 70% en Croacia y el 50% en Bosnia-Herzegovina. El grado de sustitución de efectivo y de otros activos en esta región sigue siendo elevado, a pesar de los sustanciales progresos realizados durante los últimos años en materia de estabilización monetaria y financiera. Kosovo y Montenegro representan casos especiales en la utilización de efectivo en euros, ya que estos territorios han procedido formalmente a su eurización, al adoptar sus entidades políticas, de forma unilateral, el euro como moneda oficial.

2.5 Cooperación con Asia, el Pacífico y América Latina

La experiencia europea de integración económica, financiera y monetaria también ha suscitado en los últimos años la atención de los países de Asia y de América Latina. En este contexto, y dentro del marco de diversas iniciativas encaminadas a promover la cooperación regional en ambas áreas geográficas, frecuentemente se ha solicitado al BCE la puesta en común de sus propias experiencias. A su vez, el BCE ha estado siguiendo de cerca la evolución económica de las citadas áreas, así como fortaleciendo sus relaciones bilaterales con las autoridades de los países que las integran y, en especial, con sus bancos centrales.

Cooperación regional en Asia y el Pacífico

Desde 1996, la Conferencia Asia-Europa –un importante foro de cooperación entre los Estados miembros de la UE y diez países del Este asiático– ha venido constituyendo un marco único para el intercambio de información y la promoción del diálogo sobre las políticas económicas. Los días 5 y 6 de julio de 2002, el vicepresidente del BCE participó en la cuarta Conferencia de ministros de Economía y Hacienda de Asia y Europa, celebrada en Copenhague, donde efectuó una presentación del papel internacional del euro, con especial atención a su uso tanto en el Este asiático como en las regiones fronterizas con la UE. Al objeto de preparar la citada conferencia, el BCE organizó un seminario de alto nivel sobre “Cooperación regional en materia económica, financiera y monetaria: las experiencias europea y asiática”, que tuvo lugar en Fráncfort durante los días 15 y 16 de abril de 2002. En dicho seminario –que se celebró en el marco del Proyecto de investigación de Kobe, el cual, bajo los auspicios de la Conferencia Asia-Europa, promueve las actividades de cooperación interregional en el campo de la investigación–, los funcionarios de los ministerios de Economía y Hacienda, bancos centrales y agencias gubernamentales de los países de la citada Conferencia, así como los expertos de organismos financieros internacionales y del mundo académico tuvieron la oportunidad de intercambiar sus puntos de vista sobre tres temas generales de relevancia para la cooperación regional en Asia y Europa. En primer lugar, el seminario abordó el alcance, la secuencia y los requisitos básicos de la cooperación regional en materia económica, recibiendo especial atención el comercio y la inversión extranjera directa. En segundo lugar, se analizó la cooperación regional en materia financiera y, en particular, los grados de eficiencia, profundidad, liberalización e integración de los mercados financieros de Asia y Europa, teniendo lugar un debate específico sobre las iniciativas encaminadas a promover la cooperación financiera en Asia tras las crisis de 1997 y 1998. En tercer lugar, los participantes discutieron posibles estrategias de cooperación en materia

de política monetaria y de tipo de cambio entre países que ya se encuentran realizando esfuerzos de cooperación regional, con una especial atención a las lecciones que pueden extraerse de la experiencia europea.

Las relaciones bilaterales se desarrollaron, entre otras formas, a través de diversas visitas a países asiáticos. Por ejemplo, una delegación del BCE, incluidos el presidente y un miembro del Comité Ejecutivo, visitó China en el mes de febrero de 2002. Después de la visita, en el mes de septiembre, el BCE firmó un Memorandum de Entendimiento con el Banco Central de China, encaminado a promover la cooperación bilateral entre ambas instituciones. En este contexto, el Banco Central de China decidió establecer una oficina de representación en Fráncfort, cuya ceremonia de apertura tuvo lugar el pasado mes de diciembre.

Cooperación regional en América Latina

En el contexto de una iniciativa conjunta del BCE y el Banco de España, durante los días 23 y 24 de mayo de 2002, tuvo lugar en Madrid un primer seminario de alto nivel con participantes del Eurosistema y de los bancos centrales de América Latina. Una reunión de trabajo preparatoria de este seminario, con la participación de expertos, se celebró en la sede del BCE en Fráncfort los días 21 y 22 de marzo de 2002. El seminario tuvo por objeto promover el diálogo en materia de política económica entre el Eurosistema y los bancos centrales de América Latina, así como com-

partir puntos de vista sobre cuestiones de interés común. Las discusiones se centraron en tres aspectos: la integración regional en América Latina y Europa, las políticas monetarias y de tipo de cambio y diversas cuestiones relativas al sector financiero.

En el seminario se consideró que del proceso de integración europea pueden extraerse lecciones relevantes en materia de política económica para los países de América Latina, si bien la experiencia de la UE no puede ofrecer un programa de actuación detallado para el avance de la cooperación regional en aquellos países, dadas las diferencias existentes en las condiciones iniciales de ambas áreas. Aun así, la experiencia europea podría ser aplicable al ámbito latinoamericano en el área de la supervisión regional multilateral como instrumento de promoción de las políticas macroeconómicas orientadas a la estabilidad, y para llevar a cabo buenas prácticas en otros ámbitos relevantes de las políticas económicas. El segundo aspecto tratado fue la discusión relativa a las condiciones necesarias para que las políticas monetarias orientadas a la estabilidad tengan éxito, tales como unas políticas fiscales y estructurales saneadas, el apoyo por parte de las instituciones y la necesidad de tomar en consideración la evolución de los tipos de cambio y de las expectativas sobre los mismos. Por último, los participantes en el seminario discutieron acerca de las políticas y los instrumentos que permitirían reforzar la estabilidad y la solidez de los sistemas financieros nacionales de los países de América Latina.



El escritor holandés Harry Mulisch lee su última obra durante las jornadas culturales de los Países Bajos, en septiembre del 2002



Presentación sobre el arquitecto español Antoni Gaudí durante las jornadas culturales de España, en mayo del 2002

Capítulo VI

Ampliación de la Unión Europea

I Introducción

En el Consejo Europeo de Copenhague, celebrado los días 12 y 13 de diciembre de 2002, se alcanzó un acuerdo histórico sobre la ampliación de la UE. Se invitó a diez países –República Checa, Estonia, Chipre, Letonia, Lituania, Hungría, Malta, Polonia, Eslovenia y Eslovaquia– a integrarse en la UE el 1 de mayo de 2004. Tras la firma del Tratado de Adhesión en la primavera del 2003, éste deberá ser ratificado por todos los Estados miembros de la UE, así como por los diez países citados, que tienen la intención de celebrar referéndum nacional en esta materia. A otros dos países –Bulgaria y Rumania– se les ofreció la posibilidad de integrarse a comienzos del 2007. Tras la adhesión, los países se incorporarán a la Unión Económica y Monetaria (UEM), en calidad de “países acogidos a una excepción” y sus bancos centrales entrarán a formar parte del SEBC. Una vez que estos países hayan logrado un grado de convergencia sostenible, evaluado de acuerdo con el procedimiento establecido en el Tratado sobre la base de los criterios de Maastricht, adoptarán también el euro, y sus bancos centrales formarán parte del Eurosistema, que se compone del BCE y de los BCN de la zona del euro.

Sin estar formalmente asociado a las negociaciones encaminadas a la adhesión, el Eurosistema interviene en este proceso en los ámbitos de su competencia. Su participación ha tomado la forma de un diálogo continuo de dos dimensiones, política y técnica, para apoyar los preparativos de los bancos centrales de los países candidatos a la adhesión relacionados con su integración en el SEBC y, posteriormente, en el Eurosistema. Este diálogo abarca asuntos económicos, jurídicos e institucionales de importancia para los bancos centrales. Incluye, además, actividades de cooperación de carácter técnico con los bancos centrales de los países candidatos en cuestio-

nes tales como sistemas de pago, asuntos jurídicos y estadísticas.

Por otra parte, el Eurosistema ha participado en el “Diálogo Económico” entre la UE y los países candidatos a la adhesión, que fue establecido por el Consejo Europeo en diciembre del 2000 y que está coordinado por la Comisión Europea. El objetivo del Diálogo Económico, que celebra dos reuniones al año, a nivel ministerial y del Comité Económico y Financiero, es doble: respaldar el proceso de adhesión mediante el intercambio de opiniones sobre cuestiones de política macroeconómica y estabilidad financiera en la fase previa a la adhesión y familiarizar a los países candidatos con los procedimientos de la UE en materia de vigilancia multilateral, a los que quedarán sujetos a partir de su incorporación.

En este contexto, el Eurosistema ha venido siguiendo estrechamente los asuntos económicos, jurídicos e institucionales de los países candidatos, prestando especial atención a la evolución macroeconómica, las estrategias de política monetaria y cambiaria y la evolución del sector financiero. Además, el BCE ha iniciado los preparativos para garantizar la ampliación ordenada del SEBC y, posteriormente, del Eurosistema, entre los que se incluyen la recomendación del BCE sobre la reforma del sistema de votación en el Consejo de Gobierno y el inicio de un Plan General destinado a preparar al BCE para la ampliación. En este capítulo se presenta una panorámica de estas cuestiones. Sin embargo, cabe observar que las consideraciones expresadas en el mismo no deben prejuzgar la evaluación de la convergencia que el BCE tendrá que realizar de conformidad con el apartado 2 del artículo 122 del Tratado, cuando los países candidatos a la adhesión se integren en la UE con vistas a la eventual adopción del euro.

2 Asuntos clave en materia económica, jurídica e institucional

La mayoría de los países candidatos ha realizado importantes avances en la última década

en su transición hacia una economía de mercado de pleno derecho y en la consolidación

de la estabilidad macroeconómica. Más recientemente, el proceso de adhesión a la UE ha constituido en sí mismo un factor de afianzamiento de las políticas económicas y de fomento de la estabilidad de la región en su conjunto. Los asuntos más relevantes para el Eurosistema a este respecto son los siguientes: (i) la convergencia real, (ii) la convergencia jurídica e institucional, (iii) la convergencia nominal, (iv) las estrategias de política monetaria y cambiaria, y (v) la evolución del sector financiero. Estos asuntos se examinan brevemente en esta sección

2.1 Convergencia real

El crecimiento del PIB real fue bastante satisfactorio en la mayoría de los países candidatos en el año 2002, pese al debilitamiento del crecimiento en el entorno internacional. Si bien el ritmo de expansión económica se desaceleró en algunos países de Europa central y oriental, debido, en parte, a la moderación general de la actividad económica, éste mantuvo su intensidad en los Estados bálticos, respaldado parcialmente por el vigoroso crecimiento de la economía rusa. En consecuencia, la senda de crecimiento constante observada prácticamente en todos los países candidatos desde el año 2000 continuó en el

2002, estimándose que el crecimiento medio del PIB se situó en torno al 2,3% (véase cuadro 14). En general, la resistencia de los países candidatos a la desaceleración económica mundial se ha basado en la fuerte demanda interna, estimulada, en parte, por unas políticas fiscales más laxas y por la creciente confianza en la estabilización macroeconómica ya lograda.

Sin embargo, el grado de convergencia de la renta real con la zona del euro, es decir, la convergencia de los niveles de renta per cápita de los países candidatos en su conjunto, ha continuado siendo limitado. Por consiguiente, la diferencia entre el PIB medio per cápita de los países candidatos y el de la zona del euro sigue siendo importante. En promedio, el PIB per cápita de los países candidatos se sitúa, en términos de la paridad del poder adquisitivo, en torno al 44% del de la zona del euro, cifra que es incluso menor si se tienen en cuenta los tipos de cambio de mercado. Como resultado, si se compara con el tamaño de su población agregada, que es aproximadamente un 35% de la población de la zona del euro, el peso económico de los países candidatos sigue siendo relativamente reducido, situándose cerca del 7% del PIB de la zona del euro. La magnitud de la diferencia, junto con los reducidos diferenciales de crecimiento,

Cuadro 14

Tasas medias de crecimiento interanuales del PIB real

(en porcentaje)

	Bulgaria	Chipre	República Checa	Estonia	Hungría	Letonia	Lituania
1999	2,3	4,8	0,5	-0,6	4,2	2,8	-3,9
2000	5,4	5,2	3,3	7,1	5,2	6,8	3,8
2001	4,0	4,1	3,3	5,0	3,7	7,7	5,9
2002	4,0	2,2	2,2	4,5	3,4	5,0	5,0
1999-2002	3,9	4,1	2,3	4,0	4,1	5,6	2,7
	Malta	Polonia	Rumanía	Eslovaquia	Eslovenia	Todos ¹⁾	Zona del euro
1999	4,1	4,1	-1,2	1,3	5,2	2,6	2,8
2000	6,1	4,0	1,8	2,2	4,6	4,0	3,5
2001	-0,8	1,0	5,3	3,3	2,9	2,7	1,4
2002	1,9	0,8	4,2	3,9	2,6	2,3	0,8
1999-2002	2,8	2,4	2,5	2,7	3,8	2,9	2,1

Fuente: Eurostat.

1) Ponderadas por el PIB nominal de 1999.

Cuadro 15

Principales datos de los países candidatos

(2001)

	Población (millones)	PIB nominal (mm de euros)	PIB per cápita ¹⁾ (euros) ¹⁾	PIB per cápita (% de la media de la zona del euro) ¹⁾	Industria en relación con el PIB ²⁾ (%)	Agricultura en relación con el PIB ²⁾ (%)	Tasa de desempleo (media del período)	Exportaciones a la zona del euro (% de las exportaciones totales)
Bulgaria	8,0	15,2	6.506	28	23,0	13,8	19,3	51,5
Chipre	0,8	10,2	16.355	71	12,9	4,0	4,3	18,5
República Checa	10,3	63,3	13.521	59	32,8	4,2	8,1	61,7
Estonia	1,4	6,2	9.995	43	22,7	5,8	12,2	41,5
Hungría	10,2	57,8	11.839	51	27,1	4,3	5,6	68,6
Letonia	2,4	8,5	7.719	33	18,7	4,7	12,1	30,2
Lituania	3,5	13,4	9.834	43	27,5	7,0	16,1	25,8
Malta	0,4	4,0	12.825	56	24,5	2,4	4,5	35,1
Polonia	38,6	204,1	9.127	40	24,1	3,8	18,1	59,0
Rumanía	22,4	44,4	5.868	25	28,5	14,6	8,0	62,0
Eslovaquia	5,4	22,8	10.885	47	27,5	4,6	19,6	56,2
Eslovenia	2,0	21,7	16.014	69	30,3	3,3	6,4	58,0
Todos³⁾	105,2	471,6	10.255	44	26,2	5,4	13,1	57,6
Zona del euro	306,6	6.827,7	23.090	100	22,3	2,4	8,0	50,4

Fuentes: Comisión Europea, Eurostat y FMI.

1) En términos de la paridad del poder adquisitivo (PPA).

2) Los datos de Bulgaria se refieren al 2000.

3) Las columnas 3 a 8 están ponderadas por el PIB nominal del 2001.

sugiere que el proceso de convergencia real probablemente continuará después de la adhesión a la UE.

No obstante, el concepto de convergencia real, relevante para la integración en el Mercado Único y, posteriormente, en la zona del euro, supone algo más que la convergencia de los niveles de renta. En concreto, implica la valoración de si los países candidatos han ajustado sus estructuras económicas para acercarlas a las de la zona del euro y si han logrado una mayor integración económica con dicha zona. Los países candidatos han logrado avances significativos en este sentido. En lo que respecta a la agricultura, la industria y los servicios en porcentaje del PIB, su estructura económica se está aproximando a la de la zona del euro. En particular, el sector agrícola representa en torno al 5% del PIB, frente a un 2% en la zona del euro, mientras que el sector industrial se sitúa en el 26% del PIB, ligeramente por encima del de dicha zona (véase cuadro 15). Desde el inicio de la transición, los países candidatos han reorientado

su comercio hacia la zona del euro, que es ahora su principal socio comercial. En efecto, en la mayor parte de los países candidatos, la proporción de los intercambios comerciales con la zona del euro es muy parecida a la de los Estados miembros actuales.

Pese a todo ello, los países candidatos necesitan potenciar las reformas estructurales para completar la transición y fomentar el crecimiento económico y la convergencia. De forma más especial, este esfuerzo deberá centrarse en conseguir una mayor liberalización de los precios, mejorar el gobierno corporativo, favorecer las inversiones, instar a las empresas a implantar buenas prácticas y consolidar la estabilidad financiera. Por otro lado, en algunos países, el aumento del desempleo registrado en los últimos años muestra la necesidad de acometer una reforma del mercado de trabajo. Finalmente, los proyectos de saneamiento presupuestario previstos por algunos países exigirán la adopción de importantes medidas fiscales en el futuro próximo.

2.2 Convergencia jurídica e institucional

La convergencia real debe ir acompañada de reformas jurídicas e institucionales, que son cruciales para el crecimiento de los países candidatos en el medio plazo. Estas reformas requieren la existencia de entidades adecuadas y la adopción de las mejores prácticas y normas internacionales en distintos ámbitos (gobierno corporativo, legislación financiera, etc.). Los países candidatos han avanzado notablemente en esta dirección. Los indicadores de transición elaborados por el Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo (BERD) muestran que los países candidatos han llevado a cabo amplias reformas en la privatización y reestructuración de empresas, en los mercados y sistemas de negociación, y en las entidades financieras.

Por lo que se refiere a la convergencia jurídica e institucional, el Eurosistema tiene gran interés en que los países candidatos incorporen rápidamente el acervo comunitario relativo a los ámbitos de su competencia, que incluyen, en particular, la legislación que regula la independencia de los bancos centrales y otras leyes financieras. Tras la petición de los gobernadores de los bancos centrales de los futuros Estados miembros, y en estrecha colaboración con los mismos, el Eurosistema ha analizado detenidamente cada año el grado de cumplimiento de los requisitos establecidos en el Tratado por parte de los países candidatos.

En lo relativo a la independencia, se han analizado los estatutos de los bancos centrales de los doce países candidatos, en función de los criterios establecidos en los informes de convergencia jurídica elaborados por el Instituto Monetario Europeo (IME) y el BCE (respecto a la independencia institucional, personal, funcional y financiera), y a la luz de los dictámenes emitidos por el BCE, en los casos en que el IME y el BCE fueron consultados sobre proyectos de leyes nacionales en el ámbito de sus competencias y, más especialmente, sobre los proyectos de estatutos de los BCN de los Estados miembros de la UE. Estos dictámenes han contribuido al proceso

de revisión de las leyes de los bancos centrales que los países candidatos emprendieron para cumplir los requisitos establecidos en el Tratado y establecer las bases para hacer de estos bancos unas instituciones independientes.

Los bancos centrales y las entidades de crédito deben operar en un contexto jurídico sólido. Dada la incidencia general del acervo comunitario sobre el sector financiero y sobre las actividades de los bancos centrales, los nuevos Estados miembros habrán de adoptarlo desde el momento en que entren a formar parte de la UE. Por esta razón, el Eurosistema ha centrado también su atención en la legislación financiera, especialmente en el ámbito de la libertad de movimientos de capitales, la regulación de los mercados financieros, los activos de garantía, los sistemas de pago, la insolvencia y los billetes.

Este análisis general ha servido a los bancos centrales de los países candidatos como instrumento de ayuda en cuanto se refiere a su papel, a nivel nacional, en el proceso de adhesión. Asimismo, este tipo de análisis ha cumplido el propósito de asistir a la Comisión Europea en el proceso de adhesión, al permitir ampliar el análisis exhaustivo, que ya viene realizando, de las cuestiones relacionadas con la independencia de los bancos centrales.

2.3 Convergencia nominal

Durante la última década, los países candidatos han realizado notables progresos en la reducción de la inflación. En efecto, la inflación ha descendido desde cifras de dos dígitos o de situaciones de hiperinflación a niveles relativamente bajos, tras el éxito de los programas de estabilización macroeconómica puestos en marcha. El proceso de desinflación continuó en el 2002 y, a finales de año, la tasa media de inflación de los países candidatos era ligeramente superior a la de la zona del euro (véase cuadro 16). Sin embargo, en algunos de los países candidatos, al proceso de desinflación han contribuido factores específicos, tales como la contención de los precios

Cuadro 16**Inflación medida por el IAPC***(en porcentaje)*

	Bulgaria	Chipre	República Checa	Estonia	Hungría	Letonia	Lituania
1999	2,6	1,1	1,8	3,1	10,0	2,1	0,7
2000	10,3	4,9	3,9	3,9	10,0	2,6	0,9
2001	7,4	2,0	4,5	5,6	9,1	2,5	1,3
I 2002	8,2	2,2	3,4	4,4	6,2	3,3	2,7
II 2002	7,1	2,2	2,0	4,2	5,4	2,0	0,6
III 2002	4,6	3,8	0,3	2,9	4,5	1,0	-0,6
IV 2002	3,4	2,9	0,1	2,9	4,8	1,6	-0,9
	Malta ¹⁾	Polonia	Rumanía	Eslovaquia	Eslovenia	Todos ²⁾	Zona del euro
1999	2,1	7,2	45,8	10,4	6,1	9,8	1,1
2000	2,4	10,1	45,7	12,2	8,9	11,9	2,1
2001	2,9	5,3	34,5	7,0	8,6	8,5	2,4
I 2002	3,8	3,5	27,0	4,6	7,9	6,4	2,5
II 2002	2,4	1,9	24,3	3,0	7,6	5,0	2,1
III 2002	1,5	1,4	21,4	2,5	7,4	4,0	2,1
IV 2002	1,1	1,0	18,4	3,1	6,9	3,5	2,3

Fuentes: Eurostat y fuentes nacionales.

1) IPC.

2) Ponderada por el PIB nominal de 1999.

de los alimentos, retrasos inesperados en la desregulación de los precios y la apreciación de sus monedas. El mantenimiento de bajas tasas de inflación sigue siendo crucial para consolidar un entorno económico de estabilidad de precios, con vistas también al cumplimiento de los criterios de Maastricht y al objetivo último de adoptar el euro.

Sin embargo, el mantenimiento de unas tasas de inflación bajas continúa siendo un reto, dada la probabilidad de que varios factores contribuyan a propiciar la existencia de diferenciales de inflación entre los países candidatos y la zona del euro. Algunos de estos factores están relacionados con el proceso de transición, tales como la liberalización y la desregulación de los precios. Además, un crecimiento de la productividad relativamente más elevado en el sector de bienes comerciables que en el de los no comerciables en los países candidatos puede traducirse en un aumento del precio relativo de los bienes no comerciables y en una inflación algo más alta, fenómeno conocido como “efecto Balassa-Samuelson”. Aunque la mayoría de los estudios empíricos indican que, hasta la fecha, el

efecto Balassa-Samuelson sólo ha explicado una parte reducida de los diferenciales de inflación con respecto a la zona del euro, existen evidencias de que este efecto se está produciendo en estos países¹. Por otro lado, podría aumentar la importancia de este efecto en los próximos años, si el crecimiento de la productividad en el sector de los bienes comerciables se viera impulsado, entre otros factores, por la incorporación a la UE. Además de estos factores, un fuerte crecimiento de los salarios nominales, debido, por ejemplo, a demandas reprimidas de incrementos salariales, a la persistencia de expectativas de inflación o a la indiciación de los salarios basada en la evolución pasada de la inflación, podrían contribuir a generar presiones inflacionistas. Finalmente, los retrasos en el saneamiento presupuestario, registrados recientemente en algunos de los países candidatos, podrían también incidir negativamente en los progresos relativos a la estabilización y a la desinflación logrados con tanto esfuerzo.

¹ Benes, J. et al. (2002), “On the estimated size of the Balassa-Samuelson effect in five Central and Eastern European countries”, editado por M. A. Kovács. National Bank of Hungary, Working Paper 2002/5.

Cuadro 17**Estrategias monetaria y cambiaria de los países candidatos**

	Estrategia cambiaria ¹⁾	Moneda	Características
Caja de conversión (Currency board)			
Bulgaria	Caja de conversión al euro	Lev búlgaro	Adoptada en 1997
Estonia	Caja de conversión al euro	Corona estonia	Adoptada en 1992
Lituania	Caja de conversión al euro	Litas lituano	Adoptada en 1994; sustitución del dólar estadounidense por el euro como moneda de referencia en febrero del 2002
Paridad fija convencional			
Letonia	Paridad fija con los DEG	Lats letón	Banda de fluctuación de $\pm 1\%$
Malta	Paridad fija con una cesta	Lira maltesa	Cesta de monedas (euro, dólar estadounidense, libra esterlina); banda de fluctuación de $\pm 0,25\%$
Paridad fija con el euro con una banda de fluctuación de $\pm 15\%$			
Chipre	Paridad fija con el euro con una banda de fluctuación de $\pm 15\%$	Libra chipriota	
Hungría	Paridad fija con el euro con una banda de fluctuación de $\pm 15\%$	Forint húngaro	Régimen de tipo de cambio combinado con objetivo de inflación: 2,5%-4,5% a finales del 2003
Flotación controlada ²⁾			
Rumanía	Flotación controlada	Leu rumano	Cesta de monedas (dólar estadounidense, euro) como referencia informal
Eslovaquia	Flotación controlada	Corona eslovaca	
Eslovenia	Flotación controlada	Tolar esloveno	Papel destacado de los agregados monetarios; el euro se utiliza como moneda de referencia informal
Flotación independiente ²⁾			
República Checa	Flotación libre	Corona checa	Objetivo de inflación: 2%-4% a finales del 2005
Polonia	Flotación libre	Zloty polaco	Objetivo de inflación: 3% (con ± 1 punto porcentual de tolerancia) a finales del 2003

Fuentes: FMI y bancos centrales nacionales.

1) Basada en el "Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions" del FMI, 2001.

2) Clasificación del FMI.

2.4 Estrategias de política monetaria y cambiaria

Por lo general, pueden considerarse a los países candidatos como economías abiertas de pequeño tamaño, con un alto grado de integración con la zona del euro. En este contexto, la elección de la estrategia cambiaria es fundamental, al proporcionar el marco en el que será posible seguir orientando la política monetaria hacia la estabilidad de precios y avanzar en el camino de la convergencia real sin que ésta se vea obstaculizada por fluctuaciones indebidas de los tipos de cambio.

En los últimos años, el euro ha ido ganando importancia como moneda de referencia en los países candidatos. Los ejemplos más recientes de esta evolución han sido los casos

de Lituania, que sustituyó el dólar estadounidense por el euro como moneda de referencia de su caja de conversión (*currency board*) en febrero del 2002, y de Malta, que decidió aumentar el peso del euro en su cesta de monedas al 70% en agosto del mismo año. Se observa todavía una marcada diversidad entre los países candidatos, tanto en sus estrategias cambiarias, que van desde los *currency boards* a la flotación libre, como en sus estrategias de política monetaria (véase cuadro 17). Mientras que países con regímenes cambiarios de paridad fija (Bulgaria, Estonia, Letonia, Lituania y Malta) orientan obviamente su política monetaria hacia un objetivo de tipo de cambio, otros aplican estrategias puras de objetivos de inflación (Polonia y la República Checa), sistemas de flotación controlada (Eslovaquia) o regímenes cambiarios de vin-

culación unilateral al euro con una banda de fluctuación de $\pm 15\%$ (Chipre y Hungría). Por último, algunos países incluyen también los agregados monetarios en su estrategia de política monetaria (Rumanía y Eslovenia).

En conjunto, las políticas monetarias y cambiarias de los países candidatos han contribuido de forma significativa a la estabilidad macroeconómica y a la desinflación, creando así las condiciones propicias para un crecimiento económico sostenible. Sin embargo, la mayor parte de los países han tenido que superar una serie de retos, en la medida en que la política cambiaria ha debido hacer frente a riesgos para la competitividad exterior, el aumento y la volatilidad de los flujos de capital y la fijación y consecución de objetivos de inflación en economías en las que el tipo de cambio determina, en gran medida, las condiciones de la política monetaria. Por otro lado, como en todas las economías, la política cambiaria ha requerido el mantenimiento del equilibrio apropiado entre las políticas monetarias, fiscales y estructurales.

Considerando la necesidad de avanzar en los preparativos para la plena participación en la UEM, el desarrollo del proceso hasta la adopción final del euro plantea todavía notables desafíos. Las fluctuaciones excesivas del tipo de cambio frente al euro serán probablemente perjudiciales para las relaciones comerciales y financieras con la zona del euro y para el desarrollo de una economía nacional estable. Sin embargo, los tipos de cambio fijos pueden plantear mayores desafíos en cuanto a las reformas necesarias para acercar más las estructuras económicas de los países candidatos a las de la zona del euro. Hasta el momento, los países han reaccionado de manera distinta ante este dilema, lo que ha dado lugar a la gran diversidad de regímenes cambiarios que se observa en la actualidad. Algunos de los países candidatos habrán de adaptar sus regímenes cambiarios para hacerlos compatibles con el MTC II, antes de poder participar en el mismo. Ante la adhesión a la UE, habrán de adoptarse importantes decisiones en relación con el calendario de incorporación y las modalidades de participación en

el MTC II, en línea con el objetivo establecido en la resolución del Consejo Europeo sobre el MTC II. Las decisiones de política económica son principalmente responsabilidad de los países correspondientes y han de estar en conformidad con los requisitos del Tratado, tales como la obligación de considerar la política de tipo de cambio como materia de interés común. Aunque el MTC II desempeñará, finalmente, su papel en los criterios de convergencia para la incorporación al euro, dado que la participación en el MTC II por un periodo de al menos dos años es una de las condiciones para dicha incorporación, la función primordial del mecanismo cambiario es ayudar a los países integrados a orientar sus políticas hacia la estabilidad y a fomentar la convergencia.

2.5 Evolución del sector financiero

En parte por razones históricas, el sector financiero de los países candidatos está ampliamente dominado por el sector bancario, mientras que otros componentes del sector financiero han tendido a desarrollarse menos. Desde el punto de vista del BCE, el fortalecimiento del sector financiero es fundamental por dos motivos principales. En primer lugar, la estructura y el funcionamiento del sector financiero tienen implicaciones significativas para la evolución macroeconómica. En particular, unos sectores financieros saneados ayudarán a llevar a cabo las reformas estructurales necesarias en el sector real de la economía y a conseguir un crecimiento del producto potencial más elevado y una mayor convergencia de la renta real con la zona del euro. En segundo lugar, la estabilidad financiera de los países candidatos es esencial para facilitar la ejecución de la política monetaria en una zona del euro ampliada. Sin dudas, la debilidad del sector financiero plantearía serios retos para la ejecución de la política monetaria y para la credibilidad de los bancos centrales y el mantenimiento de la estabilidad de precios.

En los últimos años, se ha progresado considerablemente en la reestructuración y conso-

lidación del sector financiero. El sector bancario se ha reforzado mediante la privatización a gran escala de los bancos de propiedad estatal y la apertura a la propiedad extranjera. Este proceso se ha traducido en una mayor integración en la Unión Europea, debido a una fuerte participación de las entidades de crédito de los países de la UE, y ha aumentado la eficiencia considerablemente. Sin embargo, falta mucho para que la transformación de los sistemas financieros sea completa, dado el grado relativamente reducido de intermediación financiera que se observa todavía. Ello se refleja, sobre todo, en los activos bancarios y en el crédito interno. Los activos bancarios con respecto al PIB de estos países se sitúan en un cuarto de las cifras correspondientes a la zona del euro, mientras que las cifras de crédito interno con respecto al PIB se sitúan en un tercio. Además, en algunos países, el sector bancario sigue estando aquejado por una elevada proporción de créditos morosos y su actividad crediticia se ve obstaculizada por deficiencias en el gobierno corporativo y por marcos jurídicos que no son demasiado adecuados.

2.6 Conclusión

Tras una serie de años difíciles en cuanto a la política macroeconómica al inicio de la tran-

sición, la creación de instituciones y la formulación de las políticas económicas han avanzado suficientemente para que los países candidatos estén en condiciones de alcanzar la estabilidad macroeconómica. En el 2002, pese a la desaceleración mundial de la actividad, la evolución económica ha sido, en general, positiva en la mayoría de los países. Los diferenciales de crecimiento con respecto a la zona del euro se han mantenido, o incluso se han ampliado ligeramente, y se han conseguido avances considerables en la desinflación, a lo que han contribuido decisiones adecuadas en materia de estrategias de políticas monetaria y cambiaria. Sin embargo, todavía quedan algunos retos por superar: el crecimiento económico y la reforma jurídica e institucional no deben perder impulso para que se acelere el proceso de convergencia de la renta real, ha de consolidarse el avance realizado en la desinflación, y debe proseguir la liberalización de los precios, y reforzarse los sectores financieros. La elección de las estrategias de políticas monetaria y cambiaria hasta la adopción del euro también plantea desafíos reales. Si bien han de evitarse fuertes fluctuaciones de los tipos de cambio frente al euro, puede ser deseable cierto grado de flexibilidad de los tipos de cambio para acometer las reformas necesarias pendientes, con vistas a la plena participación en la UEM.

3 Preparativos para la adhesión

3.1 Preparativos relativos a los órganos de gobierno y los comités del SEBC

El Consejo General

En septiembre del 2002, el Consejo General decidió invitar a los gobernadores de los bancos centrales de los países candidatos a asistir a sus reuniones tras la firma del Tratado de Adhesión, en calidad de observadores, en consonancia con la decisión adoptada en 1994 por el Consejo del IME en relación con Austria, Noruega, Finlandia y Suecia. Esta invitación tiene por objeto brindar a los gobernadores de los bancos centrales de los

países candidatos la oportunidad de familiarizarse con los principales temas tratados en el seno del SEBC y con sus métodos de trabajo, con el fin de facilitar su incorporación al Consejo General, en calidad de miembros, en el 2004.

Los comités del SEBC

Para facilitar la integración de los bancos centrales de los países candidatos en el SEBC, el Consejo de Gobierno decidió también que, tras la firma del Tratado de Adhesión, expertos de los citados bancos podrían asistir en

calidad de observadores a las reuniones de los comités del SEBC.

El Consejo de Gobierno

La incorporación de nuevos Estados miembros a la zona del euro conducirá a una significativa ampliación del órgano supremo de toma de decisiones del Eurosistema. Para garantizar que la toma de decisiones siga llevándose a cabo con eficacia y rapidez después de la ampliación, el Tratado de Niza introduce una “cláusula de habilitación”, que permite la modificación del derecho de voto en el Consejo de Gobierno del BCE (artículo 10.2 de los Estatutos del SEBC) y que se incluye, como un nuevo apartado 6, en el artículo 10 de los Estatutos, titulado “El Consejo de Gobierno”. De acuerdo con la citada cláusula, el Consejo, reunido en su formación de Jefes de Estado o de Gobierno, por unanimidad, bien sobre la base de una recomendación del BCE y previa consulta al Parlamento Europeo y a la Comisión, bien sobre la base de una recomendación de la Comisión y previa consulta al Parlamento Europeo y al BCE, podrá modificar lo dispuesto en el artículo 10.2 de los Estatutos, tras lo cual se recomendará a los Estados miembros la ratificación de dichas modificaciones de conformidad con sus respectivas normas constitucionales. En una declaración aneja al acta final de la Conferencia Intergubernamental sobre el Tratado de Niza, los gobiernos de los Estados miembros expresaban su confianza en que se presentara una recomendación en el sentido del artículo 10.6 lo antes posible tras la entrada en vigor del Tratado. Tras debatir extensamente, en el transcurso del año pasado, las posibles opciones de modificación del derecho de voto, el Consejo de Gobierno aprobó por unanimidad la revisión del artículo 10.2 de los Estatutos, que presentó al Consejo Europeo en febrero del 2003 en la Recomendación BCE/2003/1. La recomendación para modificar del derecho de voto en el Consejo de Gobierno se describe con más detalle en el capítulo XIII.

3.2 Capital suscrito del BCE y límite máximo para los activos exteriores de reserva

En el contexto de la ampliación, el Consejo de Gobierno y el Consejo General del BCE han estudiado también realizar ajustes en el capital suscrito del BCE y en el límite máximo para las transferencias iniciales de activos exteriores de reserva al BCE por parte de los BCN. Los ajustes son necesarios dado que sin ellos, tras la ampliación del SEBC, el BCE se vería obligado a reembolsar a los miembros actuales del SEBC una parte importante del capital desembolsado y a transferirles activos exteriores de reserva, en un momento particularmente inoportuno, puesto que la ampliación conlleva un incremento de las actividades operativas del BCE y de sus costes correspondientes.

De conformidad con los Estatutos del SEBC, todos los BCN que participan en el SEBC contribuirán al capital suscrito del BCE, que es actualmente de 5.000 millones de euros, según una clave que corresponda a la participación de los países en la población y en el PIB de la Comunidad. De acuerdo con las decisiones adoptadas, los BCN del Eurosistema han desembolsado la totalidad de su participación en el capital, mientras que los BCN de los Estados miembros que todavía no han adoptado el euro sólo han desembolsado el 5% de su participación. Por tanto, si no se realizara ningún ajuste, la asignación a los nuevos BCN de una ponderación en la clave de capital cuando entraran a formar parte del SEBC, supondría inevitablemente la reducción de las ponderaciones de los miembros actuales, lo que conduciría a una reducción del importe total del capital desembolsado.

Este efecto inmediato después de la integración de nuevos Estados miembros en la UE y de sus BCN en el SEBC, sería acompañado más tarde con distorsiones en relación con la transferencia de activos exteriores de reserva, en el momento de que los nuevos Estados miembros adoptasen el euro. En la actualidad, el límite máximo para las transferencias iniciales de activos exteriores de

reserva al BCE es de 50.000 millones de euros y los BCN de la zona del euro han transferido activos exteriores de reserva al BCE en proporción a su clave de capital. Por lo tanto, para permitir, con el límite máximo actual, futuras transferencias proporcionales de activos exteriores de reserva por los BCN de los nuevos países, el BCE tendría que devolver transferencias de activos exteriores de reserva a los antiguos BCN del Eurosistema.

Para evitar estas consecuencias desfavorables de la ampliación, los órganos rectores del BCE sugirieron a la Comisión Europea la adopción de las medidas necesarias para introducir una modificación técnica en los Estatutos del SEBC. En octubre del 2002, el Consejo ECOFIN adoptó unas conclusiones en las que se recomendaba la incorporación, mediante el Tratado de Adhesión, de un nuevo apartado en el artículo 49 de los Estatutos. Con arreglo a este nuevo apartado, se incrementará el capital suscrito del BCE y se elevará el límite máximo para las transferencias iniciales de activos exteriores de reserva por los BCN en cuanto se integren nuevos Estados miembros. Estos aumentos serán automáticos y proporcionales a la ponderación de los nuevos Estados miembros en la clave ampliada de capital.

3.3 Plan General

La ampliación del SEBC requiere que se revisen distintas funciones del BCE e infraestructuras del SEBC, para seguir desarrollando sus funciones y cumplir sus objetivos.

El BCE ha empezado a elaborar un Plan General de Adhesión que deberá servir de guía para la planificación, el desarrollo y el seguimiento de sus actividades en todas las áreas funcionales, con vistas a la ampliación del SEBC y, posteriormente, del Eurosistema. Dicho plan se inspira en el Plan General del IME, cuyo objeto fue preparar el marco organizativo y logístico del SEBC para la tercera fase de la UEM.

Varios de los proyectos de infraestructuras, cuya realización exige bastante tiempo, están ya muy avanzados. Además, el BCE ha llevado a cabo una serie de actividades encaminadas a ayudar a los bancos centrales de los países candidatos a prepararse para su integración en el SEBC y a familiarizarse con su funcionamiento.

Las actividades emprendidas en el marco del Plan General, que se intensificarán en el 2003, permitirán que todos los temas relevantes se traten a su debido tiempo, con el fin de facilitar la integración de los bancos centrales de los nuevos Estados miembros en el SEBC, sin que su incorporación afecte la integridad operativa general de los sistemas existentes.

3.4 Evaluación de la infraestructura de pagos y de compensación y liquidación de valores de los países candidatos

En el 2002, el BCE, en estrecha colaboración con los BCN y con los bancos centrales de los países candidatos, llevó a cabo una evaluación de la seguridad y la eficiencia de la infraestructura de pagos y de compensación y liquidación de valores, y de las correspondientes funciones de vigilancia, de los doce países candidatos. Para dicha evaluación se celebraron reuniones con los bancos centrales de los países candidatos, con otras autoridades nacionales competentes, con operadores de los sistemas y con participantes en los mercados, en cada uno de los países candidatos. En la evaluación, que se centró más en las cuestiones relacionadas con la ampliación de la UE que en los requisitos para formar parte de la zona del euro, se prestó atención a la utilización de distintos instrumentos de pago, a la adecuación de la infraestructura de los mercados y a los principales sistemas de transferencia de fondos y de compensación y liquidación de valores en funcionamiento o en preparación en cada uno de los países. También se analizó el grado de automatización y normalización, el nivel de titulación y la adecuación de los activos de garantía, y las fun-

ciones, competencias y objetivos en materia de supervisión.

Aun reconociendo que pueden mejorarse las infraestructuras de pagos y de compensación y liquidación de valores en los distintos países candidatos, la evaluación concluyó que estos sistemas no presentan problemas lo suficientemente serios como para que constituyan un obstáculo a su adhesión a la UE. El BCE señaló a cada uno de los bancos centrales de todos los países candidatos los aspectos, generales y específicos, susceptibles de mejora, formulando las recomendaciones pertinentes que, junto con los resultados de la evaluación, se trasladaron a la Comisión Europea, que los tuvo en cuenta en la elaboración del informe titulado “Hacia una Unión Europea ampliada: Documento de estrategia e Informe de la Comisión Europea sobre los progresos de cada uno de los países candidatos para la adhesión”, publicado en octubre del 2002.

3.5 Acuerdo de Confidencialidad con los bancos centrales de los países candidatos

Habida cuenta de la próxima ampliación de la UE y de la consiguiente cooperación cada vez más estrecha entre el SEBC y los bancos centrales de los nuevos Estados miembros, surgió la necesidad de establecer un acuerdo general sobre la información confidencial compartida entre el SEBC y estos bancos centrales. Así pues, el SEBC y los bancos centrales de los doce países candidatos concluyeron un Acuerdo de Confidencialidad, que complementa todos los acuerdos individuales existentes entre el BCE y los bancos centrales de algunos de estos países. El acuerdo tiene por objeto garantizar que las partes observen unas normas mínimas comunes para el tratamiento de la información confidencial, y se aplica no sólo a los documentos, sino, en general, a toda la información intercambiada entre el SEBC y los bancos centrales de los países candidatos. Ello es particularmente importante, dado que los bancos centrales de los diez primeros nuevos Estados miembros serán invitados a participar en

los comités del SEBC en calidad de observadores, tras la firma del Tratado de Adhesión.

3.6 Cooperación en la vigilancia de falsificaciones de billetes

Por lo que respecta a la puesta en marcha de su Centro de Análisis de Falsificaciones y del Sistema de Control de Falsificaciones, el BCE ha cooperado también con los bancos centrales de los países candidatos en la prevención y detección de las falsificaciones del euro. En este sentido, el BCE ha llevado a cabo una evaluación de dichos bancos centrales para identificar los que participan claramente en la investigación y el análisis de los billetes falsos en sus respectivos países. Esta evaluación ha mostrado que podría iniciarse pronto la cooperación con los bancos centrales de cinco países candidatos, por lo que se redactó un modelo de acuerdo de cooperación, que el BCE tiene la intención de extender a los bancos centrales de todos los países candidatos.

3.7 Cooperación entre bancos centrales

En el 2002, el BCE y los BCN de la zona del euro siguieron proporcionando asistencia técnica a los bancos centrales de los países candidatos para facilitar su integración en el SEBC y, posteriormente, en el Eurosistema. En particular, se trató de dar a conocer el marco operativo y funcional del SEBC y del Eurosistema y de ofrecer la ayuda de expertos en las principales áreas de competencia de los bancos centrales. En consecuencia, continuó la intensa cooperación entre el Eurosistema y los bancos centrales de los países candidatos en este ámbito.

En el marco de dicha cooperación se realizaron más de 300 actividades en el 2002, con lo que el número total de actividades de cooperación técnica desarrolladas desde finales de 1999 se elevó a cerca de 1.000. Desde aquel año se ha proporcionado asistencia en distintos ámbitos, tales como sistemas de pago, convergencia jurídica y otras cuestiones relacionadas con el marco jurídico del SEBC, polí-

tica económica, análisis económicos, estadísticas, marco operativo y de política monetaria, divisas, supervisión, normas contables, billetes en euros, auditoría interna, informática y liberalización de las cuentas de capital. Esta actividad se ha llevado a cabo a través de seminarios y visitas bilaterales de expertos, consultas de alto nivel, cursos de formación, prácticas y asistencia técnica específica. En

algunos casos, expertos del Eurosistema y de los bancos centrales de los países candidatos han elaborado análisis conjuntos sobre, entre otros temas, los preparativos jurídicos para la adhesión a la UE, los sistemas de pago y de liquidación de valores, los sectores financieros y distintos aspectos del sistema estadístico de los países candidatos.

Verano del 2002



Exposición fotográfica del BCE "La fabricación del euro" en el Banco de España de Madrid y Barcelona

Capítulo VII

Producción y emisión de billetes

I Introducción y circulación de los billetes y monedas en euros

Los billetes denominados en euros son emitidos por el BCE y los BCN de la zona del euro. El 1 de enero de 2002 se pusieron en circulación los billetes y monedas en euros en los doce Estados miembros pertenecientes a la zona del euro, introduciendo así la nueva moneda que sustituiría a las monedas nacionales para más de 300 millones de ciudadanos europeos. Gracias a los extensos preparativos llevados a cabo por todos los profesionales implicados y a la ingente labor realizada a todos los niveles, especialmente durante el período de transición al euro, es decir durante los meses de enero y febrero del 2002, la introducción de los billetes y monedas se desarrolló con toda fluidez. El éxito de esta operación única se debió también a la aceptación favorable de los billetes y monedas por parte de los ciudadanos, desde los primeros días del 2002.

I.1 Distribución y subdistribución anticipadas de billetes y monedas en el 2001

Dos factores fundamentales contribuyeron a facilitar el cambio de moneda: la distribución anticipada de un número elevado de billetes y monedas en euros a las entidades de crédito y la subdistribución anticipada por estas entidades de una “masa crítica” de billetes y monedas al comercio minorista durante los cuatro últimos meses del 2001. Desde un punto de vista logístico, estas operaciones fueron cruciales para cumplir uno de los principales objetivos del proceso de cambio de moneda, es decir, que el grueso de las operaciones en efectivo pudiera realizarse en euros a mediados de enero del 2002. En conjunto, 6.400 millones de billetes, por un importe aproximado de 133 mm de euros, fueron suministrados por los BCN de la zona del euro a las entidades de crédito radicadas dentro y fuera de la zona, lo que permitió a los principales participantes en el proceso de cambio de moneda estar perfectamente preparados para la introducción material de los billetes y monedas el 1 de enero de 2002. El

80% del número de billetes de baja denominación requerido para la operación de cambio se distribuyó anticipadamente, debido a su fuerte demanda para efectuar pagos. Al mismo tiempo, antes de la puesta en circulación, en torno a 38.000 millones de monedas en euros fueron subdistribuidas anticipadamente a las entidades de crédito y al comercio minorista, y se facilitaron también euro-monederos a los ciudadanos de la zona. Esta cantidad de monedas distribuidas anticipadamente representaba el 97% del número total de monedas requerido para la operación de canje.

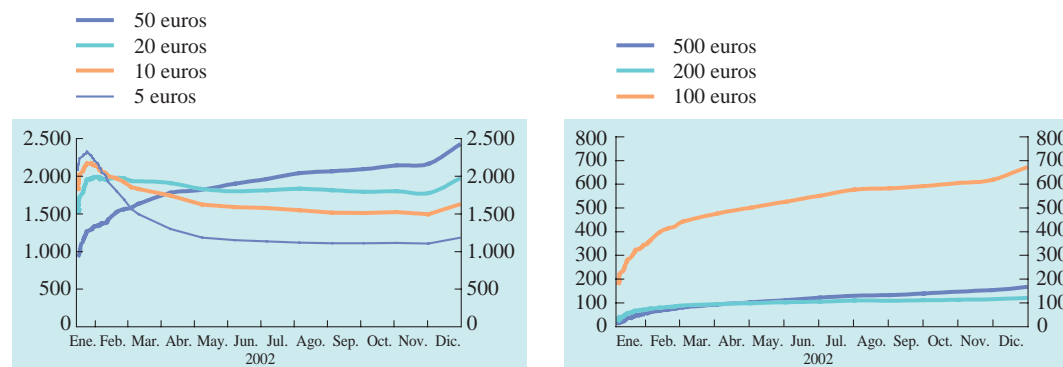
I.2 Introducción de los billetes y monedas durante el período de transición del 2002

Además de las mencionadas cantidades distribuidas anticipadamente, el Eurosistema puso en circulación, durante la primera mitad de enero del 2002, otros 1.700 millones de billetes, por un importe de 67 mm de euros. El 15 de enero de 2002, el número de billetes en euros en circulación (incluidos los billetes mantenidos en las cajas por las IFM) alcanzó su máximo, a un nivel de 8.100 millones de billetes. Posteriormente, pese al continuo aumento del importe de los billetes en circulación, su número cayó un 7,5%, hasta situarse en 7.500 millones de billetes el 1 de marzo de 2002, cuando los nuevos billetes pasaron a ser la única moneda de curso legal de la zona del euro. Ello podría explicarse por el hecho de que en las dos primeras semanas de enero se produjo una considerable demanda de billetes de baja denominación (en especial, de billetes de 5 y de 10 euros), por parte de las entidades de crédito y del sector minorista, para facilitar la devolución de cambio. Esta posible explicación se vio confirmada por la disminución del número de billetes de 5 euros en circulación en un 34%, y del de billetes de 10 euros en un 17%, entre mediados de enero y finales de febrero, mientras que la demanda de las demás denominaciones siguió creciendo durante el mismo período.

Gráfico 33

Billetes en euros en circulación en el 2002

(millones de billetes)



Durante el período de los dos meses de transición a la nueva moneda, el importe de los billetes en euros en circulación se incrementó notablemente, un 86%, pasando de 133 mm a comienzos de enero a 247 mm de euros a finales de febrero, fechas en las que había alcanzado ya el 86,5% del total de billetes nacionales y denominados en euros en circulación.

Dado el elevado volumen de monedas distribuidas anticipadamente a las entidades de crédito y a otros grupos profesionales seleccionados, por valor de 12,4 mm de euros, el crecimiento registrado por las monedas durante las dos primeras semanas del período de transición no superó el 2,6%. Al igual que los billetes, el número de monedas en circulación alcanzó su cota máxima el 15 de enero de 2002, con 38,6 mm de monedas, por valor de 12,6 mm (excluidas las reservas mantenidas por los BCN). A mediados de enero del 2002, el número de monedas en euros en circulación empezó a reducirse ligeramente, hasta situarse en 35,8 mm de monedas al final de período de convivencia. Entre mediados de enero y finales de febrero, el importe de las monedas en euros en circulación descendió un 8,2%, situándose en 11,5 mm de euros.

1.3 Evolución de la circulación de los billetes y monedas durante el resto del 2002

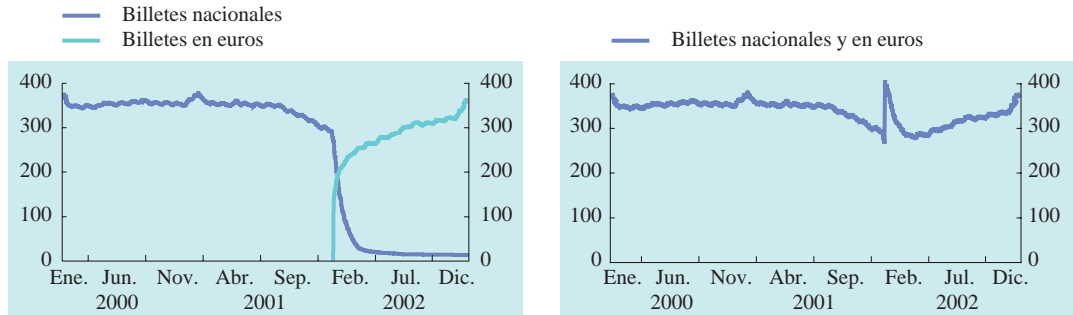
El número de billetes en circulación siguió disminuyendo ligeramente, hasta alcanzar una cota mínima de 7.200 millones en abril del 2002. En los meses siguientes, el ritmo de crecimiento fue moderado, del 13,8%, y el número de billetes se situó en 8,2 mm a finales del 2002. El importe de los billetes en circulación continuó aumentando a un ritmo de 45,3% entre marzo y diciembre, mes en el que se situó en 359 mm de euros. Esta evolución puede atribuirse, principalmente, a la fuerte demanda de billetes de alta denominación y, en particular, los de 500 y 200 euros. Si se añaden los billetes nacionales no retirados, el total de billetes en circulación a finales del 2002 representó el 98% del importe existente a finales del 2000.

En consonancia con la evolución de los billetes, el número de monedas en circulación descendió levemente, hasta alcanzar su nivel mínimo en abril del 2002, con 34,7 mm de piezas, por valor de 11 mm de euros. Posteriormente, las monedas registraron un moderado aumento, hasta situarse en 40 mm de piezas, por valor de 12,4 mm de euros, a finales de diciembre.

Gráfico 34

Billetes en circulación entre los años 2000 y 2002

(mm de euros)



1.4 Retirada de los billetes nacionales

La circulación de billetes nacionales se mantuvo en niveles relativamente normales hasta mediados del 2001. Al aproximarse el cambio de moneda, se produjo un importante retorno de estos billetes a los bancos centrales, que se aceleró considerablemente tras el inicio del período de distribución anticipada, en septiembre del 2001, sobre todos los de alta denominación. En total, los billetes nacionales disminuyeron un 29%, pasando de 380 mm de euros a 270 mm de euros en el 2001. En cuanto al número, la circulación de billetes nacionales descendió de 11,7 mm a 9,6 mm en el 2001. En los dos primeros

meses del 2002, fueron retirados de la circulación un total de 6,7 mm de billetes nacionales, que representaban el 70% del número de billetes nacionales en circulación a finales del 2001. Los BCN retiraban diariamente billetes por un valor entre el 4% y el 6% de los billetes nacionales todavía en circulación. Así pues, los billetes nacionales en circulación experimentaron un acusado descenso, de 178 mm de euros en enero y 58 mm de euros en febrero. Durante el resto del año, el ritmo de retirada de los billetes nacionales se ralentizó sensiblemente. Al final del año 2002, el importe de los billetes nacionales que no habían sido todavía retirados se situaba en 13,3 mm de euros.

2 Producción de los billetes y monedas en euros

2.1 Producción de los billetes

Tras el desarrollo satisfactorio de la puesta en circulación de los billetes en euros, el Euro-sistema procedió a examinar las normas y los métodos y procedimientos de producción utilizados, con el fin de mejorar la eficiencia del proceso general de producción. Para ello se tuvo en cuenta la experiencia adquirida en los centros de producción y la información recibida del público, de las entidades de crédito y de otros usuarios de billetes. Asimismo, se evaluaron técnicas y procedimientos nuevos de producción y control de calidad, que se aplicaron en los programas de producción siguientes y que permitieron

mejorar los estándares de calidad en los centros de producción. Por otra parte, sobre la base de las normas industriales al uso, se dedicó mayor atención a las cuestiones de sanidad, seguridad y medio ambiente relacionadas con la producción y utilización de los billetes, y se evaluaron los distintos materiales utilizados.

Este proceso continuo de mejora se aplicará a todos los futuros planes de producción, tanto de la serie de billetes actuales como de las que se emitan en el futuro, habiéndose adoptado ya algunas normas más estrictas de calidad para la producción de billetes en el 2003.

Cuadro 18

Asignación de la producción de billetes en el 2002

Denominación	Cantidad (millones de billetes)	Importe (millones de euros)	Producción encargada a los BCN
5 euros	1.131	5.655	FR, NL, AT, PT
10 euros	1.045	10.450	DE, GR, IE
20 euros	1.555	31.100	ES, FR, IT, FI
50 euros	742	37.100	BE, ES, NL
100 euros	307	30.700	IT, LU
Total	4.780	115.005	

En abril del 2001, el Consejo de Gobierno decidió que, en los años siguientes, se realizaría una producción mancomunada de billetes de forma descentralizada, de tal manera que cada BCN de la zona del euro sólo fuese responsable de la producción de una parte del total de billetes, en un número reducido de denominaciones. La producción mancomunada ayuda a garantizar el suministro de billetes con un nivel de calidad uniforme, al reducir el número de centros de producción de cada denominación, y permite al Eurosistema realizar economías de escala en la producción.

El necesario intercambio de billetes nuevos entre los BCN se produce sin que medie pago alguno por los mismos. En el año 2002, se perfeccionaron los procedimientos de aceptación, control y auditoría de la producción de billetes en euros.

Las necesidades totales de producción para el 2002 se cifraron en 4,8 mm de billetes, que debían cubrir tanto el aumento de la circulación como la sustitución de los que dejaron de ser válidos, y garantizar que los BCN dispusieran de reservas logísticas suficientes para atender a cualquier petición, incluso en épocas de demanda máxima.

Las reservas logísticas de billetes de 200 y 500 euros constituidas durante la producción inicial fueron consideradas suficientes para satisfacer las necesidades del año 2002. El cuadro 18 muestra la producción asignada a los BCN.

2.2 Gestión de las reservas y establecimiento de una reserva estratégica del Eurosistema

Se consideró necesario lograr una mayor coordinación no sólo en la producción de los billetes en euros sino también en su emisión. A estos efectos y entre otras cosas, se acordó un sistema para la gestión de las reservas logísticas de billetes del Eurosistema.

Por otro lado, en relación con la producción, el Consejo de Gobierno decidió la creación de una reserva estratégica de billetes del Eurosistema, destinada a ser utilizada en situaciones en las que las reservas logísticas del Eurosistema fuesen insuficientes para hacer frente a un incremento imprevisto de la demanda, o en caso de una repentina interrupción del suministro de billetes. La reserva estratégica que debe mantenerse es el 30% del valor total de los billetes en circulación en las tres denominaciones más altas, y el 20% del número de billetes en las bajas denominaciones. En consecuencia, la reserva estratégica de billetes consta actualmente de 1,74 mm de billetes.

La parte no utilizada de la reserva central de billetes, que se estableció para hacer frente al riesgo de escasez de billetes durante la transición a la nueva moneda, se transfirió a la reserva estratégica de billetes del Eurosistema. Otra parte de la reserva estratégica se producirá, junto con los billetes necesarios para la reserva logística de los BCN, en el 2003.

2.3 Colaboración en la producción de las monedas

Los Estados miembros son los responsables de la producción de las monedas en euros. El BCE, que actúa como asesor independiente sobre la calidad de las monedas, ha brindado su asistencia para la implantación y el mantenimiento de un sistema común de control de calidad en la fábricas productoras de monedas. En el 2002, la fabricación ha proseguido a un ritmo reducido. Periódicamente se ha eva-

luado la calidad de las monedas mediante informes mensuales, auditorías y el examen

de muestras de monedas extraídas de la producción.

3 Políticas comunes del Eurosistema para el manejo del efectivo

La introducción de los billetes y monedas en euros planteó unos retos para los BCN de la zona del euro, que tienen tradiciones y prácticas nacionales diferentes, respecto a la logística del canje de moneda y a los servicios de caja. El Consejo de Gobierno ha subrayado en varias ocasiones la importancia de garantizar la prestación de los servicios de caja en igualdad de condiciones y ha adoptado una serie de medidas encaminadas a promover el entorno adecuado para el desarrollo de la competencia leal en este ámbito.

3.1 Comisiones y enfoque común para el horario de apertura y las reglas de adeudo y abono de los servicios de caja en las ventanillas de los BCN

A partir del 1 de marzo de 2002 se estableció una política común del Eurosistema en materia de comisiones para canje de efectivo de los clientes profesionales en las ventanillas de los BCN, y se definió la siguiente clasificación:

- servicios gratuitos: aquellos servicios básicos que vienen siendo prestados por todos los BCN, dentro de su función de proporcionar efectivo a la economía;
- servicios no gratuitos: aquellos servicios adicionales y opcionales que los BCN pueden decidir ofrecer y por los que cobran una comisión. Hay que tener en cuenta que estos servicios pueden ser ofrecidos también por otras entidades.

El Consejo de Gobierno definió, asimismo, un enfoque común para el horario de apertura y las reglas de adeudo y abono de los servicios de caja en las ventanillas de los BCN. A continuación se detallan las medidas dirigidas a lograr la prestación de estos servicios en igualdad de condiciones:

- Los BCN deberían ofrecer la posibilidad de ingresar y retirar billetes y monedas durante un mínimo de seis horas diarias en algunas de sus dependencias. El período concreto de tiempo se definirá a nivel nacional.
- Dentro del mencionado horario, el adeudo y abono de las operaciones en efectivo deberían realizarse en el momento de retirar o ingresar materialmente el efectivo en las ventanillas de los BCN.
- Los BCN pueden también adoptar medidas relacionadas con sus funciones específicas en sus respectivos países como, por ejemplo, ampliar el horario de apertura para los servicios de caja o, lo que tiene el mismo efecto en términos de coste para las entidades, atrasar el adeudo o adelantar el abono de la operación en las cuentas de las entidades.

3.2 Establecimiento de criterios de referencia para la utilización de máquinas recicladoras de efectivo en la zona del euro

Como medida adicional se adoptó un enfoque común para la utilización de máquinas recicladoras de efectivo en la zona del euro. Estas máquinas son dispositivos operados por el cliente, que funcionan como unidades aisladas con capacidad de aceptar, procesar y dispensar billetes. Este proceso totalmente automatizado ya no requiere el tratamiento manual adicional de los billetes y acorta el ciclo de tratamiento del efectivo, reduciendo así considerablemente los costes de su manipulación.

Los aspectos organizativos y técnicos que presenta la utilización de las máquinas recicladoras de efectivo se debatieron en una reunión con las asociaciones europeas del

sector crediticio y los fabricantes de estas máquinas. Posteriormente, el Consejo de Gobierno adoptó los criterios de referencia del Eurosistema para la utilización de las máquinas recicladoras por parte de entidades de crédito y otras entidades establecidas en la zona del euro que participan en la selección y distribución de billetes. Los principales cri-

terios de referencia son los relativos al reconocimiento de la autenticidad de los billetes y los requisitos de selección según la calidad de los billetes, cuyo propósito es evitar que vuelvan a ponerse en circulación billetes falsos o sospechosos, o billetes que ya no son válidos para la circulación debido a rasgaduras o suciedad.

4 Protección de los billetes en euros contra la falsificación

Aunque las falsificaciones nunca han representado, en términos históricos, más que una parte muy pequeña del número total de billetes en circulación, el Eurosistema no deja de poner todo su empeño en dotar a los billetes en euros de la mayor protección posible contra la falsificación. Los billetes en euros fueron diseñados y fabricados según las técnicas de protección contra la falsificación más avanzadas del mundo. Además, el Eurosistema llevó a cabo una extensa campaña de información sobre el diseño y los elementos de seguridad de los billetes, dirigida tanto al público en general como al personal encargado del manejo del efectivo. La campaña fue acogida favorablemente, a juzgar por los resultados de una encuesta realizada en el 2002 y por el número de consultas a la página web de la campaña de información. La eficacia de los preparativos para la introducción del efectivo en euros se ha visto confirmada también por el hecho de que la cifra de billetes falsos del 2002 sólo representa aproximadamente una cuarta parte del número total de billetes falsos denominados en las antiguas monedas nacionales que se detectaron en el año 2001.

En el 2002, el Eurosistema creó un Centro de Análisis de Falsificaciones, que coordina la introducción de los datos técnicos y estadísticos sobre falsificaciones de billetes en euros, recibidos de los Centros Nacionales de Análisis de toda la UE, en una base central de datos ubicada en el BCE. En el 2002 se registraron 167.118 falsificaciones, cuyo desglose por denominaciones es el siguiente:

	€5	€10	€20	€50
Cantidad	1.039	3.108	14.845	136.133
Porcentaje	0,6	1,9	8,9	81,4
	€100	€200	€500	Total
Cantidad	10.307	1.525	161	167.118
Porcentaje	6,2	0,9	0,1	100

Como puede apreciarse, el número de falsificaciones de billetes de 50 euros fue particularmente elevado, reflejo de que la falsificación de esta denominación ofrece una mayor ganancia, a la vez que una menor probabilidad de atento exámen por parte de los ciudadanos.

Por lo que se refiere a la distribución en el tiempo, es conocido que el número de falsificaciones muestra fluctuaciones estacionales, alcanzando cotas máximas durante las épocas de vacaciones. Sin embargo, dicho patrón habitual no se observó en el 2002. La cifra de falsificaciones registrada durante el primer semestre del año fue especialmente baja, dado que los billetes en euros se consideraban todavía como una novedad a la que el público prestaba gran atención, por lo que su falsificación era más difícil. El número de falsificaciones registrado durante el segundo semestre del 2002 aumentó, si bien se mantuvo a unos niveles relativamente reducidos.

Las falsificaciones también eran, por lo general, de escasa calidad. Aunque se emplearon algunas técnicas ingeniosas, no se descubrió ninguna falsificación que no pudiera detectarse mediante las operaciones de “toque, mire, gire”, recomendadas por el Eurosistema para reconocer los billetes auténticos. Sin embargo, el Eurosistema sigue efectuando el

seguimiento de los avances realizados en la industria gráfica y evalúa las amenazas que estos avances pudieran representar al permitir falsificaciones de gran calidad de los billetes. En efecto, los últimos progresos tecnológicos han requerido importantes inversiones en investigación y desarrollo por parte del Eurosistema, como han realizado otras muchas instituciones emisoras de billetes. Los billetes en euros incorporan ya distintos elementos de seguridad, todos ellos destinados a dificultar la falsificación o a facilitar su detección.

En la actualidad, los esfuerzos de investigación y desarrollo se centran, fundamentalmente, en preservar la integridad de los billetes ante la amenaza de falsificaciones, mediante el establecimiento de las bases técnicas de los futuros diseños de los billetes y la mejora de los elementos de seguridad existentes. Se trata de una labor crucial para hacer frente a las exigencias a las que deberán responder los billetes en euros en el futuro. El Eurosistema sigue muy de cerca la evolución de las falsificaciones de billetes en euros y adoptará las medidas necesarias para contrarrestarlas.

Por otro lado, prosiguió la actividad del Eurosistema en el marco de la cooperación internacional para la disuasión de las falsificaciones. En abril de ese año, la comunidad internacional reconoció la necesidad de destinar recursos adicionales a la comprobación y aplicación de la tecnología para la disuasión de las falsificaciones. El BCE empezó a estudiar la posibilidad de acoger una unidad técnica en Fráncfort y, en junio, el Consejo de Gobierno decidió la creación del Centro Internacional de Disuasión de Falsificaciones, cuyo personal estaría integrado por representantes del BCE y de otras instituciones emisoras. Este centro, punto de contacto técnico internacional para las instituciones emisoras y otras autoridades responsables de la lucha contra la falsificación, realiza también pruebas para la aceptación de sistemas de detección de billetes, comprueba la capacidad de disuasión de determinados equipos de reproducción y actúa de referente técnico. Los detalles finales sobre el establecimiento y la financiación del centro se concluyó en diciembre del 2002.



*Apertura del Colegio Europeo,
en Fráncfort del Meno*



5 de septiembre de 2002

Capítulo VIII

Sistemas de pago y de liquidación de valores

Introducción

El Eurosistema desempeña la tarea de promover el buen funcionamiento de los sistemas de pago y de liquidación de valores, proporcionando los medios técnicos necesarios, ejerciendo la vigilancia de los sistemas en euros y actuando como catalizador del cambio.

Desde el punto de vista operativo, el sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real (TARGET) funcionó de manera plenamente satisfactoria en el 2002, con una tasa de aumento de la operativa de dos dígitos, tanto en términos de número de transacciones como en cuanto a su importe. Durante el año 2002, el Consejo de Gobierno ha adoptado unas decisiones estratégicas respecto al futuro de TARGET y a las condiciones en las que los países candidatos a la adhesión a la UE se conectarán al sistema. El diseño de TARGET2 se establecerá tras haber consultado con los usuarios.

En cuanto a la actuación del Eurosistema en el ámbito de los valores, el modelo de responsabilidad entre bancos centrales (MCBC), diseñado como solución temporal para posibilitar el uso transfronterizo de los activos de garantía, ha seguido siendo el principal instrumento utilizado a estos efectos y será objeto de mejoras. Por lo que respecta al uso de los activos de garantía en las operaciones de política monetaria y de crédito intradía de TARGET en el 2002, véase la sección 1.6 del capítulo II sobre los activos de garantía.

Para las funciones de vigilancia, se evalúan todos los sistemas de pago en euros sistémicamente importantes para comprobar si cumplen los “Principios Básicos para los Sis-

temas de Pago Sistémicamente Importantes” (BPI, Basilea, enero del 2001), que fueron adoptados como estándares mínimos por el Consejo de Gobierno en febrero del 2001. Por otra parte, se han realizado consultas públicas sobre los criterios de vigilancia para los sistemas de pequeños pagos en euros y sobre los objetivos de seguridad para los sistemas de dinero electrónico. Desde la puesta en marcha del Sistema de Liquidación Continua, denominado *Continuous Linked Settlement* (CLS), en septiembre del 2002, el BCE actúa como agente liquidador para los pagos en euros de los bancos participantes en CLS y colabora en las tareas de vigilancia, cuya responsabilidad principal corresponde a la Reserva Federal.

En el ámbito de los pagos al por menor, el Eurosistema, actuando como catalizador del cambio, ha apoyado las iniciativas del sector bancario encaminadas a establecer una zona única de pagos para el euro, cuyo objeto es que los ciudadanos europeos puedan efectuar pagos en esta zona con la misma seguridad, rapidez y eficacia que dentro de sus fronteras nacionales.

Por otra parte, prosiguió la evaluación de los sistemas de liquidación de valores (SLV) admitidos para la liquidación de los activos de garantía utilizados en las operaciones de crédito del Eurosistema y se realizó un estrecho seguimiento del proceso de consolidación e integración de los mercados de valores. Asimismo, continuó la cooperación con el Comité de Reguladores Europeos de Valores, con el fin de establecer, en el ámbito europeo, unos criterios de compensación y liquidación basados en recomendaciones internacionalmente aceptadas.

I Operativa de los sistemas de pago y de liquidación del Eurosistema

1.1 El sistema TARGET

TARGET desempeña un papel decisivo en el mercado monetario integrado del euro, a su

vez condición indispensable para la ejecución eficaz de la política monetaria única. Asimismo, TARGET siguió cumpliendo sus otros dos objetivos básicos, es decir, incrementar la

Cuadro 19**Flujos de pagos en TARGET *)**

Número de operaciones	2001	2002	Variación (%)
Pagos totales			
Total	53.663.478	64.519.000	20
Media diaria	211.274	253.016	20
Pagos nacionales			
Total	42.164.099	50.785.315	20
Media diaria	166.000	199.158	20
Pagos transfronterizos			
Total	11.499.379	13.733.685	19
Media diaria	45.273	53.858	19
Importe (mm de euros)			
Pagos totales			
Total	329.992	395.635	20
Media diaria	1.299	1.552	19
Pagos nacionales			
Total	201.389	271.914	35
Media diaria	793	1.066	34
Pagos transfronterizos			
Total	128.603	123.721	-4
Media diaria	506	485	-4

*) Los días operativos en el 2001 fueron 254; en el 2002, 255.

eficiencia de los pagos transfronterizos en euros y ofrecer un mecanismo fiable y seguro para la liquidación de los grandes pagos nacionales y transfronterizos.

En el 2002, TARGET procesó casi el 85% del valor total de los grandes pagos en euros, en comparación con casi el 75% en el 2001. Este aumento se debió, entre otras cosas, a la consolidación que se está produciendo actualmente en los mercados, como es el caso del cierre del sistema híbrido *Euro Access Frankfurt* (EAF), tras la puesta en marcha del sistema RTGS^{plus} por el Deutsche Bundesbank. El continuo incremento de las operaciones transfronterizas de TARGET pone también de manifiesto la pérdida de importancia de los acuerdos de corresponsalía en la zona del euro desde la introducción de la moneda única. Durante el 2002, TARGET contó con 1.560 participantes directos, 2.328 participantes indirectos y fueron accesibles a nivel mundial unas 40.000 entidades de crédito y sucursales.

Operativa

En el 2002, la media diaria de órdenes de pago (tanto nacionales como transfronterizas) procesadas por TARGET ascendió a 253.016, por un importe total de 1.552 mm de euros, lo que representó un aumento del 20%, en cuanto al número de operaciones, y del 19%, en cuanto a su importe.

En el año 2002, los pagos transfronterizos supusieron el 31% del valor total de los pagos procesados por TARGET, frente al 39% en el 2001, y el 21% del número total de operaciones, que no cambió con respecto al año anterior. Los pagos interbancarios representaron el 96% de los pagos transfronterizos procesados por TARGET, en cuanto al importe de las operaciones, y el 54% en cuanto a su número, correspondiendo el resto a pagos transfronterizos de clientes. El importe medio de un pago interbancario transfronterizo fue de 15,9 millones de euros, frente a 17,7 millones de euros en el 2001, mientras que el importe medio de un pago transfronterizo de clientes fue de 0,8 millones de euros, frente a 1 millón de euros en el año anterior. Para más información, en particular sobre los días de máxima actividad, véanse los cuadros 19 y 20.

Como ya se observó en el 2001, por lo general, los participantes en TARGET presentan los pagos a primera hora del día. A las 13.00 h., más del 50% del valor diario de los pagos transfronterizos y casi el 75% del número de operaciones han sido ya procesados por TARGET. Estas pautas se vieron reforzadas por la puesta en marcha del sistema CLS en sep-

Cuadro 20**Días de máxima actividad en TARGET en el 2002**

Operaciones	número	fecha
Pagos totales	371.758	28 Jun.
Pagos nacionales	289.706	28 Jun.
Pagos transfronterizos	82.079	29 Nov.
Importe (mm de euros)		
Pagos totales	2.172	28 Jun.
Pagos nacionales	1.489	28 Jun.
Pagos transfronterizos	689	29 Nov.

tiembre del 2002, dado que en este nuevo sistema los pagos en euros deben efectuarse entre las 7.00 h. y las 12.00 h. La presentación de los pagos a primera hora contribuye sustancialmente al buen funcionamiento del sistema y ayuda a reducir el riesgo de bloqueo de pagos en caso de problemas de liquidez al final del día.

El calendario a largo plazo de días de cierre de TARGET se aplicó por primera vez en el 2002. Hasta nuevo aviso, TARGET en su conjunto, incluidos todos los sistemas de liquidación bruta en tiempo real (SLBTR) nacionales, no funcionará en los citados días de cierre. El calendario a largo plazo ayudó a eliminar la incertidumbre que los cambios de calendario provocaron en los mercados financieros en años anteriores.

El 18 de noviembre de 2002, se puso en marcha la nueva versión de TARGET. Las mejoras se centraron principalmente en el mantenimiento del *software* y en la validación del Código Internacional de Cuentas Bancarias (IBAN) para los pagos de clientes. La utilización de este código es un requisito previo para el tratamiento automatizado de principio a fin de los pagos de clientes y representa, pues, un nuevo paso hacia su implantación.

El 27 de noviembre de 2002, el Consejo de Gobierno adoptó un nuevo régimen de compensaciones para los usuarios de TARGET en caso de mal funcionamiento del sistema. El régimen está basado en las prácticas existentes en el mercado y tiene por objeto ofrecer una indemnización por determinados daños con rapidez y de forma normalizada.

Disponibilidad

La disponibilidad de TARGET siguió mejorando y alcanzó el 99,77% en el 2002. El número de incidencias que supusieron caídas del sistema se redujo un 6% con respecto al año anterior. En el 2002 se perfeccionaron las medidas de contingencia, con objeto de incrementar su eficacia y responder a las necesidades planteadas por los pagos sistémicamente

importantes y por las operaciones derivadas del sistema CLS. También se tuvieron en cuenta las enseñanzas extraídas de los acontecimientos del 11 de septiembre de 2001. Numerosas pruebas y la experiencia cotidiana confirmaron la utilidad de estas nuevas medidas de contingencia.

Relaciones con los usuarios

En el año 2002, el BCE y los BCN mantuvieron el diálogo con los usuarios de TARGET. Al igual que en el año anterior, se celebraron regularmente reuniones con los grupos de usuarios nacionales de TARGET, mientras que, en el marco del SEBC, se celebraron dos reuniones del Grupo de Contacto sobre Estrategia de Pagos en Euros. Por otro lado, el BCE organizó dos reuniones conjuntas del Grupo de Trabajo de Gestión de TARGET, del SEBC, y del Grupo de Trabajo de TARGET, del sector bancario europeo, con el fin de intensificar el diálogo sobre cuestiones relacionadas con la operativa de TARGET a nivel europeo. Una estrecha relación con los usuarios permite que sus necesidades sean tenidas en cuenta por el Eurosistema y que reciban una respuesta adecuada.

Proceso de adhesión

El 24 de octubre de 2002, el Consejo de Gobierno decidió que los bancos centrales de los países candidatos a la adhesión tendrán la posibilidad, pero no la obligación, de conectarse a TARGET tras su incorporación a la UE. Varias opciones para dicha conexión, incluidas las que eviten la necesidad de disponer de plataformas SLBTR individuales en euros, están siendo estudiadas con los bancos centrales de los países candidatos.

TARGET2

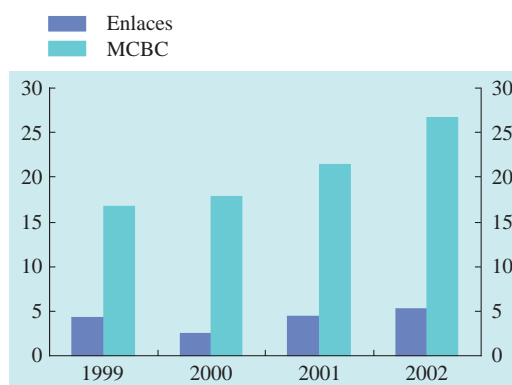
En la misma fecha, el Consejo de Gobierno adoptó una decisión estratégica sobre el desarrollo de la nueva generación del sistema TARGET (TARGET2). El objetivo prioritario

del Eurosistema es garantizar que TARGET evolucione hacia un sistema que responda mejor a las necesidades de los usuarios, proporcionando un nivel de servicio altamente armonizado, que sea eficiente en términos de coste y que esté preparado para una rápida adaptación a la evolución futura, incluida la ampliación de la UE y del Eurosistema. Al mismo tiempo, las relaciones con las entidades de crédito y el mantenimiento de las cuentas correspondientes seguirán recayendo en los BCN.

TARGET2, que no será operativo antes de la segunda mitad de esta década, será un sistema de plataformas múltiples, integrado por plataformas individuales y una “plataforma compartida”. Esta última será una plataforma informática utilizada en común por aquellos bancos centrales que hayan renunciado voluntariamente a su plataforma individual. Transcurridos tres años de la puesta en marcha de TARGET2, se valorará si la plataforma única compartida puede responder a las necesidades de todos los bancos centrales y sus usuarios, que no deseen mantener una plataforma individual. En última instancia, podrá adoptarse la decisión de añadir otras plataformas compartidas en una fase posterior de desarrollo de TARGET2. Al igual que el sistema TARGET actual, TARGET2 será un sistema diseñado para liquidar, en dinero del banco central, pagos de alto valor en euros con importancia para el riesgo sistémico y, como ocurre actualmente, el sistema aceptará los pagos que los usuarios deseen procesar en tiempo real en dinero del banco central. El nivel de servicios de TARGET2 estará mucho más armonizado que en el sistema actual y su *servicio básico*, que comprenderá todos aquellos servicios y funciones ofrecidos por todos los componentes de TARGET2, contará con una estructura única de precios para los pagos nacionales y transfronterizos procesados por el sistema. La estructura de precios se basará en un SLBTR de referencia, definido como aquél en el que el coste medio por operación sea más bajo. Los BCN podrán ofrecer servicios adicionales y cada banco central podrá fijar el precio de dichos servicios, por separado y de forma

Gráfico 35

Activos transfronterizos en porcentaje del total de los activos de garantía entregados al Eurosistema (%)



independiente. El 16 de diciembre de 2002 se realizó una consulta pública sobre “TARGET2: Principios y estructura”.

1.2 Modelo de corresponsalía entre bancos centrales

El MCBC posibilita el uso transfronterizo de los activos de garantía por los participantes en las operaciones de política monetaria y de crédito intradía. El MCBC se implantó en 1998 como solución temporal, hasta que el mercado desarrollara sistemas alternativos. En el 2002, el MCBC siguió siendo el principal instrumento para la entrega transfronteriza de activos de garantía al Eurosistema. Los activos de garantía en custodia se elevaron a 194 mm de euros a finales de 2002, frente a los 157 mm de euros de 2001.

Las entidades de contrapartida han utilizado escasamente la alternativa al MCBC, es decir, los enlaces admitidos entre los SLV, para la entrega transfronteriza de activos de garantía. El gráfico 35 muestra la evolución del uso transfronterizo de los activos de garantía a través del MCBC y de los enlaces, en términos de porcentajes sobre el total de activos de garantía entregados al Eurosistema.

Tras recibir de las entidades de contrapartida peticiones para conservar el modelo de

corresponsalía, mejorar su tiempo de procesamiento y su horario de funcionamiento, el Consejo de Gobierno decidió mantenerlo operativo en el medio plazo y mejorarlo. A estos efectos, se decidió establecer en el marco del Eurosistema una referencia de tiempo de una hora¹ para los procedimientos internos de los BCN a partir del 2004. En todo caso, algunos BCN han empezado ya, en

el 2002, a automatizar algunos procedimientos, aprovechando la introducción de una nueva generación de mensajes SWIFT. Por otra parte, el Eurosistema debatió también con los bancos custodios que participan en el MCBC la posibilidad de elaborar un código de conducta para los custodios que procesan operaciones a través del MCBC.

2 Vigilancia de los sistemas de pago

En el 2002, las tareas de vigilancia del Eurosistema estuvieron encaminadas, por un lado, a garantizar que los sistemas de pago sistemáticamente importantes cumplieran de forma continuada los criterios de vigilancia existentes y, por otro, a definir los criterios de vigilancia para los sistemas de pequeños pagos. En el 2002, el Eurosistema inició la evaluación de todos los sistemas de pago sistemáticamente importantes de la zona del euro para comprobar si cumplen efectivamente los “Principios Básicos para los Sistemas de Pago Sistemáticamente Importantes”². Esta labor incluyó la evaluación individual de los componentes nacionales de TARGET. El FMI efectuó la evaluación de TARGET en su conjunto en el 2001. El BCE dará a conocer su evaluación más adelante en el 2003.

En enero de 2003, el Consejo de Gobierno decidió que los BCN y el BCE deberían separar la responsabilidad de vigilancia de TARGET de la responsabilidad operativa, como mínimo a nivel de expertos.

El 8 de julio de 2002, el Eurosistema realizó una consulta pública sobre el borrador titulado “Criterios de vigilancia para los sistemas de pequeños pagos en euros”. En este documento se consideran las implicaciones de los “Principios Básicos para los Sistemas de Pago Sistemáticamente Importantes” para los sistemas de pequeños pagos. Si bien los sistemas de pago sistemáticamente importantes han de cumplir los diez principios básicos, en el documento de consulta se estima que seis de estos principios son tan fundamentales que deberían aplicarse también a sistemas impor-

tantos de pequeños pagos. En general, las respuestas a la consulta han sido positivas y la propuesta, en su conjunto, ha sido acogida favorablemente. En los comentarios se alaba la transparencia de las intenciones del Eurosistema respecto a la vigilancia de los sistemas de pequeños pagos, y se señala que la aplicación de los principios básicos a los sistemas de pequeños pagos en los países de la UE debería basarse en criterios armonizados. Los comentarios, que se han publicado en la dirección del BCE en Internet, serán analizados para determinar sus posibles implicaciones para la orientación de la política de vigilancia.

El 19 de marzo de 2002, se publicó el informe *Electronic Money Systems Security Objectives*, solicitando el envío de comentarios sobre el mismo. El informe contiene una lista de objetivos de seguridad para los sistemas de dinero electrónico. Estos objetivos se centran en garantizar la fiabilidad y la seguridad técnica de dichos sistemas, con objeto de aumentar la confianza del público. Los objetivos de seguridad se han diseñado para garantizar, asimismo, el funcionamiento de los distintos sistemas en igualdad de condiciones y para facilitar su interoperatividad. El informe ha sido bien acogido y los comentarios recibidos están siendo examinados. Se publicará una versión revisada del informe en febrero del 2003.

¹ Treinta minutos para el banco central local y treinta minutos para el banco central corresponsal.

² “Principios Básicos para los Sistemas de Pagos Sistemáticamente Importantes”, Banco de Pagos Internacionales, Basilea, enero del 2001.

Por otro lado, el Eurosistema, conjuntamente con los BCN de los Estados miembros que no han adoptado todavía el euro, está analizando el alcance y la evolución de la corresponsalía

en euros, con el fin de obtener información sobre la evolución de los pagos en euros en su conjunto y no sólo en los sistemas interbancarios establecidos.

3 Sistemas de grandes pagos

3.1 Otros sistemas de grandes pagos en euros

Los cuatro sistemas de liquidación neta de grandes pagos en euros existentes siguieron funcionando eficazmente. Estos sistemas son: *Euro Clearing System* de la Asociación Bancaria del Euro (EURO I); *Paris Net Settlement* (PNS), en Francia; Servicio Español de Pagos Interbancarios (SPI), en España; y *Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sekit-järjestelmä* (POPS), en Finlandia.

En el 2002, el mayor de los sistemas, EURO I, procesó unas 134.900 operaciones diarias, por un valor medio diario de 188 mm de euros. El segundo más importante, PNS, procesó unas 29.700 operaciones diarias, por un valor medio diario de 78 mm de euros. En comparación con las operaciones procesadas en TARGET, el conjunto de los cuatro sistemas procesaron en torno a dos tercios del número y una sexta parte del valor de las operaciones de este SLBTR.

En línea con las tendencias más recientes, el número de pagos de clientes siguió aumentando en todos los sistemas. Dado que se trata, por lo general, de pagos al por menor, la cuantía media de los pagos disminuyó y el importe total de los pagos procesados se redujo en un 10%.

3.2 Sistema de Liquidación Continua

El 9 de septiembre de 2002 comenzó a funcionar *Continuous Linked Settlement* (CLS), un Sistema de Liquidación Continua para operaciones en divisas³. CLS elimina, en gran medida, el riesgo de liquidación de las operaciones en divisas al liquidar las operaciones en sus libros mediante un mecanismo de pago

contra pago⁴. Con respecto a este sistema el BCE tiene la doble función de participar en su vigilancia y de proporcionar servicios de liquidación.

La vigilancia de CLS se realiza dentro del marco de cooperación descrito en el Informe Lamfalussy⁵. La Reserva Federal es el supervisor principal del Sistema de Liquidación Continua. Antes de la puesta en marcha de CLS, los bancos centrales de las divisas que se liquidan ahora a través del sistema evaluaron conjuntamente los riesgos que su participación podría suponer. La conclusión a la que llegó el BCE fue que, en general, el sistema CLS liquidaría las operaciones en divisas en las que participa el euro con seguridad y eficiencia y que no debiera generar riesgos excesivos para el mercado monetario y los sistemas de pago en euros. En consecuencia, el BCE aprobó la inclusión del euro en CLS. Todos los demás bancos centrales interesados llegaron a la misma conclusión para sus divisas, y la Reserva Federal aprobó el inicio de operaciones del sistema.

Para respaldar la firmeza jurídica de la liquidación a través del sistema, en julio de 2002 el Banco de Inglaterra designó a CLS (cuyo reglamento se rige por el derecho británico) como sistema sometido a la normativa británica que traspone la Directiva de firmeza de la liquidación de la UE.

³ En la actualidad, el sistema CLS admite a liquidación las divisas siguientes: el dólar estadounidense, el euro, el yen japonés, la libra esterlina, el franco suizo, el dólar canadiense y el dólar australiano.

⁴ Para más información, véase el artículo titulado "CLS – Finalidad, concepto e implicaciones", BCE, Fráncfort, Boletín Mensual de enero del 2003.

⁵ "Report of the Committee on Interbank Netting Schemes of the Central Banks of the Group of Ten Countries", BPI, noviembre de 1990.

Cuando liquidan sus operaciones a través del sistema CLS, los bancos realizan sus pagos en la divisa correspondiente mediante transferencias de fondos llevadas a cabo a través del respectivo SLBTR. Para las operaciones en euros, CLS tiene abierta una cuenta en el BCE y todos los pagos que efectúa y recibe son procesados a través del mecanismo de pagos del BCE y, por consiguiente, a través de TARGET. Dado que el factor tiempo es un elemento crítico en los pagos realizados a través de CLS, el Eurosistema ha perfeccionado sus medidas de contingencia para mitigar el riesgo de fallos operativos. En los años 2001 y 2002, se llevaron a cabo, junto con la comunidad bancaria, repetidas pruebas de contingencia, y todas ellas concluyeron con éxito.

En diciembre de 2002, el importe diario de las operaciones en divisas liquidadas a través de

CLS alcanzó 268 mm de dólares, estimándose que esta cifra representa un poco más del 22% de todas las operaciones en divisas. Detrás del dólar, el euro es la divisa más liquidada a través de CLS, con unas participaciones en el total de divisas liquidadas del 47% y 26%, respectivamente. El impacto de la liquidez sobre los mercados del euro fue limitado, dado que la media diaria de pagos sólo se cifró en 5,2 mm de euros y la liquidez media en la cuenta de CLS en el BCE por la mañana (de 7.00 h. a 12.00 h.) no superó los 0,8 mm de euros. El sistema CLS ha dado prueba de una estabilidad operativa satisfactoria desde su puesta en marcha y tiene previsto añadir, en el verano de 2003, la corona sueca, la corona noruega, la corona danesa y el dólar singapurense y, más adelante en el mismo año, el dólar neozelandés y el dólar de Hong Kong.

4 Servicios de pequeños pagos

Desde la introducción de los billetes y monedas en euros y la adaptación de las infraestructuras de pago a la nueva moneda el 1 de enero de 2002, la atención y la demanda del público se han centrado en un mayor desarrollo de la zona única de pagos para el euro. El Eurosistema tiene por objetivo que la zona del euro alcance una elevada competitividad en el ámbito de los pagos al por menor y que brinde a los ciudadanos unos medios e instrumentos de pago seguros y eficientes. En consecuencia, el Eurosistema ha seguido orientando su política de pagos al por menor hacia esta meta. El Eurosistema puede optar por actuar como catalizador del cambio, utilizar sus competencias en materia de vigilancia y participar en la operativa. El Eurosistema ha perseguido su objetivo en estrecha colaboración con la Comisión Europea y el sector bancario europeo, con los que ha mantenido un diálogo constante.

Al final de 2001, el Parlamento Europeo y el Consejo adoptaron el Reglamento (CE) nº 2560/2001 sobre los pagos transfronterizos en euros. Con arreglo al citado Reglamento,

las comisiones cobradas por una entidad por pagos transfronterizos de hasta 12.500 euros (50.000 euros a partir del 1 de enero de 2006) serán iguales a las que aplica esa misma entidad por pagos nacionales. Desde el mes de julio de 2002, el Reglamento se aplica a los pagos con tarjeta y a las retiradas de efectivo en cajeros automáticos, y su aplicación se extenderá a las transferencias transfronterizas a partir del 1 de julio de 2003.

Como catalizador del cambio, el Eurosistema desea facilitar la adaptación del sector bancario al nuevo entorno creado por el Reglamento, fomentando la colaboración de las entidades de crédito en la definición de una estructura de gobierno, de normas y prácticas operativas y de una infraestructura que permita a las entidades realizar pagos al por menor en la zona del euro de una manera eficiente y segura. Antes de la adopción del Reglamento, en noviembre de 2001, el BCE presentó al Consejo ECOFIN un informe titulado *Towards an integrated infrastructure for credit transfers in euro* en el que se recomendaba un plan de actuación para conseguir

que las transferencias transfronterizas fuesen tan eficientes como las nacionales. El BCE instó a los participantes en el mercado a tomar la iniciativa, definiendo una estructura de gobierno, que fuese vinculante para las entidades de crédito, y una posible infraestructura (una cámara de compensación automatizada paneuropea o cámaras interconectadas), que permitiese procesar las transferencias transfronterizas de una manera más eficiente.

En el año 2002, el sector bancario de la UE hizo avances en esta dirección. Se creó el Consejo Europeo de Pagos, que elaboró un amplio proyecto para la zona única de pagos para el euro, con el objetivo de contribuir a que en la misma los ciudadanos puedan efectuar cualquier pago con tanta facilidad y con un coste tan bajo como en su país de origen. El Eurosistema ha brindado todo su apoyo a este proyecto y el BCE participa en calidad de observador en distintos grupos de trabajo del Consejo mencionado. En este contexto, cabe observar también que la Asociación Bancaria del Euro (EBA) está constituyendo una cámara de compensación automatizada para las transferencias interbancarias en euros, denominada STEP2, que deberá comenzar a funcionar a mediados de 2003 y que será probablemente el primer proveedor de servicios para la cámara de compensación paneuropea, según la definición del Consejo Europeo de Pagos. El BCE evaluará regularmente la evolución de las iniciativas encaminadas a implantar

una zona única de pagos para el euro y hará públicos los resultados de esta evaluación.

El BCE efectuó también comentarios a propósito de la consulta pública de la Comisión Europea relativa al posible nuevo marco jurídico para los pequeños pagos en la UE (*A possible legal framework for the Single Payment Area in the Internal Market MARKT7208/2001-Rev1*). El Eurosistema se propone llevar a cabo un seguimiento permanente de los avances realizados por el sector bancario y adecuar su estrategia a la luz de estos avances.

El uso creciente de nuevas tecnologías de la comunicación y la necesidad de contar con mecanismos de pago específicos para el comercio electrónico ha conducido al desarrollo de numerosas soluciones de pago electrónico. El BCE organizó el 19 de noviembre de 2002 una conferencia titulada "Pagos electrónicos en Europa", en la cual se presentaron los puntos de vista del mercado y del mundo académico a este respecto. Además, el documento titulado *E-payments in Europe: the Eurosystem perspective* (BCE, septiembre 2002) fue publicado para ser sometido a comentarios, así como para su debate en la conferencia.

En este contexto, el BCE decidió, asimismo, de acuerdo con la Comisión Europea, hacerse cargo del Observatorio de los Sistemas de Pagos Electrónicos, un proyecto de la Comisión Europea.

5 Sistemas de compensación y liquidación de valores

El SEBC tiene interés en que los sistemas de compensación y liquidación de valores operen correctamente, dado que un funcionamiento inadecuado podría tener repercusiones negativas sobre la ejecución de la política monetaria y los sistemas de pago. Las perturbaciones que se produzcan en los sistemas de liquidación de valores (SLV) pueden transmitirse automáticamente a los sistemas de pago, debido a la utilización de mecanismos de entrega contra pago para las transferencias de valores y los pagos en efectivo. De forma

similar, la incapacidad por parte de las entidades de contrapartida central de realizar la compensación puede impedir la liquidación de las operaciones con valores.

Al Eurosistema le corresponden dos funciones. En primer lugar, el Consejo de Gobierno debe evaluar los SLV para determinar su nivel de cumplimiento con criterios específicos, establecidos en 1998, con la finalidad de evitar que el Eurosistema asuma riesgos en la ejecución de las operaciones de crédito. En

segundo lugar, el Eurosistema realiza el seguimiento del proceso de integración y consolidación actualmente en curso en el ámbito de la compensación y la liquidación de los valores.

Por otro lado, el SEBC coopera con otras autoridades responsables de la regulación y vigilancia de los sistemas de compensación y liquidación de valores en el ámbito europeo.

En el 2002, el BCE envió también comentarios a la Comisión Europea en el contexto de su consulta pública sobre la Comunicación relativa a la compensación y la liquidación.

5.1 Evaluación de los sistemas de liquidación de valores

El 29 de agosto de 2002, el Consejo de Gobierno del BCE actualizó la evaluación de los sistemas de liquidación de valores admitidos para la liquidación de los activos de garantía utilizados en las operaciones de crédito del Eurosistema.

El Eurosistema reconoció que los SLV han continuado sus esfuerzos por mejorar el nivel de cumplimiento de los criterios establecidos. A este respecto, SCLV/AIAF (España), SCL Barcelona (España), BOGS (Grecia) y Crest (Reino Unido) han introducido la liquidación en tiempo real de entrega contra pago en dinero del banco central.

Por otro lado, se destacó que los requerimientos del Eurosistema dependen de si los BCN utilizan un sistema de fondo común de activos de garantía o un sistema de identificación individual para la liquidación de los valores en las operaciones de crédito. En principio, los criterios exigen el procedimiento de entrega contra pago para evitar el riesgo de crédito. Sin embargo, en los países en los que se utiliza el sistema de fondo común de activos de garantía, los valores se pignoran con un banco central libres de pago. Se consideró que estos bancos centrales no incurren en riesgo de crédito, ya que los valores se pignoran antes de que se conceda el crédito y se

liberan sólo después de que éste se devuelva. No obstante, la mayoría de los SLV de esos países ofrecen el procedimiento de entrega contra pago para las operaciones de mercado.

Asimismo, esta evaluación se centró, especialmente, en las medidas adoptadas para garantizar la continuidad de las operaciones, confirmando que los SLV admitidos disponen de procedimientos adecuados para reanudar las operaciones en caso de problemas. Los SLV estaban incrementando la frecuencia de las pruebas de contingencia practicadas en los sistemas de seguridad.

5.2 Proceso de consolidación de la infraestructura europea para los valores

El Eurosistema tiene interés en la integración de las infraestructuras de valores en el ámbito europeo. El proceso de consolidación del sector de liquidación de valores europeo siguió evolucionando en el 2002, tras desarrollarse en Italia y España, y tras la fusión de una entidad luxemburguesa con otra alemana, que dio lugar al Clearstream Group. El 19 de septiembre de 2002 se produjo la fusión entre Euroclear (que opera en Francia, los Países Bajos y Bélgica) y Crest (Reino Unido). Se espera que el grupo Euroclear adopte un único mecanismo de liquidación en el 2005.

5.3 Cooperación con el Comité de Reguladores Europeos de Valores (CREV)

Tras la decisión adoptada en el 2001 por el Consejo de Gobierno y el órgano rector del CREV, un grupo de trabajo compuesto por representantes del SEBC y del CREV y por un observador de la Comisión Europea, siguió trabajando en el ámbito de los SLV y de las entidades de contrapartida central. El objeto de este trabajo conjunto es establecer, a escala europea, unos criterios de compensación y liquidación basados en las *Recomenda-*

tions for Securities Settlement Systems (BPI, Basilea, noviembre 2001).

A estos efectos, el 15 de marzo de 2002, los órganos rectores del BCE y del CREV realizaron una consulta pública sobre la naturaleza, el alcance y los objetivos de los criterios, sus posibles destinatarios, las condiciones de acceso a los sistemas, los riesgos y debilidades que éstos presentan, los ciclos de liquidación y las cuestiones relacionadas con la

estructura de los mercados. En general, las respuestas a la consulta mostraron una acogida favorable a la formulación de criterios comunes en el ámbito europeo y señalaron la necesidad de una acción coordinada para garantizar la aplicación uniforme de los nuevos criterios. El grupo de trabajo siguió estudiando los distintos criterios propuestos y tiene la intención de realizar una nueva consulta pública en el 2003.

6 Otras actividades

En julio de 2002, el BCE publicó un addendum al informe titulado *Payment and securities settlement systems in the European Union: Addendum incorporating 2000 figures*, también conocido como *Blue Book*. El addendum proporciona información estadística actualizada con respecto al informe publicado en el 2001.

En agosto de 2002, el BCE publicó la segunda edición del informe titulado *Payment and securities settlement systems in accession countries*, también conocido como *Blue Book* de los paí-

ses candidatos a la adhesión. El informe ofrece una descripción de la situación existente en el 2001 en cada uno de los 12 países candidatos, así como datos estadísticos relativos al período comprendido entre los años 1997 y 2001.

Por otra parte, el BCE organizó en agosto de 2002 un seminario para los bancos centrales, de tres días de duración, sobre los sistemas de pago y de liquidación.

*Reunión del Consejo de Gobierno el
26 de septiembre del 2002 en la Eurotower*



Capítulo IX

Estabilidad financiera y supervisión prudencial

I Estructura, evolución y riesgos del sector bancario

En el transcurso del 2002 se ha intensificado el seguimiento de la evolución del sector bancario en el ámbito de la UE y de la zona del euro. Una parte importante de esta labor ha sido desarrollada por el Comité de Supervisión Bancaria del SEBC (BSC), que se ha basado, principalmente, en dos análisis periódicos. En primer lugar, el análisis anual de los cambios estructurales registrados en el sector bancario. El resultado de este análisis, que se centra en los cambios estructurales que requieren la atención de los bancos centrales y de las autoridades supervisoras y que presenta también una serie de indicadores estadísticos estructurales realizados recientemente, se publicó por primera vez en el 2002¹. En este contexto, el BSC ha seguido examinando una serie de aspectos específicos, tales como la situación y gestión de la liquidez de las entidades de crédito en el nuevo entorno creado por la introducción del euro². En segundo lugar, se realiza un informe con el análisis macroprudencial de la estabilidad del sector bancario, que estudia de forma sistemática las condiciones y los riesgos para la estabilidad bancaria y se presenta a los órganos rectores del BCE dos veces al año. Han continuado los trabajos sobre los métodos aplicables a la evaluación del riesgo de crédito de las entidades bancarias frente a distintos sectores y al análisis de las pruebas de estrés. También se ha procurado mejorar la calidad y el alcance de la información disponible en la UE. Entre los temas considerados merece reseñarse la exposición de las entidades de crédito a los riesgos de contagio transfronterizo. Además de la labor desarrollada por el BSC, el propio Eurosistema ha centrado sus esfuerzos en perfeccionar el análisis de la estabilidad financiera desde una perspectiva general.

Cambios estructurales

En el 2002, el sector bancario de la UE ha experimentado, principalmente, dos cambios a los que conviene prestar atención: en primer lugar, las entidades de crédito han hecho

un gran esfuerzo de reorganización para hacer frente a las mayores presiones derivadas de la relación entre sus costes e ingresos y, en segundo lugar, ha crecido rápidamente el uso de instrumentos para la transferencia del riesgo de crédito, como los derivados de crédito y la titulización de activos.

Como consecuencia, por un lado, de las pérdidas de ingresos provocadas por el deterioro del contexto económico y de los mercados financieros que se ha ido produciendo en 2001 y 2002 y, por otro, del aumento de la competencia, las entidades de crédito de la UE se han visto cada vez más en la necesidad de reducir los costes. Muchas entidades han sufrido una fuerte caída, que comenzó en el 2001 y se acentuó en el 2002, en algunas de las nuevas actividades que habían introducido a finales de los años noventa tales como la banca privada o por menor, la banca de inversión y la gestión de activos. Varias entidades de crédito de la UE han acometido amplios programas de reestructuración encaminados a reducir los costes, incluidos los de personal, a incrementar la eficiencia de la organización y centrarse en las actividades principales. Pese a los apreciables esfuerzos de racionalización de las entidades de la UE, siguió elevándose la relación entre sus costes e ingresos en el 2001. Sin embargo, las entidades de crédito con activos superiores a 100 mm de euros fueron capaces de reducir los costes en relación a sus ingresos en la primera parte del 2002. Estos esfuerzos deberían empezar a notarse en la eficiencia de las entidades a medio plazo. Por otra parte, en el 2002 se ha intensificado el uso de instrumentos para la transferencia del riesgo de crédito y, en particular, de los derivados de crédito, que son el segmento del mercado de derivados más nuevo y de crecimiento más rápido, ritmo que debería mantenerse, pese al número creciente de impagos. Según una encuesta

¹ Véase BCE "Structural analysis of the EU banking sector", noviembre del 2002.

² Véase BCE "Developments in banks' liquidity profile and management", mayo del 2002.

reciente de la Asociación Internacional de Swaps y Derivados (ISDA, en sus siglas inglesas), el saldo notional de los derivados de crédito negociados en mercados internacionales alcanzó los 900 mm de euros a finales del 2001, de los que un 35% correspondía a entidades bancarias de la UE.

La expansión del mercado de instrumentos para la transferencia del riesgo de crédito podría propiciar una asignación más eficiente de los riesgos entre las entidades de crédito y entre otras instituciones entidades financieras (en especial, las empresas de seguros). Las entidades financieras podrán, asimismo, cuantificar y gestionar el riesgo de crédito con más precisión. Sin embargo, la falta de transparencia, para los mercados y los supervisores, en la distribución del riesgo de crédito entre las entidades podría ser motivo de preocupación para la estabilidad financiera. Las operaciones de protección se concentran, en su mayor parte, en un número reducido de entidades de crédito y empresas de seguros. Para las entidades bancarias, estos instrumentos podrían aumentar también los riesgos de contagio procedentes de las empresas de seguros, y exponer a los bancos a elevados riesgos legales y operativos. La magnitud exacta del riesgo transferido dependerá, en gran medida, de las cláusulas contractuales establecidas al respecto.

El incremento de la negociación del riesgo de crédito en las operaciones se ha visto acompañado por una mejora de los sistemas internos de evaluación del riesgo de crédito, ante el Nuevo Acuerdo de Basilea (véase el último epígrafe del presente capítulo). Estos avances han permitido a las entidades de crédito mejorar tanto la correspondencia entre el precio del crédito y el riesgo subyacente como la asignación interna de capital. Las entidades han realizado también progresos en la evaluación y el control de los riesgos operativos, en parte al menos en respuesta a la inclusión de estos riesgos en el Nuevo Acuerdo de Basilea. Por último, la integración, el desarrollo y la mayor liquidez de los mercados monetarios de la zona del euro, la introducción de nuevas tecnologías en mate-

ria de pagos y las innovaciones financieras han mejorado la capacidad de gestión del riesgo de liquidez por parte de las entidades. Al mismo tiempo, ha crecido el riesgo de liquidez en situaciones de perturbación de los mercados, debido a que los bancos dependen cada vez más de los mercados de valores. El sector bancario ha empezado a desarrollar métodos cuantitativos más avanzados para la gestión del riesgo de liquidez como, por ejemplo, modelos de liquidez en riesgo, pero todavía se encuentran en una fase inicial.

Algunas de las tendencias puestas de relieve en el Informe Anual del 2001 han persistido. Ha proseguido la expansión de las entidades bancarias en Europa central y oriental, al seguir ofreciendo notables posibilidades de crecimiento. También ha continuado la expansión transfronteriza dentro de la UE, como consecuencia de la realización de fusiones y adquisiciones y de la creación de sucursales y filiales, aunque a un ritmo mucho más reducido a partir de finales del 2001. En unas condiciones de mercado más difíciles, las entidades de crédito han adoptado una actitud más prudente ante los riesgos derivados de las fusiones y adquisiciones, lo que se reflejó en una clara disminución del número de fusiones entre grandes bancos tanto a nivel nacional como a nivel comunitario. Sin embargo, la concentración bancaria entre entidades de tamaño más pequeño, que perseguían objetivos de reducción de costes, ha seguido siendo alta a nivel nacional.

Desde la introducción del euro, la integración en el sector bancario se ha desarrollado de forma desigual, variando según el área de negocio bancario³. Por lo que se refiere a la actividad en los mercados mayoristas y de capitales, los mercados nacionales de divisas anteriormente segmentados (por ejemplo, el aseguramiento de los valores), se han transformado ya, en gran parte, en un mercado integrado en el ámbito de la zona del euro. La fuerte competencia propiciada por la entrada

3 Para más información, véase ECB Occasional Paper N° 6 "Banking integration in the euro area", diciembre del 2002.

de entidades financieras internacionales ha reducido sensiblemente el papel de los intermediarios nacionales y las tarifas de aseguramiento. La infraestructura todavía fragmentada de las operaciones transfronterizas de compensación y liquidación de valores constituye un obstáculo considerable a la negociación transfronteriza y a la prestación de los servicios correspondientes de gestión de activos. El proceso de integración ha sido manifiestamente más lento en el área de las operaciones al por menor, debido al carácter predominantemente local de estas actividades. Sin embargo, se están entretejiendo vínculos crecientes entre los mercados nacionales. En particular, la participación extranjera en los sistemas bancarios nacionales, en términos de propiedad, es ya bastante elevada (más del 20% del capital bancario de la UE en su conjunto).

Evolución y riesgos

Como consecuencia del empeoramiento de la situación económica y del deterioro de los mercados financieros, la rentabilidad de las entidades de crédito de la UE registró un descenso en el 2001, que se acentuó en el primer semestre del 2002, sobre todo por la mayor dotación de provisiones para insolvencias y por la reducción de los ingresos que no proceden de intereses. La rentabilidad agregada de los recursos propios de los grandes bancos de la UE, una vez deducidos los impuestos y las partidas extraordinarias, disminuyó hasta el 10,1% en el 2001, frente al 12,4% en el 2000, si bien se mantuvo en línea con los niveles medios observados en el período comprendido entre 1995 y 1999⁴. El comportamiento de las distintas entidades fue muy diferente: el número y los activos de aquellas entidades con una rentabilidad de los recursos propios inferior al 5% creció de forma significativa, mientras que el número de bancos con una rentabilidad de los recursos propios muy elevada, superior al 20%, se redujo notablemente. El ritmo de descenso de la rentabilidad de los grandes grupos bancarios se aceleró en el 2002.

Las provisiones para insolvencias de los grandes grupos bancarios, para los que se dispone de datos trimestrales, aumentaron notablemente en la primera mitad del 2002 (y más en el tercer trimestre), debido al rápido incremento de la morosidad. En los grupos con activos superiores a 100 mm de euros, la proporción de provisiones para insolvencias con respecto a los beneficios (antes de provisiones) se elevaron un 25% en el primer semestre del 2002. Ello fue consecuencia del mayor número de quiebras que se produjeron en el sector empresarial de algunos países de la UE y del deterioro de la calidad de algunos activos internacionales. De forma muy especial, los ingresos de muchos grandes bancos se vieron especialmente afectados por la disminución de los ingresos por banca de inversión, que acusó los efectos de la contracción de los mercados primario y secundario de capitales y de las reestructuraciones de empresas. Como resultado de las turbulencias que afectaron a los mercados financieros, las empresas optaron por reducir la financiación mediante la emisión de renta fija y renta variable y las operaciones de reestructuración. Los ingresos por banca de inversión llegaron a representar una parte importante de los beneficios de los grandes bancos a finales de los años noventa y en el 2000. La turbulencia de los mercados financieros incidió también negativamente en la preferencia por las inversiones en valores y en fondos de inversión, lo que repercutió en los ingresos de los bancos por gestión de activos y negociación de carteras.

En conjunto, la turbulencia de los mercados financieros afectó más a las entidades de crédito en términos de reducción de los ingresos que de exposición a los riesgos de crédito y de mercado, dado el escaso volumen de sus tenencias directas de valores de renta variable, alrededor del 54% del total del balance agregado de las entidades de la UE. Para muchas entidades grandes, el reciente pro-

⁴ Los datos que figuran en la presente sección son recopilados por el Comité de Supervisión Bancaria y abarcan aproximadamente el 99% del sector de las entidades de crédito de la UE en términos de activos totales para el ejercicio fiscal 2001.

ceso de diversificación no ha generado los beneficios esperados, al verse afectadas simultáneamente varias actividades bancarias, incluidas las internacionales. Las entidades de crédito que centran su actividad en la banca al por menor, con una fuerte presencia en los mercados nacionales, han salido mejor paradas de las circunstancias que se dieron en el 2001 y el 2002.

Debido a que sus niveles de capital no se han visto todavía seriamente alterados y a que han mejorado sus técnicas de gestión de riesgos, las entidades bancarias han podido resistir las perturbaciones que han ido surgiendo en su entorno operativo. Las *ratios* de capital del cómputo de entidades de crédito de la UE han permanecido en torno al 12%, muy por encima del mínimo exigido. Sin embargo, en algunas áreas en las que la fase recesiva del ciclo económico y los mercados financieros ha reducido más todavía una rentabilidad estructural que ya era baja, el sector bancario

se ha visto obligado a realizar ajustes estructurales y ha podido resistir esta situación gracias a la ausencia de importantes desequilibrios en los hogares y en el sector empresarial dentro de la UE. Sin embargo, la incertidumbre de los mercados bursátiles ha disminuido las posibilidades de rebajar los elevados niveles de endeudamiento registrados en algunas áreas del sector empresarial, en particular en los sectores de tecnología de la información y las telecomunicaciones.

En resumen, el sector bancario de la UE ha mostrado una notable resistencia ante la situación adversa que ha caracterizado los años 2001 y 2002 y tiene todavía capacidad para soportar nuevas perturbaciones. Sin embargo, los bancos y los supervisores deben vigilar especialmente el mantenimiento de reservas de capital adecuadas en un contexto de descenso de la rentabilidad y de cierta preocupación por la calidad de los activos.

2 Marco institucional para la estabilidad financiera y la supervisión

El debate sobre el marco institucional para la estabilidad financiera de la UE continuó en el transcurso del 2002, impulsado, entre otras cosas, por el trabajo realizado por el Comité Económico y Financiero (CEF) (véase capítulo V). En la actualidad, la responsabilidad de la supervisión permanece en el ámbito nacional, de acuerdo con el principio de subsidiariedad. Sin embargo, el trabajo del CEF⁵ puso de relieve que debe reforzarse la cooperación de forma significativa para hacer frente a la creciente integración de los mercados financieros. El CEF centró también su atención en las políticas necesarias para fomentar la integración de los mercados financieros de la UE. El informe titulado *Report on Financial Integration*, aprobado en abril del 2002, puso de relieve los beneficios potenciales de unos mercados financieros plenamente integrados para las economías de la UE, señalando las medidas en materia de regulación y supervisión que deben adoptarse para alcanzar este objetivo, en particular las destinadas a eliminar las distorsiones y los obstáculos deriva-

dos de la falta de uniformidad en la aplicación y ejecución de la regulación financiera en el ámbito de la UE. Estas conclusiones estaban en línea con los resultados de un informe del sector bancario, elaborado en el marco de la Mesa Redonda sobre los Servicios Financieros Europeos⁶, en el que se recomendaba, asimismo, conseguir una mayor armonización de las normas de protección de los inversores, armonización de las normas nacionales y convergencia de las prácticas de supervisión.

Los informes del CEF, realizados por mandato del ECOFIN, mostraron la necesidad de efectuar un completo análisis del marco institucional de la UE para la regulación, la estabilidad y la supervisión financieras, con vistas a

5 Esta fue la conclusión del informe del CEF titulado "Report on Financial Stability", publicado en abril del 2000 y revisado el año siguiente en relación con la gestión de las crisis financieras.

6 F. Heinemann y M. Jopp, "The Benefits of a Working European Retail Market for Financial Services", informe presentado en la Mesa Redonda sobre los Servicios Financieros Europeos, Europe Union Verlag, 2002.

mejorar la eficacia de los mecanismos de cooperación, y fueron aprobados en el Consejo ECOFIN de diciembre del 2002 encomendó la realización de este análisis al CEF. Este realizó el informe titulado *EU arrangements for Financial Regulation, Supervision and Stability*, con una propuesta general de remodelación de las estructuras de dichos mecanismos. En particular, el informe recomendaba ampliar a todos los sectores financieros el denominado “enfoque Lamfalussy”, que se había implantado ya en el ámbito de los valores. Ello implicaría la adopción de un proceso de regulación más flexible, dejando la definición de las medidas técnicas de aplicación a unos comités de regulación compuestos por representantes de los Estados miembros designados por los ministros, según los modelos nacionales. Estos comités de regulación serían asistidos por unos comités de supervisión, que recibirían, asimismo, el encargo de asegurar una aplicación más uniforme de las Directivas europeas en los Estados miembros y de conseguir una mayor convergencia de las prácticas de supervisión. Los nuevos mecanismos se estructurarían por sectores, con unos comités de regulación y de supervisión específicos para las entidades de crédito, los valores, los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), los seguros y las pensiones. Se crearía también un comité de regulación especial para los conglomerados financieros. Un Grupo de Políticas de Servicios Financieros reestructurado, que se denominaría Comité de Servicios Financieros, asesoraría al Consejo ECOFIN y tendría funciones de vigilancia en cuestiones relacionadas con los mercados financieros. El CEF sería el foro responsable de preparar los debates del Consejo ECOFIN sobre la estabilidad financiera, siendo asistido, a estos efectos, por el Comité de Servicios Financieros. En la nueva estructura, se atribuye también una función al BSC del SEBC. En primer lugar, los análisis estructurales y macroprudenciales realizados en el BSC serán un elemento importante en las discusiones sobre estabilidad financiera llevadas a cabo en la UE. En segundo lugar, la labor realizada en el seno del BSC para establecer mecanismos de cooperación entre los bancos centrales y las autori-

dades supervisoras en distintos ámbitos que presentan un interés común puede servir también de referencia para las nuevas estructuras el intercambio de información confidencial.

Los principales temas que surgieron del proceso de consulta pública realizado, tras la aprobación de la versión preliminar del informe del CEF por el Consejo ECOFIN, fueron la importancia de mantener un equilibrio institucional en el nuevo proceso de regulación y la necesidad de disponer de procedimientos más formales y transparentes de consulta con las partes interesadas sobre los proyectos de Reglamentos. Desde la perspectiva de un banco central, existen tres factores de la máxima importancia. El primero es la participación de todos los bancos centrales, incluidos los que no tienen responsabilidades directas de supervisión, en los mecanismos de cooperación en materia de supervisión bancaria. Se trata de un punto esencial para promover la estabilidad financiera, dado que las entidades crediticias son una posible fuente de riesgos sistémicos, y que los problemas que surgen en este sector repercuten inmediatamente sobre las infraestructuras de pagos y la gestión de la liquidez. El segundo es la participación de los expertos técnicos en los comités de regulación, con objeto de evitar que la totalidad de la carga del trabajo técnico relacionado con los proyectos de normativa recaiga sobre los comités de supervisión, que pueden verse distraídos de sus importantes tareas en el ámbito de las prácticas supervisoras. El tercero es la necesidad de proporcionar un sólido vínculo técnico en el trabajo sobre la estabilidad financiera, reconociendo los esfuerzos en curso en el BSC y en otras instancias del SEBC para efectuar el seguimiento de los aspectos más vulnerables del sistema financiero de la UE.

A comienzos de 2003, se han firmado dos acuerdos multilaterales, bajo los auspicios del BSC. El primero fue el Memorandum de entendimiento entre los bancos centrales nacionales y las autoridades supervisoras ante situaciones de crisis, que establece los principios para mejorar los procedimientos

de cooperación y de intercambio de información entre ambos tipos de autoridades. El segundo fue el Memorandum entre los siete bancos centrales europeos –Austria, Bélgica, Francia, Alemania, Italia, Portugal y España– que mantienen una Central de Información de Riesgos, para permitir el uso transnacional de la información recogida en las distintas centrales nacionales.

Con vistas también a reforzar la labor realizada en el ámbito de la UE, el BCE ha creado una nueva Dirección de Estabilidad y Supervisión Financieras. En estrecha colaboración con las demás áreas que tratan estos temas en el BCE, la nueva Dirección se esforzará por proporcionar una visión global de la estabilidad financiera en la zona del euro y seguirá de cerca los cambios que se produzcan en el ámbito de la regulación y la supervisión financieras y las demás áreas de los servicios financieros.

Por lo que se refiere al marco institucional para la regulación y la supervisión financieras en los Estados miembros, se han producido los cambios siguientes en el 2002. En Austria, la Autoridad para los Mercados Financieros ha iniciado sus trabajos en abril del 2002, en el marco de sus funciones de supervisión de todos los sectores financieros, incrementándose la participación del banco central. Éste interviene activamente en el proceso de supervisión, especialmente en las inspecciones *in situ* relacionadas con los riesgos de crédito y de mercado, y se encarga del tratamiento de toda la información remitida por las entidades de crédito. En Bélgica, se ha reforzado la relación institucional entre el banco central, la comisión de banca y valores y la autoridad supervisora de los seguros, en especial en lo que respecta a las estructuras de gobierno de las empresas, mediante la representación del banco central en el consejo de las autoridades supervisoras. Asimismo, un nuevo Comité de Estabilidad Financiera, cuyo presidente será el gobernador del banco central, se encargará de coordinar la supervisión del sector financiero. El objeto de esta reforma es, entre otras cosas, compartir los recursos para explotar las sinergias en las

áreas de interés común, tales como la estabilidad financiera. En Alemania, la recién creada autoridad supervisora (que agrupa los sectores de entidades de crédito, valores y seguros) comenzó su labor en mayo del 2002, al tiempo que se ampliaba la participación del Deutsche Bundesbank en la supervisión prudencial. En Finlandia, el marco operativo de la Autoridad de Supervisión Financiera está siendo analizado con objeto de mejorar su funcionalidad. En Francia, se ha presentado una proposición de ley para la creación de la Autoridad para los Mercados Financieros, que será la nueva autoridad responsable de la regulación y supervisión de los mercados de valores, combinando las funciones de la comisión de actividades de bolsa y del consejo para los mercados financieros, con el fin de racionalizar el marco institucional de la regulación y supervisión en el ámbito de los valores. En Irlanda prosiguió el proceso legislativo para la creación de la Autoridad Reguladora de los Servicios Financieros, que será parte constitutiva, aunque autónoma, del banco central reestructurado, que se denominará Central Bank and Financial Services Authority of Ireland. La nueva autoridad reguladora será responsable de la regulación y supervisión de todos los sectores financieros, incluidos la supervisión prudencial y cuestiones relativas a los consumidores. En los Países Bajos prosiguió la aplicación de la reforma institucional basada en una distinción funcional entre la supervisión prudencial y la supervisión de la gestión. Si bien la supervisión de la gestión corresponde a una autoridad independiente, el banco central y la institución supervisora de los seguros y los fondos de pensiones son responsables de la supervisión prudencial. Se ha incrementado la cooperación entre las dos autoridades responsables de la supervisión prudencial, que están representadas en sus respectivos consejos. En diciembre del 2002 se ha propuesto su completa integración a los ministros competentes. En conjunto, todos estos cambios han dado lugar, por un lado, a la agrupación de las autoridades supervisoras y, por otro, a la revisión, y en numerosos casos a la ampliación, de la participación de los bancos centrales en la supervisión prudencial.

3 Regulación bancaria y financiera

La revisión del marco para los requisitos de capital de las entidades de crédito ha seguido siendo el tema principal de regulación bancaria tratado a escala internacional y comunitaria en el 2002. En el ámbito internacional, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (CSBB) multiplicó sus esfuerzos por desarrollar y perfeccionar los principales elementos de los tres pilares del marco propuesto, es decir, los requerimientos mínimos de capital, el proceso de revisión que realizan los supervisores y la disciplina de mercado. En julio del 2002, en el CSBB se llegó a un acuerdo sobre una serie de cuestiones importantes relativas a la terminación del Nuevo Acuerdo, que contempla lo siguiente: tratamiento específico de los riesgos de las entidades de crédito frente a las pequeñas y medianas empresas; realización de pruebas de estrés en relación con el riesgo de crédito, de conformidad con el segundo pilar, por parte de las entidades bancarias que adopten el enfoque basado en calificaciones internas; aproximación entre el enfoque de calificaciones internas avanzado y el básico; tratamiento más flexible del capital a los efectos del riesgo operativo, en el contexto del primer pilar; imposición transitoria de un único requerimiento de capital mínimo basado en el capital estimado a tenor del Acuerdo actual. Por otro lado, el CSBB confirmó el plazo revisado para la terminación del Acuerdo, que prevé la publicación del tercer y definitivo documento de consulta en el segundo trimestre del 2003, la terminación del Nuevo Acuerdo de Basilea en el cuarto trimestre del 2003 y su aplicación a finales del 2006. En octubre del 2002, el CSBB publicó su tercer y definitivo estudio cuantitativo de impacto titulado *Quantitative Impact Study (QIS 3)*, en el que se realiza una evaluación completa del impacto de las nuevas normas de Basilea antes de la publicación del tercer documento de consulta. La publicación de los resultados del QIS 3 está prevista para comienzos de verano del 2003. El Grupo de Aplicación del Acuerdo, dependiente del CSBB, al que se encargó el estudio de las cuestiones relacionadas con la aplicación del acuerdo, empezó a ser operativo en el 2002.

En el ámbito de la UE, la Comisión Europea empezó a trabajar, en paralelo con el CSBB, sobre la reforma del marco normativo para la adecuación del capital de las entidades de crédito y de las empresas de inversión. En noviembre del 2002, la Comisión Europea inició, con el sector de servicios financieros y otras partes interesadas, el denominado “Diálogo Estructurado”, sobre la base del cual se publicaron una carta de presentación y un documento de trabajo en el que se exponía la opinión de la Comisión sobre el nuevo marco de la UE para la adecuación del capital de las entidades de crédito y de las empresas de inversión. La Comisión tiene la intención de publicar un tercer documento de consulta en el ámbito de la UE a principios de verano del 2003, es decir, poco después de la publicación del tercer documento de consulta del CSBB. Posteriormente, en el primer trimestre del 2004, la Comisión tiene previsto publicar una propuesta de proyecto de Directiva relativa al capital regulatorio de las entidades de crédito y de las empresas de inversión, que modificará las disposiciones comunitarias existentes. El nuevo marco normativo de la UE debería entrar en vigor, al mismo tiempo que el Nuevo Acuerdo de Basilea, a finales del 2006.

En su reunión de marzo del 2002, celebrada en Barcelona, el Consejo Europeo solicitó que la Comisión Europea realizara también un estudio de las probables repercusiones del nuevo marco de capital sobre todos los sectores de la economía europea y, en especial, sobre las pequeñas y medianas empresas. Este estudio debería concluir en otoño del 2003.

El BCE, cuya aportación al proceso de toma de decisiones en este ámbito continúa, principalmente a través de su participación en calidad de observador en los comités correspondientes, sigue compartiendo la idea general de la reforma normativa, tal como se presenta actualmente. El BCE se mostró a favor de la realización de pruebas de estrés, de conformidad con el segundo pilar, por parte de las entidades de crédito que adopten el enfoque de calificaciones internas. Este requisito, con-

juntamente con la adopción de una curva de ponderaciones según el riesgo más plana para los créditos a empresas (aprobada por el CSBB en noviembre del 2001), debería contribuir a reducir la fluctuación de los requerimientos mínimos de capital a lo largo del ciclo económico. Una vez definido, el nuevo marco sería decisivo para reforzar la estabilidad financiera. Por lo que se refiere a los temas de especial interés para la UE, se resalta la importancia de otorgar un tratamiento adecuado a los riesgos de las entidades de crédito frente a las pequeñas y medianas empresas, y un tratamiento equitativo a las entidades de crédito de tamaño pequeño y mediano y a las empresas de inversión, cuyos requerimientos de capital deberán reflejar su perfil de riesgo específico. Asimismo, una de las tareas básicas del nivel tres del Comité de Supervisión será fomentar la convergencia de las prácticas de supervisión.

En el ámbito de la regulación financiera, se realizaron avances en la adopción de las medidas comunitarias contempladas en el Plan de Acción para los Servicios Financieros y se cumplieron en el 2002 todos los objetivos prioritarios establecidos en el Consejo Europeo de Barcelona, tales como la Directiva relativa a los conglomerados financieros, la Directiva relativa al abuso del mercado y el Reglamento sobre las normas internacionales de contabilidad. Esta acción legislativa se vio acompañada por una creciente concienciación de los beneficios potenciales de una mayor integración de los mercados financieros (véase capítulo V). En el ámbito de la regulación de los valores, se realizaron avances en el marco del Informe Lamfalussy, propuesto por el Comité de Sabios sobre la Regulación de los Mercados de Valores europeos. La Directiva relativa al abuso del mercado fue la primera en distinguir entre los principios marco (Nivel 1: legislación) y las medidas técnicas de aplicación (Nivel 2: reglamentos), que debían ser adoptadas por un Comité Europeo de Valores sujeto a los procedimientos de comitología. Por otra parte, las propuestas de la Comisión sobre las Directivas relativas a los folletos y, en particular, sobre la revisión de la Directiva relativa a los servicios de

inversión se basan ampliamente en la viabilidad de los procedimientos de regulación del tipo Lamfalussy. El recién creado Comité de Reguladores Europeos de Valores ha iniciado también, a petición de la Comisión, un trabajo técnico sobre las medidas de aplicación de las Directivas relativas al abuso del mercado y a los folletos. El BCE participa en calidad de observador en el Grupo de Servicios Financieros, que efectúa el seguimiento de la aplicación del Plan de Acción para los Servicios Financieros. Además, en virtud de las funciones que le son encomendadas, el BCE es consultado sobre los proyectos de propuestas de Directivas en materia de regulación financiera, como en los casos mencionados anteriormente.

La actividad contra el blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo siguió siendo un objetivo prioritario en el 2002, destacando tres cambios básicos. En primer lugar, varios países aplicaron extensamente las ocho Recomendaciones Especiales contra la financiación del terrorismo formuladas por el Grupo de Acción Financiera (GAFI), que se esforzó por ofrecer una interpretación detallada de estas normas. En segundo lugar, el GAFI inició la revisión de sus 40 Recomendaciones contra el blanqueo de capitales, en particular las relativas a los temas siguientes: identificación del cliente y diligencia debida, notificación de operaciones sospechosas, regulación y supervisión, sociedades instrumentales, y empresas y profesiones no financieras. En tercer lugar, el FMI, el Banco Mundial y el GAFI han desarrollado una metodología común para evaluar el cumplimiento de las 40 Recomendaciones del GAFI por parte de los distintos países. Las normas del GAFI se añadirán a los criterios y códigos por los que se guían el FMI y el Banco Mundial en sus actividades de vigilancia, especialmente en la elaboración de los informes sobre la observancia de los códigos y normas y en la realización de programas de evaluación del sector financiero. El BCE participa en el GAFI en calidad de observador.

En el ámbito de la contabilidad, el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad

(IASB) ha acometido la modernización y mejora de las Normas Internacionales de Contabilidad (IAS) existentes, así como unos extensos proyectos de convergencia con los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados de Estados Unidos. En este contexto, el IASB ha elaborado unos proyectos de normas IAS 32 sobre la declaración y presentación de los instrumentos financieros e IAS 39 sobre la contabilización y medición de los instrumentos financieros. Está en estudio la posible ampliación de la utilización de la contabilidad a valor mercado (*fair value accounting*) de conformidad con la IAS 39. El BCE ha emitido un Dictamen sobre la aplicación de la contabilidad a valor de mercado en el sector bancario en noviembre del 2001⁷. En cuanto a la UE, el Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo nº 1606/2002 de 19 de julio de 2002 establece que las sociedades con cotización oficial aplicarán las “normas internacionales de contabilidad”⁸ a partir del 2005 para la elaboración de sus estados financieros consolidados. Este Reglamento tiene por objeto armonizar la información financiera para garantizar un alto grado de transparencia y comparabilidad de los estados financieros. Un Comité de Reglamentación

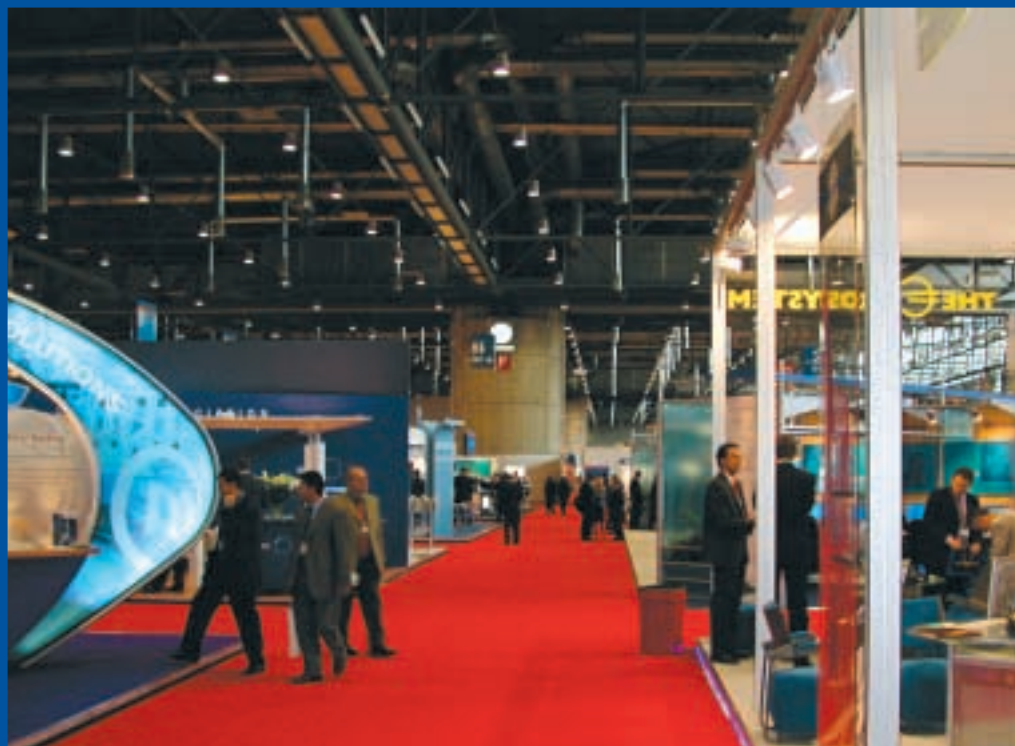
Contable ha sido creado para asistir a la Comisión en la adopción de las normas aplicables en virtud de dicho Reglamento. El BCE ha sido invitado como observador a las reuniones del Comité.

En lo que respecta al gobierno corporativo, la Comisión ha empezado a trabajar sobre un plan de acción para la aplicación de las recomendaciones propuestas en el informe del Grupo de Alto Nivel de Expertos en Derecho de Sociedades, para implantar un marco normativo moderno en Europa. El BCE contribuirá a la elaboración de este plan mediante su participación en los foros de la UE pertinentes.

7 Véase BCE “*Fair value accounting in the banking sector: ECB comments on the “Draft standard and basis for conclusions – financial instruments and similar items”*”, publicado por el Grupo conjunto de trabajo de normalización de los instrumentos financieros, 8 de noviembre de 2001.

8 Con arreglo al artículo segundo del Reglamento, se entenderá por “normas internacionales de contabilidad” las Normas Internacionales de Contabilidad (IAS), las Normas Internacionales de Información Financiera (IFRS) y las interpretaciones correspondientes (interpretaciones del SIC/interpretaciones del IFRIC), las modificaciones ulteriores de dichas normas y de las interpretaciones correspondientes, así como las futuras normas y las interpretaciones correspondientes que pueda elaborar o aprobar el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB).

30 de septiembre a 4 de octubre de 2002



Stand del Eurosistema en la feria de servicios financieros Sibos 2002, que se celebró en Ginebra



Capítulo X

Sistema estadístico

I Introducción

Durante el año 2002, la realización de estadísticas se desarrolló con normalidad, al tiempo que se aumentaba su calidad y disponibilidad. Además, están previstas nuevas e importantes mejoras en el sistema estadístico tras la entrada en vigor de los nuevos Reglamentos relativos al balance consolidado del sector de las IFM y a las estadísticas de los tipos de interés que aplican estas instituciones, de la Orientación sobre las cuentas financieras trimestrales, y como consecuencia de otras disposiciones legales del BCE en fase de preparación. Todo ello se ha realizado en estrecha colaboración con los BCN, que son los que compilan los datos suministrados por los agentes informadores y los transmiten al BCE, el cual, a su vez, elabora los agregados para la zona del euro.

Se han realizado esfuerzos dirigidos a fortalecer la coordinación para mejorar la disponibilidad y puntualidad de las estadísticas necesarias para las comparaciones internacionales, así como la coherencia entre las series mensuales y trimestrales de las distintas estadísticas. También se ha avanzado en el desarrollo de un sistema integrado de cuentas financieras y no financieras de periodicidad trimestral, con el fin de aumentar su

coherencia. En el año 2002, el BCE ha celebrado su primera Conferencia sobre Estadísticas y ha organizado diversos seminarios en los que han participado los usuarios de los datos; los seminarios estuvieron dedicados a los procedimientos de desestacionalización de series y a las estadísticas de los mercados financieros.

El Eurosistema trata de combinar la necesidad de elaborar estadísticas fiables, completas y con un alto nivel de calidad con reducir al mínimo la carga de las entidades para suministrar la información pertinente. Así, siempre que es posible, el BCE utiliza estadísticas ya existentes y, antes de exigir nuevos requerimientos estadísticos, realiza un proceso previo de análisis de sus méritos y de sus costes, en el que participan las unidades informantes. Durante el año 2002, se perfeccionó el procedimiento formal de evaluación de méritos y costes para la exigencia de nuevas estadísticas.

Además, el Eurosistema ha prestado asistencia a los países candidatos a la adhesión en la elaboración de estadísticas de alta calidad, como por ejemplo, a través de la organización de seminarios sobre algunos tipos concretos de estadísticas (véase el capítulo VI).

2 Estadísticas monetarias, bancarias y de los mercados financieros

Las estadísticas monetarias, bancarias y de los mercados financieros se recopilaron sin ningún problema, conforme a los calendarios establecidos.

Las IFM proporcionan información sobre sus balances con periodicidad mensual y trimestral según los requerimientos estadísticos establecidos al comienzo de la UEM. La "Lista de IFM con fines estadísticos" se actualiza todos los meses y se publica en la dirección del BCE en Internet. Con ello se pretende utilizar una definición de IFM coherente en toda la zona del euro y en el conjunto de la Unión Europea.

Durante el año 2002, el BCE y los BCN dedicaron recursos sustanciales a implantar el Reglamento del BCE relativo al balance consolidado del sector de las IFM (BCE/2001/13), que fue aprobado en noviembre del 2001 por el Consejo de Gobierno. La implantación de los nuevos requerimientos está realizándose en cooperación con las entidades de crédito y sus asociaciones. Con la finalidad de facilitar esta cooperación, en noviembre del 2002 se publicaron las Notas Explicativas del Reglamento BCE/2001/13 sobre las estadísticas del balance de las IFM. A comienzos del 2003, las instituciones realizaron el primer envío de los datos requeridos por el nuevo Reglamento. Las principales mejoras de las estadísticas del

balance de las IFM consisten en una mayor información sobre los préstamos y los depósitos y en unas nuevas estadísticas sobre los ajustes de revalorización introducidos en los valores y en los préstamos. La información más detallada se refiere a la división de las distintas rúbricas del balance de las IFM por tipo de instrumento, plazo a la emisión y sector de contrapartida. Por lo que se refiere a los ajustes de revalorización, se prevé que mejore de forma sustancial el cálculo de los flujos mensuales. Además, los ajustes pueden tener un contenido informativo propio que contribuye a enriquecer el análisis de los agregados monetarios y de sus contrapartidas, como por ejemplo, los saneamientos totales o parciales de los préstamos.

Tanto el BCE como los BCN han dedicado importantes recursos a la implantación del nuevo Reglamento del BCE sobre las estadísticas de los tipos de interés que las IFM aplican a los depósitos y préstamos (BCE/2001/18), aprobado por el Consejo de Gobierno en diciembre del 2001. Estas estadísticas ofrecerán un conjunto completo, detallado y armonizado de datos sobre tipos de interés, que supondrá una mejora considerable para el análisis de la transmisión de la política monetaria y el análisis monetario propiamente dicho. Estas estadísticas son también necesarias para el seguimiento de la estabilidad financiera. En total, se compilan 45 indicadores referidos tanto a saldos vivos como a nuevas operaciones. Las nuevas estadísticas de tipos de interés aplicados por las IFM se remitirán al BCE al cierre de actividades del decimonoveno día hábil siguiente al final del mes de referencia. Está previsto que la introducción de esta nueva estadística se realice de forma gradual durante el año 2003. A este respecto cabe también mencionar el desarrollo por parte del Eurosistema de una encuesta sobre préstamos bancarios que complementará a las estadísticas de tipos de interés.

En noviembre del 2002, el Consejo de Gobierno aprobó el Reglamento BCE/2002/8 relativo a la compilación de estadísticas mensuales sobre los titulares de las participacio-

nes en fondos del mercado monetario, detalladas en función de la residencia del titular. El fin que se persigue con esta modificación del Reglamento BCE/2001/13 es aumentar la calidad y la estabilidad a largo plazo de los datos estadísticos sobre los titulares de participaciones en fondos del mercado monetario, que actualmente se incluyen en el cálculo del agregado M3.

A la vista de la decisión de utilizar tasas de crecimiento interanuales, calculadas a partir de datos desestacionalizados, en las comparaciones que se realizan entre el crecimiento efectivo de M3 y el valor de referencia fijado para este agregado, se han intensificado los esfuerzos para garantizar unas estadísticas de elevada calidad. Los ajustes sobre flujos se han mejorado mediante una aproximación de las variaciones de los tipos de cambio (que afectan a las partidas no denominadas en euros incluidas en los balances de las IFM) y se ha extendido su aplicación a los datos más detallados referidos al trimestre. Estas mejoras permitirán corregir el cálculo de las tasas de variación de, por ejemplo, los depósitos mantenidos en las IFM y de los préstamos concedidos por estas instituciones, con un detalle por sectores.

Se han elaborado nuevos indicadores con el propósito de evaluar la estabilidad financiera y los cambios estructurales que tienen lugar en el sistema bancario.

Por primera vez en enero del 2003, el BCE publicó estadísticas relativas a las instituciones financieras no monetarias (distintas de empresas de seguros y fondos de pensiones). Estas estadísticas muestran los saldos a fin de trimestre de los fondos de inversión residentes en la zona del euro, clasificados según su política de inversión (fondos de renta variable, fondos de renta fija, fondos mixtos, fondos inmobiliarios y otros fondos) y según las restricciones, si las hubiere, sobre la compra de participaciones (fondos abiertos al público y fondos dirigidos a inversores especiales). Estas estadísticas aún no están plenamente armonizadas en el conjunto de la zona del euro, si bien los BCN han tomado medidas

para que sus datos nacionales sean lo más coherentes posible. Gracias a ello, se han podido compilar estadísticas agregadas de la zona del euro de una calidad aceptable.

El Eurosistema ha abordado también algunas cuestiones referidas al impacto del canje del efectivo en la presentación de las contribuciones nacionales al balance de las IFM que son el fundamento de las estadísticas monetarias.

Se han mejorado las estadísticas de emisiones de valores. Ha empezado a aplicarse un nuevo método de cálculo que separa, por un lado, el crecimiento de las operaciones y, por otro,

las revalorizaciones, reclasificaciones y otras variaciones que no provienen de emisiones. Así se han obtenido unas tasas de crecimiento más precisas y coherentes. Además, a partir de los trabajos preparatorios realizados por el BCE y los BCN, el BCE inició, en enero del 2003, la publicación periódica de nuevas estadísticas mensuales de saldos vivos de acciones cotizadas, detallados según el sector emisor.

Al mismo tiempo, el BCE ha seguido desarrollando metodologías comunes con el fin de elaborar indicadores estadísticos comparables de los mercados financieros de la zona del euro.

3 Estadísticas de balanza de pagos, reservas internacionales y posición de inversión internacional, y tipos de cambio efectivos

La elaboración y publicación de estadísticas mensuales y trimestrales de balanza de pagos de la zona del euro y de estadísticas anuales de la posición de inversión internacional de la zona, así como de la posición mensual de reservas internacionales del Eurosistema, se desarrolló con efectividad durante el año 2002.

En este ámbito, una mejora significativa fue que, en el mes de noviembre del 2002, el BCE publicó datos relativos a la posición de inversión internacional de final de cada año, para el período comprendido entre 1999 y 2001, llevando a cabo una presentación separada de las posiciones activas y pasivas de la zona del euro, frente a las cifras de posiciones netas publicadas anteriormente. Las variaciones observadas en la posición de inversión internacional al comienzo y al final de un año vienen explicadas, en parte, por los flujos de la balanza de pagos registrados durante ese ejercicio. Además, las cifras de saldos reflejan los efectos de valoración resultantes de las variaciones de los precios de los activos y de los tipos de cambio, así como otros cambios que no están relacionados con los flujos, como por ejemplo, saneamientos y reclasificaciones. En consecuencia, la mejora citada incrementa sustancialmente el contenido

informativo y el valor analítico de las estadísticas de posición de inversión internacional de la zona del euro.

Al igual que en años precedentes, el Eurosistema ha realizado labores de mejora de la calidad y disponibilidad de los datos estadísticos. Las inversiones de cartera constituyen uno de sus principales desafíos. En junio del 2002, el BCE publicó un informe en el que se señalaban algunas de las posibles medidas a adoptar en el ámbito nacional, a fin de perfeccionar los sistemas de recopilación de las estadísticas de inversiones de cartera. El BCE, en colaboración con los BCN, está desarrollando una base de datos centralizada de valores, con vistas a mejorar la calidad de los datos de inversiones de cartera. El BCE también ha contribuido, en gran medida, a los trabajos que se han venido desarrollando en el ámbito europeo para definir criterios e indicadores operativos que faciliten la evaluación de la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de otros datos relacionados con ésta. Se han tomado medidas adicionales para aumentar la coherencia entre, por una parte, las estadísticas de balanza de pagos y otras estadísticas relacionadas y, por otra parte, las estadísticas monetarias y bancarias y el sec-

tor “resto del mundo” incluido en la Contabilidad Nacional.

Durante el año 2002 se han estado considerando diversas propuestas de modificación de la Orientación BCE/2000/4, que establece el marco jurídico para la elaboración de las estadísticas de la zona del euro relativas a la balanza de pagos, las reservas internacionales y la posición de inversión internacional. Se tiene previsto actualizar la citada Orientación durante el primer trimestre del año 2003.

Una versión actualizada de la publicación anual *European Union balance of payments/*

international investment position statistical methods se publicó en noviembre del 2002. Esta publicación ofrece información sobre la metodología estadística utilizada en los Estados miembros para compilar las estadísticas de balanza de pagos y de la posición de inversión internacional, por lo que aumenta la transparencia en cuanto a la elaboración de las estadísticas de la zona del euro.

A partir del mes de octubre de 1999, el BCE ha venido publicando estadísticas de los tipos de cambio efectivos nominales y reales del euro y ha facilitado datos que permiten evaluar el papel internacional del euro.

4 Cuentas financieras

La remisión regular de datos de los sectores no financieros para las cuentas financieras trimestrales de la zona del euro, que se publicaron por vez primera en el mes de mayo del 2001, se desarrolló con normalidad. La Orientación del BCE sobre los requerimientos estadísticos en el ámbito de las cuentas financieras trimestrales, aprobada en noviembre del 2002 por el Consejo de Gobierno, garantizará la disponibilidad regular de dichas cuentas dentro del Eurosistema. La Orientación se refiere a los datos necesarios para elaborar las Cuentas Financieras de la Unión Monetaria y a los requerimientos de suminis-

tro de datos nacionales, especialmente los relativos a empresas de seguros y fondos de pensiones, que próximamente estarán disponibles. La nueva Orientación entró en vigor en noviembre del 2002.

Las estadísticas de cuentas financieras han experimentado mejoras adicionales, para garantizar la coherencia entre las cuentas de capital y las propias cuentas financieras. Además, se ha analizado el tratamiento estadístico a otorgar a los billetes nacionales que no han sido canjeados por euros.

5 Estadísticas financieras de las Administraciones Públicas

Como en años anteriores, el BCE publicó los datos anuales sobre los ingresos y gastos de las Administraciones Públicas de la zona del euro. Estos datos ofrecen también detalles sobre la deuda pública y un análisis de la diferencia existente entre el déficit público y las variaciones del saldo de la deuda pública. La transmisión de estos datos anuales procedió

sin complicaciones en el año 2002. En la actualidad, se halla en proceso de elaboración una Orientación del BCE sobre los requerimientos de información estadística y los procedimientos de intercambio de esa información en el ámbito de las estadísticas financieras de las Administraciones Públicas.

6 Estadísticas económicas generales

Las estadísticas económicas generales incluyen datos de precios y costes, cuentas nacio-

nales, mercado de trabajo y un amplio abanico de otros datos económicos, que sirven de

base a la estrategia de política monetaria del BCE. Éste y la Comisión Europea, que es la principal responsable de estas estadísticas en el ámbito europeo, colaboraron estrechamente en el seguimiento de la puesta en práctica del Plan de acción sobre los requerimientos estadísticos de la UEM, que se presentó al Consejo ECOFIN en el mes de septiembre del año 2000. Como continuación del citado Plan y de otras iniciativas, se han realizado diversas mejoras en las estadísticas económicas generales nacionales y europeas, si bien aún queda mucho por hacer. Una Comunicación de la Comisión Europea, de noviembre del 2002, detalló los avances realizados en el

perfeccionamiento de las metodologías de elaboración de estadísticas e indicadores de la zona del euro y apuntó el progreso adicional que se espera próximamente. Como ya había ocurrido en el pasado, el BCE contribuyó también a la elaboración de un nuevo Informe de seguimiento sobre los Requerimientos Estadísticos de la UEM que analiza los requerimientos y el cumplimiento del Plan de acción para la UEM adoptado por el Consejo ECOFIN.

Además, el BCE ha subrayado la necesidad de trabajar en la mejora de comparabilidad internacional de las estadísticas.

7 Cooperación con la Comisión Europea y con organismos internacionales

Dentro del ámbito europeo, la división de responsabilidades en materia de estadísticas acordada entre el BCE y la Comisión Europea (Eurostat) funcionó perfectamente en el 2002, al igual que en los años precedentes. Se encuentra en preparación una actualización del Acuerdo (*Memorandum of Understanding*) de Delimitación de Responsabilidades en el ámbito de las Estadísticas Económicas y Financieras entre el BCE y Eurostat. El BCE trabaja en estrecha colaboración con la Comisión Europea, en parte, a través del Comité de Estadísticas Monetarias Financieras y de Balanza de Pagos, en el que están representados expertos en estadística de

Eurostat, de los institutos nacionales de estadística, del BCE y de los BCN. El BCE ha acogido con satisfacción la adopción de un nuevo reglamento interno del citado Comité para resolver las consultas relativas al procedimiento de déficit excesivo.

El BCE se mantiene también en estrecho contacto con el BPI, el FMI y la OCDE en lo relativo a temas estadísticos. En colaboración con las instituciones comunitarias europeas y los organismos internacionales, el BCE contribuye a definir las normas y criterios internacionales en materia estadística y promueve su observancia.

24 y 25 de octubre de 2002



Segunda Conferencia del BCE sobre Banca Central
celebrada en Fráncfort

Capítulo XI

Otras tareas y actividades

I Funciones consultivas

El apartado 4 del artículo 105 del Tratado y el artículo 4 de los Estatutos del SEBC disponen que el BCE sea consultado por las instituciones comunitarias pertinentes y por las autoridades nacionales responsables¹, según corresponda, acerca de cualquier propuesta de acto comunitario o proyecto de disposición legal nacional que entre en el ámbito de sus competencias.

La Decisión nº 98/415/CE del Consejo, de 29 de junio de 1998, establece los límites y las condiciones aplicables a las consultas efectuadas por las autoridades nacionales al BCE acerca de los proyectos de disposiciones legales. En los apartados 1 y 2 del artículo 2 se determinan las áreas específicas en las que se ha de consultar al BCE, esto es, en cualquier proyecto de disposición legal que se refiera a:

- asuntos monetarios,
- medios de pago,
- BCN,
- recogida, elaboración y distribución de estadísticas en los ámbitos monetario, financiero, bancario, de sistemas de pago y de balanza de pagos,
- sistemas de pago y de liquidación, y
- normas aplicables a las entidades financieras, siempre que influyan significativamente en la estabilidad de las entidades y de los mercados financieros.

Además, las autoridades de los Estados miembros que no pertenecen a la zona del euro² consultarán también al BCE acerca de cualquier proyecto de disposición legal relativo a los instrumentos de la política monetaria.

En el año 2002 se formularon un total de 32 consultas, de las cuales 30 fueron realizadas por los Estados miembros y dos, por el Consejo de la Unión Europea. De todas ellas, nueve se referían a medios de pago; siete, a estadísticas, y once, a normas que pueden influir en la estabilidad de las instituciones y de los mercados financieros.

En la dirección del BCE en Internet (www.ecb.int) pueden consultarse todos los dictámenes emitidos por el BCE desde su creación. El recuadro siguiente presenta las consultas formuladas en el año 2002.

¹ De conformidad con el Protocolo sobre determinadas disposiciones relativas al Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte, que figura como anejo al Tratado, el apartado 4 del artículo 5 del Tratado y el artículo 4 de los Estatutos del SEBC no se aplicarán al Reino Unido. Por lo tanto, la obligación de consultar al BCE no incluye a las autoridades nacionales del Reino Unido.
² A excepción del Reino Unido (véase la nota 1).

Recuadro 10

Procedimientos de consulta durante el año 2002

(a) Consultas de los Estados miembros¹

Nro. ²	Origen	Materia
CON/2002/1	Finlandia	Revisión de la Ley de entidades de crédito para incluir el dinero electrónico
CON/2002/2	Alemania	Modificación del Reglamento sobre pagos y comercio exterior relativo a la recogida, compilación y distribución de estadísticas monetarias, financieras, bancaria, de sistemas de pago y de balanza de pagos

¹ En septiembre de 2002, el Consejo de Gobierno modificó el procedimiento de publicación de los dictámenes del BCE emitidos tras la consulta de las autoridades nacionales. A partir de esta decisión, los dictámenes del BCE, como regla general, se publicarán en la página del BCE en Internet seis meses después de su adopción. Los dictámenes del BCE sobre temas significativos seguirán la pauta habitual, es decir, se publicarán inmediatamente en la el sitio web del BCE. Además, el Consejo de Gobierno aprobó la publicación en la página del BCE en Internet de todos los dictámenes previamente adoptados por el IME y el BCE. En ambos casos, se informará de ello las autoridades nacionales que corresponda.

² Las consultas se numeran conforme al orden en que son adoptadas por el Consejo de Gobierno.

Nro. ³	Origen	Materia
CON/2002/3	Bélgica	Compilación de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de Bélgica
CON/2002/4	Dinamarca	Modificación de la normativa sobre blanqueo de dinero para combatir la financiación del terrorismo
CON/2002/5	Países Bajos	Transposición de la normativa internacional sobre lucha contra el terrorismo y cumplimiento de las sanciones financieras de la Ley de sanciones
CON/2002/6	Francia	Supresión de los billetes y monedas denominados en francos franceses de curso legal
CON/2002/7	Irlanda	Modificación de la Ley de la Unión Económica y Monetaria relativa a las disposiciones para el pago al Ministerio de Hacienda de Irlanda de los ingresos netos obtenidos por el Central Bank of Ireland derivados de la emisión de moneda
CON/2002/8	Dinamarca	Modificación de la Ley de contratación de valores en lo que se refiere a las garantías y a la clarificación de determinadas competencias con respecto a las bolsas de valores, la protección de datos y la información confidencial
CON/2002/9	Francia	Modificación del Decreto sobre las relaciones financieras con otros países, que afectan a las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional
CON/2002/10	Dinamarca	Modificación de la Ley de servicios financieros y de otra normativa financiera, en relación con la supervisión de los fondos de pensiones de empresa, con las prácticas más idóneas de los intermediarios de valores, etc.
CON/2002/12	Finlandia	Competencia del Ministerio de Hacienda finlandés para emitir monedas conmemorativas de curso legal en Finlandia
CON/2002/13	Bélgica	Introducción de una supervisión prudencial integral en el sector y los servicios financieros, así como de normas específicas sobre los mercados secundarios de instrumentos financieros
CON/2002/14	España	Pago de los beneficios del Banco de España al Tesoro
CON/2002/15	Finlandia	Redondeo de los pagos denominados en euros, efectuados mediante tarjeta de crédito u otras tarjetas de pago, a los cinco céntimos más cercanos
CON/2002/16	Irlanda	Proyecto de Ley sobre el banco central y la autoridad de servicios financieros de Irlanda, 2002
CON/2002/17	Luxemburgo	Reglamento sobre la designación de las autoridades nacionales competentes en materia de falsificación
CON/2002/18	Bélgica	Aclaración de la relación específica entre el marco institucional del Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique y las normas generales relativas a las sociedades anónimas
CON/2002/19	Austria	Puesta en práctica de las "Recomendaciones especiales del Grupo de Acción Financiera" relativas al blanqueo de dinero y a combatir la financiación del terrorismo
CON/2002/20	Austria	Modificación de los tipos de interés básicos y de referencia

³ Las consultas se numeran conforme al orden en que son adoptadas por el Consejo de Gobierno.

Nro. ⁴	Origen	Materia
CON/2002/21	Suecia	Modificaciones de la recogida de estadísticas de balanza de pagos, los criterios de liquidez de los valores utilizados en operaciones de política monetaria y propuesta de contratación externa de algunas actividades
CON/2002/22	Suecia	Propuesta para establecer en Tribunal Nacional de Cuentas, dependiente del Parlamento Sueco, en la que se incluyen modificaciones de la Ley del Sveriges Riksbank
CON/2002/23	Finlandia	Revisión de la Ley sobre la autoridad de supervisión financiera, que incluye la revisión de los métodos operativos y nuevas competencias relativas a las sanciones
CON/2002/24	Bélgica	Prevención del uso del sistema financiero para el blanqueo de dinero
CON/2002/26	Grecia	Protección jurídica de los billetes en euros
CON/2002/27	Finlandia	Ley de emergencia sobre la regulación de los mercados financieros finlandeses en situaciones de crisis
CON/2002/28	Suecia	Publicación de tipos de remuneración y el Sveriges Riksbank
CON/2002/29	Suecia	Introducción de un nuevo sistema basado en encuestas para la recogida de estadísticas de balanza de pagos
CON/2002/30	Italia	Disposiciones sobre la conversión de valores de renta fija en virtud de la Ley nº 483/93, que afectan al balance de la Banca d'Italia
CON/2002/31	Italia	Disposiciones de la Ley presupuestaria para el 2003 relativas a billetes y monedas
CON/2002/32	Francia	Proyecto de ley sobre seguridad financiera

(b) Consultas de las instituciones europeas⁵

Nro. ⁴	Origen	Materia	Publicación
CON/2002/11	Consejo de la UE	Recomendación para el nombramiento del vicepresidente del Banco Central Europeo	DO L 101, 14.4.2002, p. 17
CON/2002/25	Consejo de la UE	Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a los plazos de transmisión de los principales agregados de las cuentas nacionales, a las derogaciones concernientes a la transmisión de los principales agregados de las cuentas nacionales y a la transmisión de los datos de empleo en horas trabajadas	DO C 253, 22.10.2002, p. 14

⁴ Las consultas se numeran conforme al orden en que son adoptadas por el Consejo de Gobierno.

⁵ Publicadas en la dirección del BCE en Internet.

2 Cumplimiento de las prohibiciones relativas a la financiación monetaria y al acceso privilegiado

De conformidad con lo dispuesto en la letra d del artículo 237 del Tratado, el BCE tiene encomendada la tarea de supervisar el cumplimiento de las obligaciones que se derivan de los artículos 101 y 102 del Tratado y de los Reglamentos (CE) n° 3603/93 y 3604/93 del Consejo por parte de los quince BCN de la Unión Europea. Esta tarea la lleva a cabo el Consejo General del BCE, que también supervisa el cumplimiento de estas obligaciones por parte del propio BCE. Con arreglo al artículo 101, queda prohibida la autorización de descubiertos o la concesión de cualquier otro tipo de créditos por el BCE y por los BCN en favor del sector público de los Estados miembros y de las instituciones u organismos comunitarios, así como la adquisición directa de instrumentos de deuda por el BCE o los BCN. En virtud del artículo 102, queda prohibida cualquier medida, que no se base en consideraciones prudenciales, que establezca un acceso privilegiado del sector público de los Estados miembros y las instituciones u organismos de la Comunidad a las entidades financieras. En paralelo con el Consejo General, la Comisión Europea supervisa el cumplimiento de estas disposiciones por parte de los Estados miembros.

El Consejo General supervisa, asimismo, las adquisiciones de instrumentos de deuda del

sector público nacional y del sector público de otros Estados miembros realizadas por los BCN de la UE en el mercado secundario. A tenor de lo dispuesto en el Reglamento (CE) n° 3603/93 del Consejo, las adquisiciones de instrumentos de deuda del sector público en el mercado secundario no deben servir para eludir el objetivo del artículo 101 del Tratado. Es decir, tales adquisiciones no deben constituir una forma de financiación monetaria indirecta del sector público.

En el año 2002, el Consejo General encontró tres casos de incumplimiento de las disposiciones del Tratado citadas anteriormente y de los Reglamentos del Consejo que las desarrollan por parte de los BCN de los Estados miembros. En todos los casos, la cantidad de monedas en poder de los BCN y abonadas en cuentas del sector público superaba el límite del 10% de monedas en circulación estipulado en el artículo 6 del Reglamento (CE) n° 3603/93 del Consejo. Grecia sobrepasó el límite en los tres primeros meses del 2002, mientras que Francia y Finlandia todavía no habían corregido el problema al final del año. El Consejo General ha solicitado a los BCN de los dos Estados miembros mencionados que tomen inmediatamente las medidas correctivas oportunas.

3 Gestión de las operaciones de endeudamiento y de préstamo de la Comunidad Europea

De conformidad con el apartado 2 del artículo 123 del Tratado y del artículo 9 del Reglamento (CE) n° 332/2002 del Consejo, de 18 de febrero de 2002 (que sustituye al artículo II del Reglamento (CEE) n° 1969/88 del Consejo, de 24 de junio de 1988), el BCE continúa siendo responsable de la gestión de las operaciones de endeudamiento y de préstamo

realizadas por la Comunidad Europea en el contexto de la ayuda financiera a medio plazo. No obstante, como desde finales de 2001 no quedaban saldos pendientes ni tampoco se realizaron nuevas operaciones, el BCE no desempeñó ninguna actividad de este tipo durante el año 2002.

El jurado del concurso internacional de arquitectura para la nueva sede del BCE visita el Grossmarkthalle en Fráncfort



Primera reunión del jurado celebrada los días 30 y 31 de octubre

Capítulo XII

Comunicación externa y rendición de cuentas

I Política y actividades de comunicación del BCE

I.1 Actividades de comunicación

Para un banco central es indispensable establecer unos cauces de comunicación externa adecuados y eficientes. El BCE se esfuerza permanentemente por hacer comprender mejor al público europeo sus funciones, su estrategia y las decisiones basadas en esta estrategia, a través de distintos canales de comunicación, y en estrecha colaboración con los bancos centrales nacionales. Para ello, una de las tareas emprendidas en el 2002 ha sido incrementar la eficacia de la comunicación externa. Al mismo tiempo, también es importante desarrollar una labor de comunicación constante para familiarizar al público con el marco de política monetaria y con otros temas relacionados con los bancos centrales de la zona del euro.

Los primeros meses del año estuvieron dominados por la Campaña de Información Euro 2002, que supuso un enorme esfuerzo de comunicación por parte del Eurosistema, para ayudar a los ciudadanos de la zona del euro a conocer su nueva moneda (véase recuadro 11). Por lo que se refiere a las actividades de comunicación relacionadas con otros temas, el BCE utilizó sus canales de comunicación habituales: notas de prensa, conferencias de prensa, publicaciones periódicas (Informe Anual y Boletín Mensual), discursos y entrevistas ofrecidos por los miembros de los órganos rectores del BCE, así como folletos y otras publicaciones impresas. Esta amplia variedad de medios permite al BCE dirigirse a distintos destinatarios, desde los círculos académicos y bancarios, hasta los medios de comunicación, los estudiantes y el público en general.

Además, el BCE contribuye a difundir los resultados de los trabajos de investigación realizados sobre temas económicos y monetarios mediante la publicación de documentos editados en las series de *Working Papers* y *Occasional Papers* y la organización de seminarios y conferencias de carácter académico. En el año 2002, los más importantes fueron

el seminario mantenido en el marco de la reunión Asia-Europa, en abril; el seminario de Bancos Centrales del Eurosistema y de Latinoamérica, celebrado en mayo; la segunda conferencia del BCE sobre banca central, celebrada en octubre, que trató el tema “La transformación del sistema financiero europeo”, y el seminario de alto nivel sobre el procedimiento de adhesión, celebrado en diciembre.

Por otra parte, el BCE recibe grupos de visitantes, sobre todo estudiantes, que obtienen así información de primera mano sobre las actividades de la institución. El BCE ha recibido más de 9.000 visitantes en el 2002, y más de 40.000 desde su constitución en 1998.

Un factor común a varias de estas actividades de comunicación es la dirección del BCE en Internet (www.ecb.int), en la que pueden obtenerse todos los documentos que publica la institución. En el 2002, el número de visitas al sitio web del BCE y el uso de las líneas directas de correo electrónico han seguido siendo elevados. El sitio web también ha servido de plataforma para las consultas públicas.

Las consultas públicas fueron un instrumento de comunicación bastante utilizado en el 2002, con un total de seis consultas iniciadas por el BCE. Las partes interesadas fueron invitadas a enviar sus comentarios al BCN o a los BCN, a sus respectivos sitios web. Las consultas públicas han versado sobre los sistemas de pago y el marco operativo de la política monetaria.

La colaboración con los BCN es crucial en el ámbito de la comunicación y es necesaria para un aprovechamiento óptimo de los recursos asignados a esta tarea dentro del SEBC. Para conseguir una coordinación efectiva, es especialmente importante que las informaciones relativas a la política monetaria única de la zona del euro se efectúen “con una sola voz”. Igualmente importante es que el SEBC se dirija a las distintas audiencias

regionales y nacionales en sus idiomas y contextos respectivos.

En su empeño por mejorar los cauces de comunicación existentes, en otoño del 2002 el BCE ha realizado una encuesta a los lectores de su Boletín Mensual y, por otra parte, ha puesto también en marcha un proyecto para mejorar el diseño de esta publicación.

1.2 Cuestiones de comunicación importantes en el 2002

En el 2002, la política de comunicación del Eurosistema se centró fundamentalmente en un conjunto de temas importantes que, aunque se tratan con detalle en los capítulos correspondientes de este Informe Anual, también se mencionan brevemente a continuación, con objeto de proporcionar una panorámica de los desafíos a los que tuvo que enfrentarse el Eurosistema en este ámbito.

En algunos casos, el BCE actuó por propia iniciativa, con el propósito de dar a conocer mejor la actividad realizada en el ámbito de sus competencias. En otros casos, el BCE respondió a la demanda de información procedente de medios de comunicación, de expertos y de la opinión pública.

Algunas de las cuestiones más importantes en el 2002 fueron las siguientes:

- La orientación de la política monetaria (véase capítulo I).
- La introducción de los billetes y monedas en euros el 1 de enero de 2002. La Campaña de Información Euro 2002 concluyó con éxito en el segundo trimestre del 2002 (véase recuadro I I).
- El papel del Eurosistema en el proceso de adhesión a la UE (véase capítulo VI).
- Las operaciones de política monetaria (véase capítulo II).
- Los debates sobre temas de supervisión y estabilidad financiera a nivel europeo e internacional (véanse capítulos V y IX).

Recuadro I I

Campaña de Información Euro 2002

El Eurosistema inició la Campaña de Información Euro 2002 a comienzos del 2001, con el fin de familiarizar al público con la nueva moneda y las modalidades del cambio a los billetes y monedas en euros. Esta campaña, sin precedentes en muchos aspectos, se realizó, con la misma estructura y el mismo espíritu creativo, en los once idiomas oficiales de la zona del euro, y se propuso, además, alcanzar una audiencia distinta a la de esta zona. La campaña se llevó a cabo con un presupuesto de 80 millones de euros, aunque los BCN adoptaron iniciativas complementarias en el ámbito nacional y, en algunos casos, en el internacional.

La estrategia de la campaña se articuló en cinco principios básicos: cooperación con los difusores de información, investigación sobre las necesidades de información, interacción entre instancias europeas y nacionales, actuación en distintos medios de comunicación y enfoque interdisciplinario (por ejemplo, relaciones públicas, comercialización directa, publicidad y *marketing*).

La campaña publicitaria en los medios de comunicación contó con la colaboración de varios de estos medios y recibió un lugar preferente en los bloques publicitarios (televisión y radio) y en las revistas. De este modo, la campaña pudo alcanzar al 80% de la población (en algunos países, incluso al 90%), que tuvo la oportunidad de ver cada anuncio dos veces y media.

En conjunto, la campaña de información cumplió sus objetivos de una manera plenamente satisfactoria. Un estudio cuantitativo, realizado en varios momentos (el último en febrero del 2002), mostró que el conocimiento de la apariencia de los billetes en euros y de sus elementos de seguridad fue aumentando gradualmente a lo largo de la campaña, hasta alcanzar un nivel satisfactorio en todos los países cuando se pusieron en circulación los billetes y monedas en euros.

- La estructura de los mercados financieros de la zona del euro (véanse capítulos V y IX).
- Los temas de organización del BCE, en particular, la convocatoria de un concurso internacional de planificación urbana y diseño arquitectónico para la futura sede del BCE (véase capítulo XIII).
- La opinión del Consejo de Gobierno sobre el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (véase capítulo I).

2 Intercambio de información y de opiniones con el Parlamento Europeo

2.1 Panorámica de las relaciones entre el BCE y el Parlamento Europeo

De conformidad con lo dispuesto en el apartado 3 del artículo 113 del Tratado, durante el año 2002 el BCE continuó sus contactos habituales con el Parlamento Europeo. Al igual que en años anteriores, estos contactos periódicos tuvieron lugar principalmente mediante comparecencias trimestrales del presidente del BCE ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios. Durante estas comparecencias, el presidente informó de las decisiones adoptadas por el Consejo de Gobierno en materia de política monetaria y en los demás ámbitos de competencia del BCE, pasando luego a contestar a las preguntas formuladas por los miembros de la citada comisión. Asimismo, el presidente presentó el Informe Anual 2001 del BCE ante el Parlamento Europeo, reunido en sesión plenaria, que celebró un debate general y adoptó una resolución.

Además de las comparecencias trimestrales del presidente del BCE, la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios invitó también a otros miembros del Comité Ejecutivo para intercambiar opiniones sobre una serie de temas. Al igual que en años anteriores, el vicepresidente presentó el Informe Anual 2001 del BCE ante esta comisión parlamentaria. El Sr. Issing fue invitado a intercambiar opiniones sobre el entorno económico y sobre el proyecto relativo a las Orientaciones generales de política económica. Por su parte, el Sr. Padoa-Schioppa participó en una reunión sobre la supervisión financiera en la UE, en la que expuso el punto de vista del BCE sobre las estructuras de la UE en materia de regulación, supervisión y estabili-

dad financieras. Asimismo, el Sr. Padoa-Schioppa fue invitado por la comisión parlamentaria a asistir a una reunión sobre la evolución y las nuevas perspectivas de la unión económica europea.

Por otro lado, una delegación de miembros de la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios visitó el BCE para mantener conversaciones informales sobre distintos temas con los miembros del Comité Ejecutivo.

Por último, el Parlamento Europeo decidió modificar su Reglamento interno, con objeto de establecer un procedimiento mediante el cual todos sus miembros puedan formular preguntas escritas al BCE, a través del presidente de la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios. Estas preguntas, junto con las respuestas del BCE, se publican posteriormente en el Diario Oficial de las Comunidades Europeas¹. Aunque ni el Tratado ni los Estatutos del SEBC contienen disposiciones u obligaciones en este sentido, el BCE ha aceptado voluntariamente contestar a estas preguntas como ya lo ha venido haciendo en el pasado, en la medida en que éstas se refieran al cumplimiento de su mandato. Al mismo tiempo, el BCE ha insistido en que ello no debería, en ningún caso, restar importancia a las comparecencias periódicas, en las que deberían seguir debatiéndose las principales cuestiones relativas a sus decisiones de política monetaria. Las respuestas escritas a las preguntas formuladas por los miembros del Parlamento Europeo durante las comparecencias del presidente se publican también en la dirección del BCE en Internet.

¹ Tras la entrada en vigor del Tratado de Niza, el Diario Oficial de las Comunidades Europeas ha pasado a denominarse Diario Oficial de la Unión Europea.

2.2 Opinión del BCE sobre cuestiones concretas planteadas en las reuniones con el Parlamento Europeo

Los distintos contactos entre el Parlamento Europeo y el BCE abarcaron un amplio conjunto de temas. Si bien la valoración de la evolución económica y monetaria y la ejecución de la política monetaria del BCE figuraron entre los principales temas de discusión, los miembros del Parlamento formularon también otras preguntas sobre las demás tareas encomendadas al Eurosistema en el Tratado.

El Parlamento Europeo incluyó algunas de estas cuestiones en su resolución sobre el Informe Anual 2001 del BCE, adoptada en su sesión plenaria del 3 de julio. A continuación se presenta información sobre algunos de los temas más relevantes incluidos en la citada resolución, junto con las opiniones expresadas por el BCE.

El cambio de moneda

El 1 de enero de 2002, la moneda única se convirtió en una realidad tangible para los ciudadanos europeos. Ese día, los billetes y monedas en euros pasaron a ser la única moneda de curso legal en la zona del euro y, por ende, un símbolo visible de la identidad europea. El BCE informó extensamente al Parlamento Europeo sobre los preparativos y el desarrollo de este acontecimiento histórico y, en su resolución sobre el Informe Anual 2001 del BCE, el Parlamento Europeo felicitó al Eurosistema por haber llevado a cabo el cambio de moneda de una forma brillante.

Sin embargo, aunque subrayaba que cabe esperar que el euro tenga un impacto positivo sobre el comportamiento de los precios de consumo al estimular la competencia, el Parlamento Europeo criticó las prácticas abusivas en cuanto al redondeo que se observaron en algunas instancias (en particular, en el sector servicios).

Desde el 2001, el BCE y los BCN del Eurosistema han seguido estrechamente el proceso de cambio de moneda y han analizado sus posibles efectos sobre la evolución de los precios. En el curso de sus diversas comparecencias ante el Parlamento Europeo, el presidente del BCE explicó que, si bien los consumidores pueden haber tenido una percepción distinta, los efectos del cambio de moneda sobre la inflación han sido, de hecho, muy limitados (véase capítulo I).

Rendición de cuentas y transparencia del BCE

Otro tema que se planteó durante estos intercambios de opiniones fue la rendición de cuentas del BCE. En su resolución sobre el Informe Anual 2001 del BCE, el Parlamento Europeo sugirió que se publicasen las actas de las reuniones del Consejo de Gobierno, en forma de resumen de los temas debatidos durante las reuniones, poco después de la siguiente reunión del Consejo de Gobierno. Asimismo, propuso que este resumen de las actas indicara, de forma anónima, el resultado de las votaciones y las eventuales opiniones disconformes de los miembros del Consejo de Gobierno.

En respuesta a estas sugerencias, el presidente del BCE indicó que en las extensas conferencias de prensa celebradas inmediatamente después de la primera reunión del Consejo de Gobierno de cada mes, en la que se adoptan normalmente las decisiones de política monetaria, así como en el Boletín Mensual, el Consejo de Gobierno ofrece una explicación exhaustiva de los motivos que sustentan dichas decisiones. En consecuencia, esta explicación se hace pública mucho antes de lo que ocurriría si se publicaran las actas formales.

Por otro lado, el presidente señaló que el BCE cumple con creces las obligaciones de información establecidas en el Tratado, obligaciones que son ya, de por sí, muy estrictas, y que a través de los amplios cauces de comunicación utilizados (véase la sección I del presente capítulo), el BCE ha alcanzado nive-

les muy altos de transparencia y rendición de cuentas. Además, la decisión de no publicar el detalle de las actas es acorde con las disposiciones del Tratado, que establecen que las reuniones del Consejo de Gobierno tendrán carácter confidencial, si bien éste podrá decidir hacer públicos el resultado de sus deliberaciones.

Por lo que se refiere a las sugerencias relativas a hacer públicos los votos y las opiniones particulares de los miembros del Consejo de Gobierno, debe tenerse en cuenta que el BCE ejecuta la política monetaria única de la zona del euro. En este contexto, un procedimiento mediante el cual se hicieran públicos (aunque de forma anónima) los votos y las opiniones particulares podría conducir a presiones indebidas para desviarse de una perspectiva de la zona del euro. Además, el Consejo de Gobierno actúa como órgano colegiado y es colectivamente responsable de sus decisiones. Por lo tanto, el BCE no ve motivos para adoptar estas sugerencias y seguirá presentando sus argumentos de una manera clara, rápida y coherente, con objeto de ofrecer la información necesaria para comprender la ejecución de la política monetaria.

Por último, cabe añadir que las obligaciones de información del BCE establecidas en el Tratado son, en general, similares a las de otros grandes bancos centrales. Por lo que respecta a las obligaciones de rendición de cuentas, las prácticas y los procedimientos establecidos en los últimos años a estos efectos, en especial las dinámicas relaciones con el Parlamento Europeo, pueden compararse favorablemente con las existentes en el ambiente internacional².

² Para más información sobre estos temas, véanse los artículos titulados "La rendición de cuentas del BCE" y "La transparencia en la política monetaria del BCE", publicados en el Boletín Mensual de noviembre de 2002.

Función de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Euro-sistema y sugerencia de publicar un análisis de la zona del euro por países

La resolución del Parlamento Europeo sobre el Informe Anual 2001 del BCE hace también referencia a las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Euro-sistema. Más concretamente, el Parlamento Europeo sugirió que estas proyecciones deberían, por un lado, proporcionar datos precisos en lugar de intervalos y, por otro, ser expresamente aprobadas por el Consejo de Gobierno, de manera que los miembros en desacuerdo tuvieran la posibilidad de manifestar su disconformidad de forma anónima. Asimismo, la resolución sugirió que el BCE debería publicar, con periodicidad anual, un análisis de las tendencias económicas registradas en cada uno de los Estados miembros de la zona del euro.

El presidente del BCE señaló que las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Euro-sistema suponen una importante aportación técnica a las deliberaciones del Consejo de Gobierno, pues contribuyen a resumir y evaluar, de manera coherente, las repercusiones de un conjunto amplio de información en la inflación futura. Pese a ello, no desempeñan una función integral en el proceso de formulación de la política monetaria, sino que solamente constituyen una de las fuentes de información utilizadas en la evaluación de los riesgos para la estabilidad de precios en el contexto del segundo pilar. En aras de la transparencia, estas proyecciones, que son el resultado de los trabajos de los expertos del Euro-sistema, deberían mantenerse separadas del análisis y de la evaluación final de los riesgos para la estabilidad de precios que realiza el Consejo de Gobierno. Los intervalos utilizados en las proyecciones reflejan la complejidad y la incertidumbre que son consustanciales a la elaboración de proyecciones y, más aún, a la propia economía.

En cuanto a la sugerencia de que el BCE publique un análisis económico anual por países,

no se ha apreciado hasta ahora, tal y como están asignadas las funciones en el Eurosistema, la necesidad de adoptar esta práctica. Evidentemente, el Eurosistema efectúa un seguimiento de la evolución macroeconómica de los distintos países miembros y de los cambios estructurales que se van produciendo en ellos, con el fin de mejorar el conocimiento global de la situación económica de la zona del euro. A este respecto, los BCN del Eurosistema realizan regularmente una labor de seguimiento y análisis de dicha evolución en sus respectivos países. Al mismo tiempo, en cumplimiento de su mandato y para el análisis de su política monetaria, el BCE debe centrarse en la evolución de la zona del euro.

Políticas fiscales y Pacto de Estabilidad y Crecimiento

En los contactos mantenidos entre el Parlamento Europeo y el BCE se abordaron también, con frecuencia, temas relativos a las políticas fiscales y a las situaciones presupuestarias de los Estados miembros. En este contexto, los miembros de la comisión parlamentaria expresaron su opinión sobre el Pacto de Estabilidad y Crecimiento y sobre la sugerencia de modificar las disposiciones contenidas en el mismo.

Con ocasión de sus comparecencias, el presidente del BCE expuso el punto de vista de la institución de que el marco fiscal actual, tal como viene establecido en el Tratado y desarrollado en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, permite alcanzar el equilibrio entre

disciplina y flexibilidad. Al prescribir un objetivo a medio plazo de situación presupuestaria próxima al equilibrio o con superávit, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento garantiza que las políticas fiscales permitan mantener unas finanzas públicas sostenibles, al tiempo que ofrece una flexibilidad suficiente para que puedan funcionar los estabilizadores automáticos. Por otra parte, un marco institucional que goce de credibilidad y que permita aplicar las políticas fiscales en los países de la zona del euro es un complemento necesario para una política monetaria orientada hacia la estabilidad de precios (véanse capítulos I y V).

Unas sólidas políticas fiscales que fomenten la estabilidad macroeconómica favorecen el crecimiento del empleo y del PIB real. Por lo tanto, el pleno cumplimiento de las disposiciones del Tratado y del Pacto de Estabilidad y Crecimiento redundaría en el interés de cada uno de los Estados miembros, considerado individualmente. Los Estados miembros que tienen todavía desequilibrios presupuestarios se deben comprometer decididamente a acometer una estrategia de saneamiento encaminada a alcanzar los objetivos establecidos en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento en el plazo más breve posible. En su resolución sobre el Informe Anual 2001 del BCE, el Parlamento Europeo señaló también que el Pacto de Estabilidad y Crecimiento es un elemento esencial para la credibilidad de la zona del euro y que la consecución de una situación presupuestaria equilibrada es una condición previa para dejar funcionar los estabilizadores automáticos.



Exposición fotográfica del BCE “La fabricación del Euro” en la sede del Banco Nacional de Polonia, en Varsovia, del 2 de diciembre de 2002 al 15 de enero del 2003



Inauguración de la exposición por Eugenio Domingo Solans, miembro del Comité Ejecutivo del BCE, y Leszek Balcerowicz, presidente del Banco Nacional de Polonia



Capítulo XIII

Marco institucional del Eurosistema y del Sistema Europeo de Bancos Centrales

I Eurosistema y Sistema Europeo de Bancos Centrales



El Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) está compuesto por el Banco Central Europeo (BCE) y los bancos centrales nacionales (BCN) de los quince Estados miembros de la UE, es decir, incluye los tres BCN de los Estados miembros que aún no han adoptado el euro. Con objeto de aumentar la transparencia y que se entienda mejor la estructura del conjunto de bancos centrales de la zona del euro, el Consejo de Gobierno ha adoptado el término “Eurosistema”, que integra al BCE y a los BCN de los Estados miembros que han adoptado el euro. Mientras sigan existiendo Estados miembros que no hayan adoptado esta moneda, será necesario mantener la distinción entre Eurosistema y SEBC.

El BCE tiene personalidad jurídica propia de acuerdo con el derecho público internacional. Constituye el eje del Eurosistema y del SEBC y garantiza que ambos cumplan las funciones que tienen encomendadas, ya sea por medio de sus propias actividades, ya sea por medio de los BCN. Si bien en el Eurosistema

y en el SEBC la toma de decisiones se realiza de manera centralizada, el BCE, al adoptar sus decisiones sobre el modo en que han de llevarse a cabo las funciones del SEBC, sigue el principio de descentralización, de conformidad con los Estatutos del SEBC.

Cada uno de los BCN tiene personalidad jurídica propia según la legislación nacional de sus respectivos países. Los BCN de la zona del euro, que forman parte integrante del Eurosistema, desempeñan las funciones que les han sido encomendadas con arreglo a las normas establecidas por los órganos rectores del BCE. Los BCN colaboran también en las tareas del SEBC a través de la participación de sus expertos en los distintos comités del SEBC (véase sección 5 de este capítulo). Los BCN pueden ejercer funciones ajenas al Eurosistema bajo su propia responsabilidad, a menos que el Consejo de Gobierno considere que tales funciones interfieren en los objetivos y tareas del Eurosistema.

2 Órganos rectores del BCE

El Eurosistema y el SEBC están regidos por los órganos rectores del BCE: el Consejo de Gobierno y el Comité Ejecutivo. El Consejo General se constituye como tercer órgano rector del BCE, siempre y cuando existan Estados miembros que aún no hayan adoptado el euro. El funcionamiento de los órganos rectores viene determinado por el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, por los Estatutos del SEBC y por el Reglamento interno correspondiente¹.

2.1 Consejo de Gobierno

El Consejo de Gobierno está compuesto por todos los miembros del Comité Ejecutivo y por los gobernadores de los BCN de los Estados miembros que han adoptado el euro. De acuerdo con el Tratado, sus principales responsabilidades son:

- adoptar las orientaciones y las decisiones necesarias para garantizar el cumplimiento de las funciones asignadas al SEBC, y
- formular la política monetaria de la zona del euro, incluidas, en su caso, las decisiones relativas a los objetivos monetarios intermedios, los tipos de interés básicos y el suministro de liquidez, así como establecer las orientaciones necesarias para su cumplimiento.

El Consejo de Gobierno se reúne normalmente cada dos semanas en la sede del BCE en Fráncfort del Meno, Alemania. En la primera reunión del mes, efectúa una valoración exhaustiva de la evolución monetaria y económica y adopta decisiones en esta materia. En la segunda reunión, la atención suele centrarse en temas relacionados con otras tareas y responsabilidades del BCE y del Eurosistema. De las reuniones del 2002, una se celebró mediante teleconferencia y dos tuvieron lugar fuera de Fráncfort, en el De Nederlandsche Bank, en Maastricht, y en la Banque centrale du Luxembourg, en Luxemburgo.

Al adoptar decisiones sobre política monetaria y sobre otras funciones del Eurosistema, los miembros del Consejo de Gobierno no actúan como representantes de sus países respectivos, sino a título personal completamente independiente, como refleja el principio de “un voto por miembro”.

En diciembre del 2002, el Consejo de Gobierno decidió, por unanimidad, el contenido de su propuesta para el ajuste futuro de su sistema de votación. Este ajuste es necesario para que el Consejo de Gobierno pueda continuar adoptando decisiones eficaces y rápidamente tras la ampliación de la zona del euro. La propuesta se efectuó de conformidad con la “cláusula de habilitación”, contenida en el Tratado de Niza (véase capítulo VI). Tras la entrada en vigor del Tratado de Niza, el 1 de febrero de 2003, el Consejo de Gobierno adoptó formalmente una Recomendación sobre la modificación del derecho de voto.

Conforme a esta Recomendación, todos los miembros del Consejo de Gobierno continuarían asistiendo a las reuniones y participando en las deliberaciones a título personal e independiente. Sin embargo, el número de gobernadores de los BCN con derecho de voto no excedería de 15. Los 15 derechos de voto rotarían entre los gobernadores según reglas predeterminadas. Los seis miembros del Comité Ejecutivo mantendrían un derecho de voto permanente. Para garantizar que, en cualquier momento, todos los gobernadores con derecho de voto pertenecieran a paí-

¹ Los distintos reglamentos internos se han publicado en el Diario Oficial de las Comunidades Europeas. Véase Reglamento interno del Banco Central Europeo, DO L 125 de 19.5.1999, p. 34, y DO L 314 de 8.12.99, p. 32; Reglamento interno del Consejo General del BCE, DO L 75 de 20.3.1999, p. 36, y DO L 156 de 23.6.1999, p. 52; Decisión del Banco Central Europeo, de 12 de octubre de 1999, relativa al Reglamento interno del Comité Ejecutivo del Banco Central Europeo (BCE/1999/7), DO L 314 de 8.12.1999, p. 34. A excepción de esta última Decisión, toda esta normativa se encuentra recogida en el documento del BCE titulado “Compendium: recopilación de instrumentos jurídicos, junio de 1998-diciembre de 2001” (marzo 2002), que puede consultarse también en la dirección del BCE en Internet.

ses miembros que, tomados conjuntamente, fueran representativos del conjunto de la economía de la zona del euro, se diferenciaría entre las frecuencias con las que cada gobernador tendría el derecho de voto, determinando previamente dichas frecuencias. A todos los gobernadores que en un momento dado tuvieran derecho de voto se les aplicaría el principio de “un voto por miembro”.

Los gobernadores de los BCN se distribuirían en grupos, según el tamaño relativo de las economías de sus Estados miembros respectivos. El sistema de rotación comenzaría a funcionar con dos grupos a partir del momento en que el número de países miembros de la zona del euro excediera de 15.

Cuando el número de Estados miembros llegara a 22, el sistema de rotación comenzaría a operar con tres grupos. El sistema de rotación sería sólido y automático, en el sentido de que el tamaño de los grupos y las frecuencias de voto de los gobernadores de los BCN se ajustarían a lo largo del tiempo para dar cabida a cualquier ampliación de la zona del euro, hasta llegar a los 27 países miembros, es decir, los Estados miembros actuales y los doce países candidatos a la adhesión incluidos en la Declaración sobre la ampliación de la Unión Europea anexada al Tratado de Niza. El Consejo de Gobierno establecería las disposiciones para el desarrollo preciso del sistema, por acuerdo de una mayoría de dos tercios de todos sus miembros.

Consejo de Gobierno



Fila posterior (de izquierda a derecha): Vitor Constâncio, Jean-Claude Trichet, Nicholas Garganas, Guy Quaden, Matti Vanhala, Klaus Liebscher, Ernst Welteke, Yves Mersch, John Hurley, Jaime Caruana, Antonio Fazio, Nout Wellink
Fila anterior (de izquierda a derecha): Tommaso Padoa-Schioppa, Otmar Issing, Lucas D. Papademos, Willem F. Duisenberg, Sirkka Hämäläinen, Eugenio Domingo Solans

Willem F. Duisenberg
 Christian Noyer (hasta el 31 de mayo de 2002)
 Lucas D. Papademos (desde el 1 de junio de 2002)
 Jaime Caruana
 Vítor Constâncio
 Eugenio Domingo Solans
 Antonio Fazio
 Nicholas Garganas (desde el 1 de junio de 2002)
 Sirkka Hämäläinen
 John Hurley (desde el 11 de marzo de 2002)
 Otmar Issing
 Klaus Liebscher
 Yves Mersch

Maurice O'Connell (hasta el 10 de marzo de 2002)
 Tommaso Padoa-Schioppa
 Lucas D. Papademos (hasta el 31 de mayo de 2002)
 Guy Quaden

Jean-Claude Trichet
 Matti Vanhala
 Nout Wellink
 Ernst Welteke

Presidente del BCE
Vicepresidente del BCE
Vicepresidente del BCE
Gobernador del Banco de España
Gobernador del Banco de Portugal
Miembro del Comité Ejecutivo del BCE
Gobernador de la Banca d'Italia
Gobernador del Banco de Grecia
Miembro del Comité Ejecutivo del BCE
Gobernador del Central Bank of Ireland
Miembro del Comité Ejecutivo del BCE
Gobernador del Oesterreichische Nationalbank
Gobernador de la Banque centrale du Luxembourg
Gobernador del Central Bank of Ireland
Miembro del Comité Ejecutivo del BCE
Gobernador del Banco de Grecia
Gobernador del Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique
Gobernador de la Banque de France
Gobernador del Suomen Pankki – Finlands Bank
Presidente del De Nederlandsche Bank
Presidente del Deutsche Bundesbank

2.2 Comité Ejecutivo

El Comité Ejecutivo está compuesto por el presidente, el vicepresidente y otros cuatro miembros, nombrados de común acuerdo por los Gobiernos de los Estados miembros que han adoptado el euro, representados por sus Jefes de Estado o de Gobierno. Las principales responsabilidades del Comité Ejecutivo, que se reúne normalmente una vez a la semana, son:

- preparar las reuniones del Consejo de Gobierno,

- poner en práctica la política monetaria de conformidad con las orientaciones y decisiones adoptadas por el Consejo de Gobierno y, al hacerlo, impartir las instrucciones necesarias a los BCN de la zona del euro,
- ser responsable de la gestión diaria del BCE, y
- asumir determinados poderes que delegue en él el Consejo de Gobierno, incluidos algunos de carácter normativo.



Fila posterior (de izquierda a derecha): Eugenio Domingo Solans, Otmar Issing, Tommaso Padoa-Schioppa
Fila anterior (de izquierda a derecha): Lucas D. Papademos, Willem F. Duisenberg, Sirkka Hämäläinen

Willem F. Duisenberg
Christian Noyer (hasta el 31 de mayo de 2002)
Lucas D. Papademos (desde el 1 de junio de 2002)
Eugenio Domingo Solans
Sirkka Hämäläinen
Otmar Issing
Tommaso Padoa-Schioppa

Presidente del BCE
Vicepresidente del BCE
Vicepresidente del BCE
Miembro del Comité Ejecutivo del BCE
Miembro del Comité Ejecutivo del BCE
Miembro del Comité Ejecutivo del BCE
Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

2.3 Consejo General

El Consejo General, compuesto por el presidente y el vicepresidente del BCE y los gobernadores de los quince BCN de la UE, es responsable de aquellas tareas desempeñadas previamente por el Instituto Monetario Europeo que realiza ahora el BCE, debido a que no todos los Estados miembros han adoptado el euro. En el 2002, el Consejo

General se ha reunido cinco veces; una de ellas mediante teleconferencia. El Consejo General ha decidido que, tan pronto como se firme el Tratado de Adhesión con los correspondientes países candidatos a la integración en la UE, se invitará a los gobernadores de sus respectivos bancos centrales a asistir a las reuniones del Consejo General en calidad de observadores.

Consejo General



Fila anterior (de izquierda a derecha): Nicholas Garganas, Guy Quaden, Matti Vanhala, Klaus Liebscher, Ernst Welteke, Yves Mersch, Edward A. J. George, John Hurley, Jaime Caruana, Nout Wellink, Antonio Fazio
Fila posterior (de izquierda a derecha): Vitor Constâncio, Jean-Claude Trichet, Lucas D. Papademos, Willem F. Duisenberg, Bodil Nyboe Andersen, Urban Bäckström

Willem F. Duisenberg	Presidente del BCE
Christian Noyer (hasta el 31 de mayo de 2002)	Vicepresidente del BCE
Lucas D. Papademos (desde el 1 de junio de 2002)	Vicepresidente del BCE
Bodil Nyboe Andersen	Gobernador del Danmarks Nationalbank
Urban Bäckström (hasta el 31 de diciembre de 2002)	Gobernador del Sveriges Riksbank
Jaime Caruana	Gobernador del Banco de España
Vítor Constâncio	Gobernador del Banco de Portugal
Antonio Fazio	Gobernador de la Banca d'Italia
Nicholas Garganas (desde el 1 de junio de 2002)	Gobernador del Banco de Grecia
Edward A. J. George	Gobernador del Bank of England
Lars Heikensten (desde el 1 de enero de 2003)	Gobernador del Sveriges Riksbank
John Hurley (desde el 11 de marzo de 2002)	Gobernador del Central Bank of Ireland
Klaus Liebscher	Gobernador del Oesterreichische Nationalbank
Yves Mersch	Gobernador de la Banque centrale du Luxembourg
Maurice O'Connell (hasta el 10 de marzo de 2002)	Gobernador del Central Bank of Ireland
Lucas D. Papademos (hasta el 31 de mayo de 2002)	Gobernador del Banco de Grecia
Guy Quaden	Gobernador del Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique
Jean-Claude Trichet	Gobernador de la Banque de France
Matti Vanhala	Gobernador del Suomen Pankki – Finlands Bank
Nout Wellink	Presidente del De Nederlandsche Bank
Ernst Welteke	Presidente del Deutsche Bundesbank

3 Organización del BCE

3.1 Gobierno corporativo

Además de los órganos rectores del BCE descritos en la sección 2, el gobierno corporativo del BCE comprende también distintos procedimientos de control externo e interno.

Los Estatutos del SEBC estipulan el nombramiento de un auditor externo, para auditar las cuentas anuales del BCE (artículo 27.1 de los Estatutos del SEBC), y el examen de la eficiencia operativa de la gestión del BCE por parte del Tribunal de Cuentas Europeo (artículo 27.2).

La Dirección de Auditoría Interna, cuyas funciones se encuentran definidas en la Ordenanza de Auditoría del BCE², lleva a cabo tareas de auditoría por mandato y bajo la dependencia del Comité Ejecutivo. Por otra parte, el Comité de Auditoría Interna es responsable de realizar auditorías por mandato del Consejo de Gobierno, para asegurarse de que se auditen los proyectos y los sistemas operativos conjuntos del SEBC.

La estructura de control interno del BCE tiene un enfoque funcional, en virtud del cual cada unidad organizativa (División, Dirección o Dirección General) es responsable de su propia eficiencia y control interno. Para ello, aplican un conjunto de procedimientos de control operativo dentro de sus áreas de responsabilidad. Por ejemplo, en la Dirección General de Operaciones se cuenta con un sistema de “murallas chinas”. Además de estos controles, la Dirección de Planificación y Control y la División de Gestión de Riesgos asesoran y elevan propuestas al Comité Ejecutivo sobre cuestiones de control específicas que afectan a la organización en su conjunto.

En mayo del 2002, los miembros del Consejo de Gobierno aprobaron su Código de Conducta, lo que pone de manifiesto su responsabilidad en la salvaguardia de la integridad y la reputación del Eurosistema y en el mantenimiento de la eficacia de sus operaciones³. El

Consejo de Gobierno ha nombrado un asesor, que orienta sobre determinados aspectos de la conducta profesional. Este código se completa con el Código de Conducta del Banco Central Europeo, que sirve de guía y establece unos puntos de referencia para el personal del BCE y para los miembros del Comité Ejecutivo, a quienes se anima a mantener unos altos niveles de ética profesional en el desempeño de sus funciones⁴.

El BCE cuenta con normas detalladas para evitar el abuso de la información confidencial relativa a los mercados financieros (“normas de información privilegiada”). Por ellas, se prohíbe al personal del BCE y a los miembros del Comité Ejecutivo que utilicen en provecho propio, ya sea directa o indirectamente, la información privilegiada a la que tengan acceso al efectuar actividades financieras privadas por cuenta y riesgo propios o por cuenta y riesgo de terceros⁵. Un asesor ético, nombrado por el Comité Ejecutivo, garantiza la interpretación uniforme de estas normas.

El Consejo de Gobierno del BCE es la autoridad presupuestaria que aprueba el presupuesto, a propuesta del Comité Ejecutivo. Además, el Comité de Presupuestos, que se estableció de conformidad con el artículo 15 del Reglamento interno del BCE, colabora con el Consejo de Gobierno en asuntos relacionados con dicho presupuesto. El Comité está compuesto por representantes de los bancos centrales del Eurosistema, y su presidente es Liam Barron.

Con el fin de aunar los esfuerzos de las instituciones de las Comunidades Europeas y de

² Véase la Ordenanza de Auditoría del BCE en la dirección del BCE en Internet.

³ Véase el Código de Conducta para los miembros del Consejo de Gobierno, DO C 123 de 24.5.2002, p. 9, y la dirección del BCE en Internet.

⁴ Véase el Código de Conducta del Banco Central Europeo elaborado de conformidad con el apartado 3 del artículo 11 del Reglamento interno del Banco Central Europeo, DO C 7 de 8.3.2001, p. 12, y la dirección del BCE en Internet.

⁵ Véase el Artículo 1.2 del Reglamento del personal del BCE, relativo a la conducta y al secreto profesionales, DO C 236 de 22.8.2001, p. 13, y la dirección del BCE en Internet.

los Estados miembros para combatir el fraude y otras actividades ilegales, se han ampliado los mecanismos de control existentes inicialmente en el BCE mediante la constitución de un Comité independiente de Lucha contra el Fraude, en virtud de la Decisión del BCE sobre prevención del fraude⁶. El Comité, que celebró dos reuniones en el año 2002, es informado periódicamente de todos los asuntos relacionados con el desempeño de sus funciones por la Dirección de Auditoría Interna. El Consejo de Gobierno ha decidido ampliar la duración inicial, de tres años, del mandato de los actuales miembros del Comité.

3.2 Gestión de recursos humanos

Empleados

A finales del año 2002, el número de empleados del BCE ascendía a 1.109 (número equivalente a 1.105,5 empleos a tiempo completo), frente a los 1.043 del año 2001 y al total de 1.172,5 puestos de trabajo presupuestados para 2002 (empleos equivalentes a tiempo completo). Los puestos presupuestados para el año 2003 se han fijado en un máximo de 1.263,5 empleos equivalentes a tiempo completo, lo que supone un incremento del 7,8% con respecto al año anterior.

En el 2002, el BCE firmó contratos en prácticas, por un período medio de cuatro meses, con 135 estudiantes y licenciados, casi todos con formación económica. Además, 44 empleados de los bancos centrales de la UE y de los países candidatos a la adhesión trabajaron en el BCE, por un período medio de cuatro meses aproximadamente.

El *programa de investigadores visitantes*, que se centra en proyectos concretos de investigación de alto nivel en el ámbito de la política monetaria, contó con la presencia de 20 personas en el 2002. En el *programa de postgraduados*, destinado a estudiantes destacados próximos a concluir sus estudios de doctorado, participaron 12 personas, con un período medio de estancia de tres meses.

El *programa de experiencia laboral externa* se ha iniciado el 1 de enero de 2003. Este programa permitirá que los empleados del BCE adquieran experiencia laboral en bancos centrales fuera y dentro del SEBC o en organizaciones europeas o internacionales, estrechando, así, los lazos entre el BCE y sus homólogos.

Políticas de gestión de recursos humanos

El método por el que se ajustan anualmente los salarios de los empleados del BCE se sometió a examen, al tiempo que se revisaba la metodología, con efectos a partir del 1 de julio de 2002. El elemento principal de esta nueva metodología, que será aplicable durante tres años, continúa siendo el ajuste de los salarios de acuerdo con la media ponderada de los acuerdos salariales de un grupo de organizaciones comparables, que en estos momentos incluye, además de los BCN y del Banco de Pagos Internacionales, determinadas organizaciones internacionales y supranacionales con sede en Europa.

El BCE ha contratado a un *asesor social* independiente para que brinde asesoramiento de carácter confidencial al personal de la institución en temas laborales y para que medie en los conflictos interpersonales planteados en el lugar de trabajo. El BCE ha contratado también a un *asesor sobre igualdad de oportunidades* para que ofrezca orientaciones dirigidas a impedir la discriminación por sexo, nacionalidad, edad, etc.

Guardería y Colegio Europeo

La guardería del BCE se ha ampliado con la apertura de un segundo local, teniendo ahora capacidad para 123 niños, con edades comprendidas entre los tres meses y los tres años. No obstante, dada la elevada demanda

⁶ Véase la Decisión del Banco Central Europeo, de 7 de octubre de 1999, sobre prevención del fraude (BCE/1999/5), DO L 291 de 13.11.1999, p. 36. En relación con esto, el Reglamento interno del Banco Central Europeo se modificó con la incorporación del nuevo artículo 9a, véase DO L 314 de 8.12.1999, p. 32.

de plazas, han comenzado ya los preparativos para adquirir un tercer local.

El Colegio Europeo de Fráncfort inició en septiembre del 2002 su primer año escolar, con cinco cursos de enseñanza primaria y dos de preescolar. Al principio, los alumnos recibieron sus clases en instalaciones provisionales, hasta que pudieron trasladarse al nuevo edificio a comienzos del 2003. El colegio cuenta con cuatro secciones: inglés, francés, alemán e italiano.

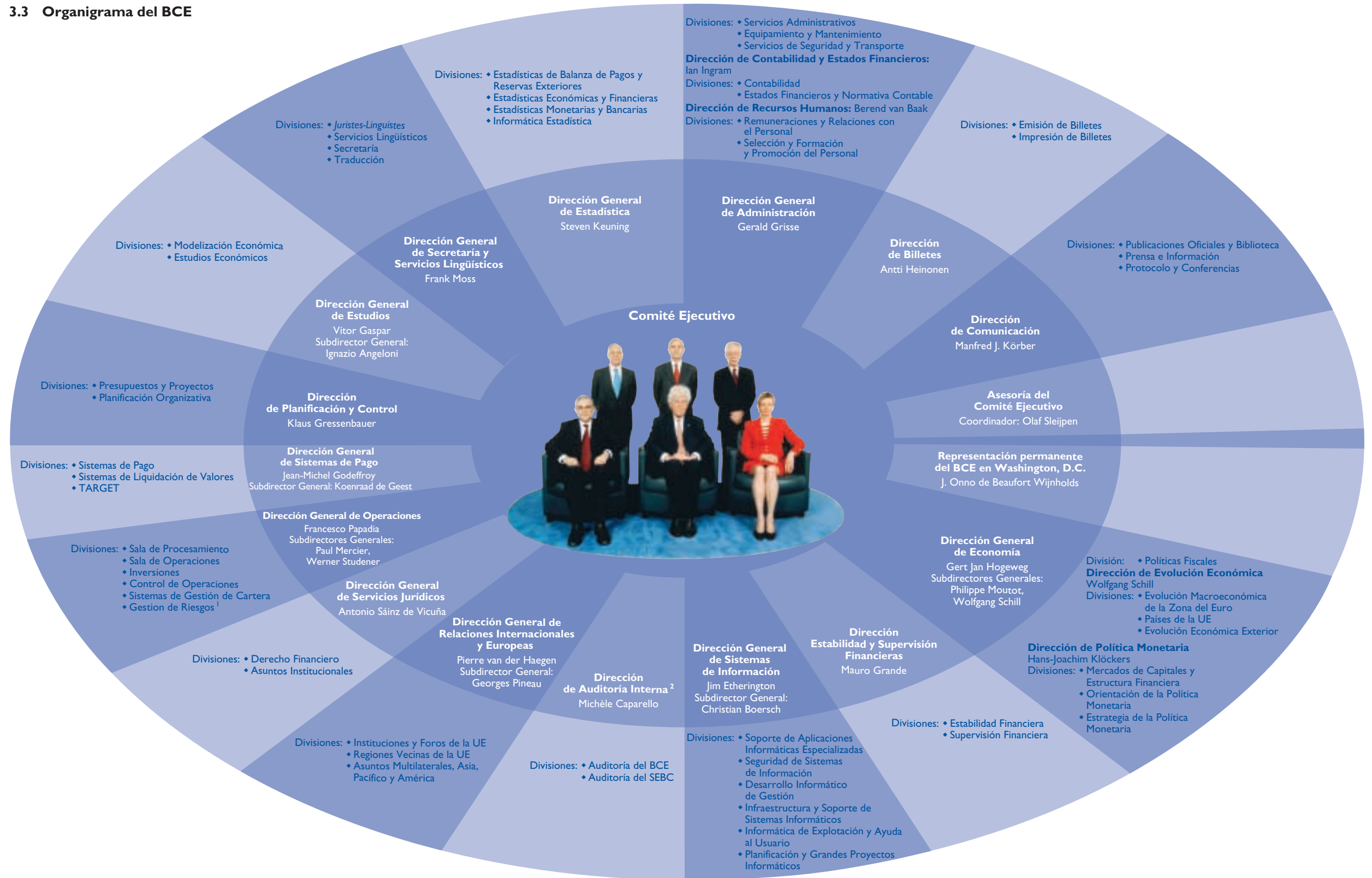
Relaciones con los empleados

De conformidad con las Condiciones de Contratación, el BCE consulta a su Comité del

Personal sobre el desarrollo de sus políticas de recursos humanos. También entabla conversaciones con el Sindicato de Empleados del Banco Central Europeo sobre cambios en las condiciones de contratación.

La solicitud efectuada por el sindicato de empleados y por un sindicato externo (International and European Public Services Organisation, IPSO), para ser reconocidos como interlocutores sociales en la negociación de los convenios colectivos fue desestimada por el Tribunal de Primera Instancia. Posteriormente, el sindicato externo retiró el recurso que había presentado ante el Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas.

3.3 Organigrama del BCE



¹ Informa directamente al Comité Ejecutivo sobre determinados asuntos específicos.

² Dentro de la Dirección de Auditoría Interna se ha constituido una Unidad Antifraude, que, a través del Director de Auditoría Interna, informará al Comité de Lucha contra el Fraude, creado en virtud de lo previsto en la Decisión del Banco Central Europeo de 7 de octubre de 1999 sobre prevención del fraude (BCE/1999/5).

Comité Ejecutivo

Fila anterior: **presidente:** Willem F. Duisenberg (centro), **vicepresidente:** Lucas D. Papademos (izquierda), Sirkka Hämläinen (derecha)
Fila posterior (de izquierda a derecha): Eugenio Domingo Solans, Otmar Issing, Tommaso Padoa-Schioppa

3.4 Sede del BCE

El BCE, cuyas oficinas se encuentran actualmente en varios edificios alquilados, tiene la

intención de construir un nuevo edificio. Se ha comprado un solar en la ciudad de Fráncfort y se ha convocado un concurso internacional de arquitectura, para desarrollar el proyecto.

4 Diálogo Social del SEBC

En el año 2001, se celebraron dos reuniones del Diálogo Social del SEBC. Al igual que en años anteriores, se debatieron asuntos relacionados con los billetes, los sistemas de pago y la supervisión prudencial. Las opiniones de las federaciones de sindicatos europeos y de los 31 representantes del personal que participan en el Diálogo se trasladaron al Consejo

de Gobierno y al Consejo General. Se aceptó la propuesta presentada por las tres federaciones de sindicatos de incluir en el Diálogo a los representantes de personal de los bancos centrales de los países candidatos, en calidad de observadores, que se aplicará a partir de la firma del Tratado de Adhesión.

5 Comités del SEBC

Los Comités del SEBC han continuado desempeñando un papel destacado en el desarrollo de las funciones del Eurosistema/SEBC. A petición tanto del Consejo de Gobierno como del Comité Ejecutivo, han brindado asesoramiento en sus respectivos ámbitos de competencia y han facilitado el proceso de toma de decisiones. La participación en los Comités del SEBC suele estar res-

tringida a los representantes de los bancos centrales del Eurosistema. Sin embargo, los BCN de los Estados miembros que aún no han adoptado el euro asisten a las reuniones de los Comités siempre que se traten cuestiones que entren en el ámbito de competencias del Consejo General. También puede invitarse, cuando proceda, a otros organismos competentes, como los supervisores naciona-

Comités del SEBC y sus presidentes

Comité de Contabilidad y Renta Monetaria (AMICO) Ian Ingram	Comité de Relaciones Internacionales (IRC) Hervé Hannoun
Comité de Supervisión Bancaria (BSC) Edgar Meister	Comité de Asuntos Jurídicos (LEGCO) Antonio Sáinz de Vicuña
Comité de Billetes (BANCO) Antti Heinonen	Comité de Operaciones de Mercado (MOC) Francesco Papadia
Comité de Comunicación Externa (ECCO) Manfred J. Körber	Comité de Política Monetaria (MPC) Gert Jan Hogeweg
Comité de Tecnología Informática (ITC) Jim Etherington	Comité de Sistemas de Pago y de Liquidación (PSSC) Jean-Michel Godeffroy
Comité de Auditoría Interna (IAC) Michèle Caparelli	Comité de Estadísticas (STC) Steven Keuning

les, en el caso de la Comité de Supervisión Bancaria. En la actualidad existen doce Comités del SEBC, todos ellos establecidos de con-

formidad con el artículo 9 del Reglamento interno del Banco Central Europeo.

*“Arte contemporáneo de Portugal”
el 4 de diciembre de 2002 en el BCE*



*Inauguración de la exposición por Vítor Constâncio, gobernador del Banco de Portugal,
y Lucas Papademos, vicepresidente del BCE*

Capítulo XIV

Cuentas anuales del BCE y balance consolidado del Eurosistema del año 2002

Balance a 31 de diciembre de 2002

Activo	Nota número	2002 €	2001 €
Oro y derechos en oro	1	8.058.187.254	7.766.265.040
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	2		
Activos frente al FMI		164.788.323	72.074.161
Depósitos, valores, préstamos y otros activos exteriores		37.151.511.287	41.162.620.238
		37.316.299.610	41.234.694.399
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	2	3.047.976.497	3.636.568.460
Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	3		
Depósitos, valores y préstamos		183.237.923	391.170.869
Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	4	0	0
Cuentas intra-Eurosistema	5		
Activos relacionados con la asignación de billetes en euros dentro del Eurosistema		28.681.074.010	0
Otros activos intra-Eurosistema (neto)		5.468.478.796	9.697.303.920
		34.149.552.806	9.697.303.920
Otros activos	6		
Inmovilizado material e inmaterial		112.624.758	100.585.654
Otros activos financieros		5.529.030.465	4.516.504.313
Cuentas de periodificación del activo y gastos anticipados		1.260.718.561	620.508.777
Diversos		609.968.394	97.569.394
		7.512.342.178	5.335.168.138
Total activo		90.267.596.268	68.061.170.826

Pasivo	Nota número	2002 €	2001 €
Billetes en circulación	7	28.681.074.010	0
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	8	1.036.000.000	1.022.000.000
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	9	227.805.777	271.375.580
Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	10	0	17.192.783
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	10		
Depósitos y otros pasivos		5.192.380.656	5.840.349.099
Cuentas intra-Eurosistema	11		
Pasivos contrapartida de la transferencia de reservas exteriores		40.497.150.000	40.497.150.000
Otros pasivos	12		
Cuentas de periodificación del pasivo e ingresos anticipados		1.417.939.194	1.759.319.678
Diversos		75.191.137	94.122.190
		1.493.130.331	1.853.441.868
Provisiones	13	2.644.780.685	2.803.216.269
Cuentas de revalorización	14	4.404.834.096	9.429.002.830
Capital y reservas	15		
Capital		4.097.229.250	4.097.229.250
Reservas		772.757.209	408.393.225
		4.869.986.459	4.505.622.475
Beneficio del ejercicio		1.220.454.254	1.821.819.922
Total pasivo		90.267.596.268	68.061.170.826

Cuenta de pérdidas y ganancias del ejercicio 2002

	Nota número	2002 €	2001 €
Ingresos por intereses de los activos de reserva en moneda extranjera		990.618.897	1.707.431.459
Ingresos por intereses derivados de la asignación de billetes en euros dentro del Eurosistema		726.917.226	0
Otros ingresos por intereses		1.965.003.344	2.271.293.068
<i>Ingresos por intereses</i>		3.682.539.467	3.978.724.527
Remuneración a los BCN de los activos de contrapartida de las reservas transferidas		(1.140.963.789)	(1.509.312.118)
Otros gastos por intereses		(1.547.042.623)	(1.698.022.587)
<i>Gastos por intereses</i>		(2.688.006.412)	(3.207.334.705)
Ingresos netos por intereses	19	994.533.055	771.389.822
Ganancias/Pérdidas realizadas procedentes de operaciones financieras	20	735.425.388	1.351.881.733
Minusvalías no realizadas en activos y posiciones financieras	21	(276.955.036)	(109.023.392)
Transferencias a/de provisiones por riesgos de tipo de cambio y de precio		154.000.000	109.023.392
Resultado neto de operaciones financieras y provisiones		612.470.352	1.351.881.733
(Gastos)/Ingresos netos por honorarios y comisiones	22	(227.158)	298.120
Otros ingresos	23	3.744.153	1.393.851
Total ingresos netos		1.610.520.402	2.124.963.526
Gastos de personal	24 y 25	(120.003.344)	(97.288.818)
Gastos de administración	26	(133.966.576)	(185.712.394)
Amortización del inmovilizado material e inmaterial	27	(17.738.206)	(20.142.392)
Gastos de producción de billetes	27	(118.358.022)	0
Beneficio del ejercicio		1.220.454.254	1.821.819.922

Fráncfort del Meno, 11 de marzo de 2003

BANCO CENTRAL EUROPEO

Willem F. Duisenberg
Presidente

Normativa contable¹

Forma y presentación de los estados financieros

Los estados financieros del Banco Central Europeo (BCE) se han diseñado para presentar la imagen fiel de su situación financiera y de los resultados de sus operaciones y se han elaborado de acuerdo con los principios contables que se detallan a continuación y que el Consejo de Gobierno de BCE considera apropiados para la función de un banco central. Estos principios son consistentes con lo estipulado en el Artículo 26.4 de los Estatutos del SEBC, que exige un tratamiento normalizado de los principios y prácticas contables del Eurosistema.

Principios contables

Se han aplicado los siguientes principios contables: realidad económica y transparencia, prudencia, registro de acontecimientos posteriores al cierre del balance, importancia relativa, devengo, empresa en funcionamiento, consistencia y comparabilidad.

Criterios de contabilización

Las cuentas se han elaborado siguiendo el criterio del coste histórico, con las modificaciones necesarias para reflejar el precio de mercado de los valores negociables, del oro y del resto de activos, pasivos y posiciones de dentro y fuera de balance denominados en moneda extranjera. Las operaciones con activos y pasivos financieros se contabilizan el día en que se liquidan.

Oro y activos y pasivos en moneda extranjera

Los activos y pasivos denominados en moneda extranjera se convierten en euros al tipo de cambio existente en la fecha del balance. Los ingresos y gastos se convierten al tipo de cambio vigente en la fecha de cada operación.

La revalorización de los activos y pasivos denominados en moneda extranjera se realiza divisa a divisa, incluyendo tanto las partidas del balance como las posiciones registradas en cuentas de orden.

La revalorización derivada de la variación del precio de mercado de los activos y pasivos en moneda extranjera se calcula y registra de forma separada a la revalorización por tipo de cambio.

En el caso del oro, no se hace distinción entre las diferencias por precio y por tipo de cambio, registrándose en una sola cuenta la diferencia de valoración, basada en el precio en euros de la onza de oro que se deriva del cambio del euro frente al dólar estadounidense vigente a 31 de diciembre de 2002.

Valores

Los valores negociables y activos similares se valoran al precio medio de mercado vigente en la fecha del balance. Para el ejercicio financiero finalizado el 31 de diciembre de 2002, se utilizaron los precios medios del 30 de diciembre de 2002. Los valores no negociables se valoran por el precio de adquisición.

Reconocimiento de ingresos

Los ingresos y gastos se registran en el período en el cual se producen. Las ganancias y las pérdidas realizadas se registran en la Cuenta de pérdidas y ganancias. Se utiliza un método de coste medio diario para calcular el coste de adquisición de los distintos elementos. En el caso de pérdidas no realizadas en algún ele-

¹ La normativa detallada que regula la contabilidad del BCE se encuentra recogida en la Decisión del Consejo de Gobierno del BCE de 5 de diciembre de 2002 (ECB/2002/11), DO L 58 de 3.3.2003, p. 38-59. La Decisión entró en vigor el 1 de enero de 2003, no obstante, también es de aplicación para la elaboración del balance anual y de la cuenta de pérdidas y ganancias del BCE correspondientes al ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2002. Las modificaciones a la normativa contable aplicable los años anteriores no resultan significativas.

mento a final de año, su coste medio se reduce para ajustarlo al precio de mercado y/o tipo de cambio de fin de año.

Las ganancias no realizadas no se registran como ingreso, sino que se traspasan directamente a una cuenta de revalorización.

Las pérdidas no realizadas se llevan a la Cuenta de pérdidas y ganancias si exceden a las ganancias previas por revalorizaciones registradas en las correspondientes cuentas de revalorización. Las pérdidas no realizadas en cualquier valor, moneda u oro, no se netean con ganancias no realizadas en otra moneda, valor u oro.

Las primas o descuentos en valores adquiridos se calculan y presentan como parte de los ingresos por intereses y se amortizan a lo largo de la vida residual de los activos.

Operaciones temporales

Las cesiones temporales de valores se registran en el balance como depósitos con garantía de valores. El balance muestra los depósitos y el valor de los títulos usados como garantía. Los valores cedidos bajo este tipo de acuerdo permanecen en el balance del BCE y se tratan como si siguiesen formando parte de su cartera. Los acuerdos de recompra que se refieran a valores denominados en moneda extranjera no producen efecto alguno sobre el coste medio de la posición en la divisa.

Las cesiones temporales de valores se registran en el activo del balance como préstamos con garantía por el efectivo concedido. Los valores adquiridos bajo este tipo de acuerdo no se revalorizan.

Las operaciones temporales (incluyendo operaciones de préstamo de valores), realizadas de acuerdo con un programa de préstamos automáticos de valores, son registradas en el balance sólo cuando el colateral es proporcionado por el prestatario en forma de efectivo hasta el vencimiento de la operación. En el 2002, el BCE no recibió ninguna garantía en

forma de efectivo durante la vigencia de tales operaciones.

Posiciones registradas fuera del balance

La posición a plazo en moneda extranjera, es decir, operaciones a plazo en divisas, la parte a plazo de las operaciones *swap* de divisas y otros instrumentos relativos a operaciones de cambio de una moneda por otra en una fecha futura, se incluye en la posición neta en moneda extranjera para calcular las pérdidas y ganancias por tipo de cambio. Los futuros sobre tipos de interés son objeto de revalorización elemento por elemento. Los futuros sobre tipos de interés se contabilizan en su fecha de contratación en cuentas fuera de balance. Las modificaciones diarias del margen de fluctuación se registran en el balance. Las pérdidas no realizadas registradas en la cuenta de pérdidas y ganancias no se compensan en ejercicios posteriores con las ganancias no realizadas, a menos que la posición u operación se haya cerrado o liquidado.

Acontecimientos posteriores al cierre del balance

Los activos y pasivos se ajustan para reflejar los acontecimientos que tengan lugar entre la fecha del balance anual y la fecha en la que el Consejo de Gobierno aprueba los estados financieros, si tales acontecimientos afectan de manera relevante a la situación de los activos y pasivos a la fecha del balance.

Saldos intra-SEBC

Las operaciones intra-SEBC son transacciones transfronterizas entre dos bancos centrales de la Unión Europea. Dichas transacciones se realizan principalmente a través de TARGET² y dan lugar a saldos bilaterales en las cuentas de cada uno de los bancos centrales conectados

² TARGET es el sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real (véase también capítulo VIII).

a TARGET. Estos saldos bilaterales se compensan diariamente por el método de novación, manteniendo cada banco central una posición única frente al BCE. En la contabilidad del BCE, este saldo representa la posición neta de cada banco central frente al resto del SEBC.

Los saldos intra-SEBC de los BCN de la zona del euro, a excepción del capital del BCE y el pasivo de contrapartida de la transferencia de activos exteriores de reserva al BCE, son reflejados como activos o pasivos intra-Eurosistema y se presentan en el balance del BCE por su posición neta.

Los saldos intra-SEBC relativos a la asignación de billetes en euros dentro del Eurosistema se registran como un activo neto único en la rúbrica "Activos relacionados con la asignación de billetes en euros dentro del Eurosistema" (véase "Billetes en circulación" en el apartado sobre normativa contable).

Los saldos intra-SEBC de los BCN no pertenecientes a la zona del euro con el BCE se presentan en "Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro".

Tratamiento de los activos fijos materiales e inmateriales

Los activos fijos materiales e inmateriales se valoran al precio de adquisición menos su depreciación. Los terrenos se valoran al precio de adquisición. La depreciación se calcula de forma lineal, comenzando en el trimestre posterior a su adquisición y continuando a lo largo de la vida útil esperada del activo. En concreto:

- Equipos informáticos, aplicaciones informáticas y vehículos a motor: cuatro años
- Equipamiento, mobiliario e instalaciones: diez años
- Edificios y gastos de renovación activados: veinticinco años

En el caso de edificios y gastos de renovación activados relacionados con las oficinas que actualmente ocupa el BCE, el período de

depreciación se ha reducido a fin de garantizar que estos activos se hayan amortizado enteramente a final del 2008, fecha en la que se espera que el BCE se haya trasladado a su sede definitiva. Esta modificación afectará a las cuentas anuales a partir del 2003 principalmente.

Los activos fijos cuyo coste es inferior a 10.000 euros no se capitalizan.

Plan de pensiones del BCE

El BCE mantiene un plan de pensiones de aportación definida. Los activos del plan, que se mantienen con el único propósito de proporcionar pensiones para los miembros del plan y sus beneficiarios, se incluyen entre los otros activos del BCE y se identifican de forma separada. Las pérdidas y ganancias por valoración en los activos del fondo de pensiones se reconocen como gastos e ingresos de dicho plan en el año en que se producen. Se garantiza un mínimo de pensiones a pagar con cargo a los rendimientos de la cuenta principal, que se nutre con las contribuciones del BCE, y que constituye la base de los beneficios establecidos.

Billetes en circulación

El BCE y los 12 BCN de los Estados miembros pertenecientes a la zona del euro, que conjuntamente componen el Eurosistema, han venido emitiendo billetes en euros desde el 1 de enero de 2002³. El valor total de los billetes en euros en circulación se asigna el último día hábil de cada mes de acuerdo con la clave de asignación de billetes⁴.

Al BCE le ha correspondido una cuota del 8% del valor total de los billetes en euros en cir-

³ Decisión del Banco Central Europeo de 6 de diciembre de 2001 sobre la emisión de billetes de banco denominados en euros (BCE/2001/15), DO L 337 de 20.12.2001, p. 52-54.

⁴ "Clave de asignación de billetes" significa los porcentajes que resultan de tener en cuenta la participación del BCE en la emisión total de billetes en euros y aplicar la clave del capital suscrito a la participación de los BCN en esa emisión total.

culación, que se presenta en el balance en la partida del pasivo "Billetes en circulación". La participación del BCE del total de la emisión de billetes en euros está garantizada con activos frente a los BCN. Estos activos, que devengan intereses⁵, se presentan en la subpartida "Cuentas Intra-Eurosistema: activos relacionados con la asignación de billetes en euros dentro del Eurosistema" (ver "Saldo intra-SEBC" en el apartado sobre normativa contable). Los ingresos por intereses devengados por estos activos se incluyen en la partida "Ingresos netos por intereses". El Consejo de Gobierno ha decidido que estos ingresos se distribuirán por separado a los BCN de forma provisional⁶. Estos ingresos se distribuirán en su totalidad a menos que el beneficio neto del BCE de ese ejercicio sea inferior al importe de sus ingresos por billetes en euros en circulación, o que el Consejo de Gobierno decida reducir estos ingresos en razón de los gastos hechos por el BCE al emitir y manipular billetes en euros. En relación con el 2002, se realizó una distribución provisional el segundo día hábil del 2003. Desde el ejercicio 2003 en adelante, las distribuciones provisionales se harán después del último día de cada trimestre.

Otras cuestiones

Teniendo en cuenta la posición del BCE como banco central, el Comité Ejecutivo del BCE considera que la publicación de un estado de flujos de tesorería no proporcionaría información adicional relevante a los destinatarios de los estados financieros.

De acuerdo con el Artículo 27 de los Estatutos del SEBC, y teniendo en cuenta la Recomendación del Consejo de Gobierno del BCE, el Consejo de la Unión Europea aprobó el nombramiento de PriceWaterhouseCoopers GmbH como auditor externo del BCE para el ejercicio financiero finalizado el 31 de diciembre de 2002.

⁵ Decisión del BCE de 6 de diciembre de 2001 sobre la asignación de los ingresos monetarios de los bancos centrales nacionales de los Estados miembros participantes a partir del ejercicio de 2002 (BCE/2001/116), DO L 337 de 20.12.2001, p. 55-61.

⁶ Decisión del BCE de 21 de noviembre de 2002 sobre la distribución entre los bancos centrales nacionales de los Estados miembros participantes de los ingresos del Banco Central Europeo por billetes en euros en circulación (BCE/2002/19), DO L 323/49 de 28.11.2002, p. 49-50.

Notas sobre el balance

1 Oro y derechos en oro

Las tenencias de oro del BCE ascienden a 24,7 millones de onzas de oro fino (2001: 24,7 millones de onzas). En el ejercicio 2002 no ha tenido lugar ninguna operación con oro. La variación en el saldo es consecuencia del proceso de revalorización trimestral (ver "Oro y activos y pasivos en moneda extranjera" en el apartado sobre normativa contable).

2 Activos en moneda extranjera frente a no residentes y residentes en la zona del euro

Activos frente al FMI

Esta rúbrica representa las tenencias del BCE en Derechos Especiales de Giro (DEG) a 31 de diciembre de 2002. Éstas se derivan de un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI) para la compra o venta de DEG contra euros, por el que el FMI está autorizado a negociar compraventas por cuenta del BCE, con un nivel de tenencias máximo y mínimo. El DEG está definido en términos de una cesta de divisas. Su valor es determinado como la suma ponderada de los tipos de cambio de las cuatro divisas principales (dólar estadounidense, euro, libra esterlina y yen japonés). En lo que respecta a la contabilización, los DEG son tratados como activos en moneda extranjera (ver "Oro y activos y pasivos en moneda extranjera" en el apartado sobre normativa contable).

Depósitos en valores, préstamos y otros activos exteriores

Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro

Estos activos incluyen los depósitos en bancos extranjeros, los préstamos denominados en moneda extranjera y las inversiones en valores, denominados en dólares estadounidenses y yenes japoneses.

3 Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro

A 31 de diciembre de 2002, este activo estaba formado por depósitos bancarios frente a no residentes en la zona del euro.

4 Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro

Todos los valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro mantenidos por el BCE son una contrapartida directa a su capital y reservas. El BCE ha decidido clasificar estas tenencias como una cartera específica, que ha pasado a incluirse en el apartado "Otros activos financieros". El balance comparable a 31 de diciembre de 2001 se ha ajustado como corresponde.

5 Cuentas intra-Eurosistema

Activos relacionados con la asignación de billetes en euros dentro del Eurosistema

Esta partida incluye los activos del BCE frente a los BCN de la zona del euro relativos a la asignación de billetes en euros dentro del Eurosistema (ver "Billetes en circulación" en el apartado sobre normativa contable).

Otros activos intra-Eurosistema (neto)

Ésta rúbrica se compone de los saldos de TARGET de los BCN de la zona del euro frente al BCE e incluye las distribuciones provisionales de los ingresos del BCE procedentes de los billetes (véase "Billetes en circulación" y "Saldo intra-SEBC" en el apartado sobre normativa contable).

	2002 €	2001 €
Debido por los BCN de la zona del euro en relación con TARGET	56.546.091.330	66.908.187.928
Debido a los BCN de la zona del euro en relación con TARGET	(50.471.612.534)	(57.210.884.008)
Debido a BCN de la zona del euro en relación con la distribución provisional de los ingresos del BCE derivados de los billetes	(606.000.000)	0
Posición neta	5.468.478.796	9.697.303.920

6 Otros activos

Inmovilizado material e inmaterial

Estos activos, a 31 de diciembre de 2002, incluyen principalmente los siguientes elementos:

	Valor neto contabilizado a 31 de dic. de 2002 €	Valor neto contabilizado a 31 de dic. de 2001 €
Terrenos y construcciones	51.496.140	39.288.068
Equipamiento informático	33.522.388	28.703.744
Equipamientos mobiliario, instalaciones y vehículos a motor	2.575.083	4.492.005
Inmovilizado en curso	9.092.185	8.077.125
Otros activos fijos	15.938.962	20.024.712
Total	112.624.758	100.585.654

El incremento de “Terrenos y construcciones” se debe principalmente a la activación de las inversiones efectuadas en las dos sedes del ECB: Eurotower y Eurotheum.

Otros activos financieros

Los elementos principales de esta rúbrica del balance son:

- Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro, que ascienden a 5,4 mm de euros (4,4 mm de euros en 2001, véase nota 4).
- Las carteras de inversión relativas al fondo de pensiones del BCE, que ascienden a 61,9 millones de euros (53,9 millones en 2001). Estos activos representan las inversiones de las contribuciones acumuladas del BCE y del personal a 31 de diciembre de 2002, y están administradas por un gestor de fondos externo. Las contribuciones periódicas del BCE y de los miembros del plan se realizan son mensuales. Los activos del plan no son fungibles con otros activos financieros del BCE, y la renta de los mismos no constituye beneficios del BCE, sino que se reinvierte en el fondo, pendiente del pago de pensiones. El valor de los activos mantenidos por el plan se hace de acuerdo con la valoración dada por el gestor externo de los fondos, utilizando para ello los precios de mercado vigentes a fin de año.
- El BCE posee 3.000 acciones del Banco de Pagos Internacionales, contabilizadas a su precio de adquisición, es decir, 38,5 millones de euros.

Cuentas de periodificación del activo y gastos anticipados

Esta partida incluye 727 millones de euros, por los intereses devengados por los activos del BCE relacionados con la asignación de billetes en euros dentro del Eurosistema (ver “Billetes en circulación” en el apartado sobre normativa contable). El resto de esta partida se compone principalmente de los intereses devengados por los valores y otros activos financieros.

Diversos

El aumento de esta rúbrica en el 2002 se debe, principalmente, al devengo de la distribución provisional de los ingresos del BCE derivados de los billetes (ver “Billetes en

circulación” en el apartado sobre normativa contable, y la nota 5 anterior).

7 Billetes en circulación

Esta partida recoge la participación del BCE en el total de billetes en euros en circulación (ver “Billetes en circulación” en el apartado sobre normativa contable).

8 Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro

Esta partida incluye los depósitos de los miembros de la Asociación Bancaria del Euro (EBA), que se utilizan para proporcionar al BCE garantías para respaldar los pagos de la EBA a través del sistema TARGET.

9 Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro

Estos pasivos incluyen principalmente los saldos mantenidos en el BCE por los BCN no pertenecientes a la zona del euro, como resultado de las operaciones procesadas por el sistema TARGET (ver “Saldos intra-SEBC” en el apartado sobre normativa contable).

10 Pasivos en moneda extranjera con residentes y no residentes en la zona del euro

Estos pasivos derivan de los acuerdos repo con residentes y no residentes de la zona euro relacionados con la gestión de las reservas de divisas del BCE.

11 Cuentas intra-Eurosistema

Representa los pasivos frente a los BCN pertenecientes a la zona del euro, que surgieron de la transferencia de activos exteriores de reserva al BCE. Los pasivos iniciales fueron denominados en euros por el contravalor de los activos en el momento de la transferencia,

y son remunerados al último tipo de interés marginal disponible de las operaciones principales de financiación del Eurosistema, ajustado para reflejar la nula remuneración del componente de oro (ver “Notas a la Cuenta de Pérdidas y Ganancias”, nota 19).

	Participación en el capital (%)	€
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,8658	1.432.900.000
Deutsche Bundesbank	24,4935	12.246.750.000
Bank of Greece	2,0564	1.028.200.000
Banco de España	8,8935	4.446.750.000
Banque de France	16,8337	8.416.850.000
Central Bank of Ireland	0,8496	424.800.000
Banca d'Italia	14,8950	7.447.500.000
Banque centrale du Luxembourg	0,1492	74.600.000
De Nederlandsche Bank	4,2780	2.139.000.000
Oesterreichische Nationalbank	2,3594	1.179.700.000
Banco de Portugal	1,9232	961.600.000
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,3970	698.500.000
Total	80,9943	40.497.150.000

12 Otros pasivos

Esta partida está compuesta principalmente por los intereses debidos a los BCN en relación con los activos de contrapartida de las reservas transferidas (véase nota 11). Las obligaciones del BCE relativas al fondo de pensiones ascendieron a 61,9 millones de euros (53,9 millones de euros en el 2001) y otras periodificaciones se incluyen también en este apartado.

13 Provisiones

Teniendo en cuenta la importante exposición del BCE a los riesgos de tipo de cambio y de tipo de interés, así como el volumen de sus reservas por revalorización, se ha constituido una provisión general frente a estos riesgos. El volumen y la necesidad de continuar con

esta provisión se revisa con carácter anual, de acuerdo con la valoración del BCE de su futura exposición a los riesgos de tipo de cambio y de tipo de interés.

Esta partida incluye también provisiones administrativas relativas a gastos en bienes y servicios, junto con una provisión adecuada para cubrir la obligación contractual del BCE de restaurar sus oficinas actuales para devolverlas a su estado original, cuando el BCE se traslade a su sede definitiva.

14 Cuentas de revalorización

Esta partida recoge las cuentas de revalorización procedentes de ganancias no realizadas en activos y pasivos. La disminución de estos saldos se debe, fundamentalmente, a la devaluación del dólar estadounidense frente al euro (véase “Oro y activos y pasivos en

	2002 €	2001 €
Oro	1.983.835.491	1.691.913.278
Divisas	1.682.723.875	7.428.130.700
Valores	738.274.730	308.958.852
Total	4.404.834.096	9.429.002.830

moneda extranjera” en el apartado sobre normativa contable).

15 Capital y reservas

Capital

La parte de la suscripción desembolsada por los BCN de la zona del euro, de los 5 mm de euros de capital del BCE, asciende a un total de 4.049.715.000 euros, distribuida como sigue:

	Participación en el capital (%)	€
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,8658	143.290.000
Deutsche Bundesbank	24,4935	1.224.675.000
Bank of Greece	2,0564	102.820.000
Banco de España	8,8935	444.675.000
Banque de France	16,8337	841.685.000
Central Bank of Ireland	0,8496	42.480.000
Banca d'Italia	14,8950	744.750.000
Banque centrale du Luxembourg	0,1492	7.460.000
De Nederlandsche Bank	4,2780	213.900.000
Oesterreichische Nationalbank	2,3594	117.970.000
Banco de Portugal	1,9232	96.160.000
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,3970	69.850.000
Total	80,9943	4.049.715.000

Las contribuciones de los BCN no pertenecientes a la zona del euro, que suponen el 5% de la cantidad que habrían tenido que aportar si estos países hubiesen participado en la Unión Monetaria, ascendieron a un total de 47.514.250 euros, cuyo detalle se muestra a continuación:

	Participación en el capital (%)	€
Danmarks Nationalbank	1,6709	4.177.250
Sveriges Riksbank	2,6537	6.634.250
Bank of England	14,6811	36.702.750
Total	19,0057	47.514.250

Estas cantidades representan las contribuciones necesarias para cubrir los gastos operativos del BCE en relación con las tareas realizadas para los BCN no pertenecientes a la zona del euro. Dichos BCN no tienen que desembolsar ninguna suscripción de capital más allá de estas cantidades, en tanto no participen en el Eurosistema, y no tienen derecho a participar en los beneficios distribuibles del BCE, incluyendo los derivados de la asignación de billetes en euros dentro del Euro-

sistema, ni tampoco son responsables de cubrir sus pérdidas.

Reservas

De acuerdo con el artículo 33 de los Estatutos del SEBC y la Decisión del Consejo de Gobierno de 21 de marzo de 2002, un importe de 364 millones de euros del beneficio neto del ejercicio que finalizó el 31 de diciembre de 2001 fue transferido a las reservas del BCE.

16 Programa de préstamo automático de valores

Como parte de la gestión de los fondos propios del BCE, éste participa en un programa de préstamo automático de valores, por el que un agente seleccionado negocia transacciones de préstamo de valores por cuenta del BCE con determinadas entidades de contrapartida, designadas por el BCE como contrapartes autorizadas. En el marco de este acuerdo, a 31 de diciembre de 2002, estaban vivas operaciones de cesiones y adquisiciones temporales por un valor de 1,4 mm de euros cada una (1,6 mm de euros en el 2001. Ver "Operaciones temporales" en el apartado sobre normativa contable).

17 Futuros sobre tipos de interés

En el 2002, los futuros sobre tipos de interés en moneda extranjera se utilizaron en la gestión de las reservas exteriores del BCE. A 31 de diciembre de 2002 había pendientes las siguientes transacciones, por un valor nominal de:

Futuros sobre tipos de interés en moneda extranjera	Importe del contrato €
Compras	1.130.775.475
Ventas	682.464.004

18 Compromisos patrimoniales

El 5 de marzo de 2002, el BCE y la ciudad de Fráncfort del Meno firmaron el contrato de compraventa del solar que ocupará la sede definitiva del BCE. Sobre la base de una superficie predeterminada de suelo destinado a la construcción, el precio mínimo de adquisición se ha fijado en 61,4 millones de euros, a pagar a plazos, que podrán abonarse hasta el 31 de diciembre de 2004, fecha en que la titularidad del solar será transferida al BCE.

Notas sobre la Cuenta de Pérdidas y Ganancias

19 Ingresos netos por intereses

Ingresos por intereses procedentes de los activos de reserva en moneda extranjera

Este apartado recoge los ingresos por intereses, netos de gastos, relativos a los activos y pasivos denominados en moneda extranjera, de la siguiente forma:

	2002 €	2001 €
Ingresos brutos por intereses de los activos de reserva en moneda extranjera	1.060.990.318	1.851.694.324
Gastos por intereses de los pasivos de reserva en moneda extranjera	(70.371.421)	(144.262.865)
Intereses de los activos de reserva en moneda extranjera (neto)	990.618.897	1.707.431.459

Ingresos por intereses derivados de la asignación de billetes en euros dentro del Eurosistema

Este apartado recoge los intereses devengados por la cuota del 8% que corresponde al BCE del total de billetes emitidos en euros (véase “Billetes en circulación” en el apartado sobre normativa contable). Los intereses sobre estos activos del BCE relativos a su cuota de participación en los billetes se calculan aplicando el tipo marginal más reciente de las operaciones principales de financiación del Eurosistema.

Remuneración a los BCN de activos de contrapartida de reservas transferidas

La remuneración abonada a los BCN pertenecientes a la zona del euro por sus activos de reserva en moneda extranjera frente al BCE, transferidos de conformidad con el artículo 30.1 de los Estatutos del SEBC, figura en ese apartado.

Otros ingresos por intereses y Otros gastos por intereses

Estas posiciones comprenden ingresos y gastos derivados de TARGET y de otros activos y pasivos denominados en euros.

Si se excluyen los “Ingresos por intereses derivados de la asignación de billetes en euros dentro del Eurosistema”, los ingresos netos por intereses han descendido con respecto al 2001, debido principalmente a la depreciación del dólar estadounidense y al descenso de los tipos de interés del euro durante el año.

20 Ganancias/Pérdidas realizadas procedentes de operaciones financieras

Las ganancias netas proceden de la venta de valores, como consecuencia de la gestión ordinaria de la cartera. En el 2002, no se produjeron ventas netas significativas de divisas.

21 Minusvalías no realizadas en activos y posiciones financieras

Este gasto es debido casi enteramente a las minusvalías experimentadas por las tenencias del BCE de yenes japoneses y de DEG representadas por la diferencia entre el coste de adquisición y su tipo de cambio a 31 de diciembre de 2002, como consecuencia de la depreciación de estas divisas con respecto al euro a lo largo del año (ver “Reconocimiento de ingresos” en el apartado sobre normativa contable).

22 (Gastos)/Ingresos netos por honorarios y comisiones

Este apartado está integrado por los ingresos y gastos que se señalan a continuación. Los ingresos proceden de las sanciones impuestas a las entidades de crédito por el incumplimiento de las reservas mínimas requeridas.

	2002 €	2001 €
Ingresos por honorarios y comisiones	634.241	931.206
Gastos por honorarios y comisiones	(861.399)	(633.086)
(Gastos)/Ingresos netos por honorarios y comisiones	(227.158)	298.120

23 Otros ingresos

Se recogen en este apartado otros ingresos diversos obtenidos durante el ejercicio procedentes principalmente de la transferencia a la cuenta de pérdidas y ganancias de las provisiones administrativas no utilizadas.

24 Gastos de personal

Esta partida incluye salarios y otros gastos sociales por 92,6 millones de euros (82,4 millones en 2001), así como las aportaciones del promotor al fondo de pensiones y las cuotas de seguros de vida y accidentes. Los emolumentos del Comité Ejecutivo del BCE ascendieron a un total de 2 millones de euros (1,9 millones en 2001). Durante el año no se pagó pensión alguna a los antiguos miembros del Comité Ejecutivo o a sus beneficiarios. La estructura de los salarios y otros gastos sociales, incluyendo los emolumentos de los altos cargos, se ha diseñado y es comparable con el esquema retributivo de las Comunidades Europeas.

A finales del año 2002, el BCE tenía 1.105 empleados, de los cuales 79 ocupaban puestos directivos. El número medio de empleados del BCE durante el año 2002 fue de 1.080, en comparación con los 997 del 2001. Durante el año se contrataron 113 nuevas personas y 51 dejaron de trabajar en el BCE.

25 Plan de pensiones del BCE

De acuerdo con la normativa del plan, es preciso realizar una valoración actuarial completa con carácter trienal. La última valoración

actuarial se realizó el 31 de diciembre de 2001 utilizando el método *Projected Unit Credit*, sujeto a una obligación mínima igual a la suma global del efectivo que habría que pagar a los empleados cuando finalicen su servicio.

El coste correspondiente al plan de pensiones se valora de acuerdo con el asesoramiento de actuarios cualificados. El coste total de las pensiones para el BCE, incluyendo una provisión para incapacidad y prestaciones de jubilación, fue de 27,4 millones de euros (14,9 millones en el 2001). Asimismo, incluye una provisión para pensiones de los miembros del Comité Ejecutivo de 2,1 millones de euros (0,7 millones en el 2001) y para otras contribuciones complementarias. Considerando la valoración actuarial, el BCE realizó una contribución complementaria de 10,5 millones de euros en el 2002. El BCE está obligado a contribuir al plan de pensiones con un 16,5% de los salarios de los empleados.

26 Gastos de administración

Este epígrafe incluye todos los gastos corrientes relativos al arrendamiento de edificios, mantenimiento de instalaciones, bienes y equipos de naturaleza no capitalizable, honorarios profesionales y otros servicios y suministros, además de gastos relacionados con el personal, como contratación, mudanza, instalación, formación y aquellos relacionados con la terminación del contrato.

Respecto del ejercicio anterior, la disminución neta de los gastos de administración se debe, fundamentalmente, a los honorarios adicionales de consultoría abonados en el 2001 en relación con la Campaña de Información Euro 2002.

27 Gastos de producción de billetes

En el 2001, y en relación con el proceso de introducción del euro, se llevó a cabo la activación de los costes relativos a la producción de una reserva de contingencia de billetes en

euros para el Eurosistema, pendiente de la asignación de dicha reserva a los BCN a precio de coste, según fuese solicitado. Con posterioridad a la introducción del euro, el Consejo de Gobierno del BCE decidió que el volumen restante de billetes debía constituir la base de una reserva estratégica del Eurosistema, por lo que estos costes, así como otros incurridos en el 2002, figuran ahora como gastos. El resto de los costes corres-

pondientes a la creación de las reservas estratégicas del Eurosistema fueron sufragados por los BCN.

El Consejo de Gobierno decidió que la distribución provisional a los BCN de los ingresos del BCE procedentes de la asignación de los billetes en euros en el Eurosistema debía calcularse restándole el importe de este gasto.

Presidente y Consejo de Gobierno
del Banco Central Europeo

Fráncfort del Meno

Hemos auditado las cuentas anuales adjuntas del Banco Central Europeo a 31 de diciembre de 2002. El Comité Ejecutivo del Banco Central Europeo es responsable de la preparación de estas cuentas. Nuestra responsabilidad es expresar una opinión sobre las mismas basada en nuestra auditoría.

Hemos realizado la auditoría de acuerdo con normas internacionales de auditoría. Conforme a dichas normas hemos de proyectar y realizar la auditoría de forma que nos permita concluir fundadamente que las cuentas anuales no contienen errores sustanciales. Una auditoría incluye el examen, basado en un muestreo representativo, de los datos relativos a los importes y a la información contenidos en las cuentas, así como una valoración de los principios contables utilizados y de las estimaciones significativas hechas por la dirección, además de una evaluación de la presentación general de las cuentas anuales. Consideramos que la auditoría que hemos llevado a cabo constituye un fundamento sólido para emitir nuestra opinión.

A nuestro parecer, las cuentas anuales adjuntas, que han sido preparadas de acuerdo con las normas contables establecidas en la primera parte de las notas a las cuentas del Banco Central Europeo, ofrecen una imagen fiel de la situación financiera del Banco Central Europeo a 31 de diciembre de 2002 y del resultado de sus operaciones durante el período comprendido entre el 1 de enero y el 31 de diciembre de 2002.

Fráncfort del Meno, 12 de marzo de 2003

PricewaterhouseCoopers

GmbH
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

[Firmado]
(Wagener)
Wirtschaftsprüfer

[Firmado]
(Roennberg)
Wirtschaftsprüfer

Nota sobre la distribución de beneficios

Esta nota no forma parte de los estados financieros del BCE del ejercicio 2002 y sólo se publica en el Informe Anual con fines informativos.

Distribución de beneficios

Ingresos relacionados con la emisión de billetes del BCE

Con arreglo a lo establecido en una decisión del Consejo de Gobierno de 19 de diciembre de 2002, el 3 de enero de 2003 se distribuyó a los BCN, de acuerdo con sus respectivas participaciones en el capital del BCE, una cantidad de 606 millones de euros, en la que se incluye la parte relativa a los ingresos relacionados con la participación del BCE en el total de billetes en euros en circulación.

Asignación al fondo general de reservas

De acuerdo con el artículo 33 de los Estatutos del SEBC, el beneficio neto del BCE se aplicará de la siguiente manera:

- Una cantidad, a determinar por el Consejo de Gobierno, que no puede exceder del 20% del beneficio neto, se transferirá al fondo general de reserva, con un límite igual al 100% del capital.
- El beneficio neto restante se distribuirá entre los accionistas del BCE en proporción a sus acciones desembolsadas.

De conformidad con dicho artículo, el Consejo de Gobierno decidió, el 20 de marzo de 2003, no realizar transferencia alguna al fondo general de reserva y distribuir la cantidad restante de 614 millones de euros a los BCN de la zona del euro en proporción al capital desembolsado por cada uno de ellos.

Los BCN no pertenecientes a la zona del euro no tienen derecho a recibir parte alguna de los beneficios del BCE.

	2002 €	2001 €
Beneficio del ejercicio	1.220.454.254	1.821.819.922
Ingresos procedentes de la emisión de billetes del BCE distribuidos a los BCN	(606.000.000)	0
Beneficio del ejercicio tras la distribución de los ingresos procedentes de la emisión de billetes del BCE	614.454.254	1.821.819.922
Asignación al fondo general de reserva	0	(364.363.984)
Beneficios distribuibles	614.454.254	1.457.455.938
Distribución a los BCN	(614.454.254)	(1.457.455.938)
Total	0	0

Balance consolidado del Eurosistema a 31 de diciembre de 2002

(millones de euros)

Activo	31 diciembre 2002	31 diciembre 2001
1 Oro y derechos en oro	130.739	126.801
2 Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	234.486	264.986
2.1 Activos frente al FMI	31.305	32.008
2.2 Depósitos, valores, préstamos y otros activos exteriores	203.181	232.978
3 Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	19.823	24.804
4 Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	4.190	5.707
4.1 Depósitos, valores y préstamos	4.190	5.707
4.2 Activos procedentes de la facilidad de crédito prevista en el MTC II	0	0
5 Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro en relación con operaciones de política monetaria	227.654	203.597
5.1 Operaciones principales de financiación	180.000	142.000
5.2 Operaciones de financiación a plazo más largo	45.000	60.000
5.3 Operaciones de ajuste	0	0
5.4 Operaciones estructurales	0	0
5.5 Facilidad marginal de crédito	2.621	1.573
5.6 Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	33	24
6 Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	147	488
7 Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro *	27.828	24.417
8 Créditos en euros a las Administraciones Públicas	44.486	67.722
9 Otros activos	105.808	95.567
Total activo	795.161	814.089

Debido al redondeo, los totales y subtotales pueden no cuadrar.

* Parte de la variación se debe a la normativa contable del BCE que se explica detalladamente en la nota 4 de las cuentas anuales del BCE.

Pasivo	31 diciembre 2002	31 diciembre 2001
1 Billetes en circulación	371.866	269.558
2 Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro en relación con operaciones de política monetaria	133.565	148.072
2.1 Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	133.495	147.580
2.2 Facilidad de depósito	70	488
2.3 Depósitos a plazo	0	0
2.4 Operaciones de ajuste	0	0
2.5 Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	0	4
3 Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	15	37.159
4 Certificados de deuda emitidos	2.029	2.939
5 Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	46.197	51.277
5.1 Administraciones públicas	41.123	44.970
5.2 Otros pasivos	5.074	6.307
6 Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	8.813	9.446
7 Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	1.125	2.524
8 Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona euro	18.588	20.227
8.1 Depósitos y otros pasivos	18.588	20.227
8.2 Pasivos derivados de la facilidad de crédito prevista en el MTC II	0	0
9 Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	6.340	6.967
10 Otros pasivos	59.702	77.181
11 Cuentas de revalorización	82.615	125.397
12 Capital y reservas	64.306	63.342
Total pasivo	795.161	814.089

Instrumentos jurídicos adoptados por el Banco Central Europeo en el año 2002

En esta lista figuran los instrumentos jurídicos de carácter vinculante adoptados por el BCE en el año 2002 y publicados en el Diario Oficial de las Comunidades Europeas¹. Estos y otros instrumentos jurídicos adoptados por la institución y publicados en el Diario Oficial se encuentran a disposición de los interesados en la Oficina de Publicaciones Oficiales de las Comunidades Europeas. Para obtener un lis-

tado de los instrumentos jurídicos adoptados por el BCE desde su creación, consulte la dirección del BCE en Internet (www.ecb.int).

¹ De conformidad con el punto 38 del artículo 2 de Tratado de Niza, que modifica el artículo 254 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, el Diario Oficial de las Comunidades Europeas ha cambiado su nombre, a partir de la entrada en vigor del Tratado de Niza, por el de Diario Oficial de la Unión Europea.

Número	Título	Publicación
BCE/2002/1	Orientación del Banco Central Europeo, de 27 de febrero de 2002, por la que se modifica la Orientación BCE/2001/3 sobre el sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real (TARGET)	DO L 67, 9.3.2002, pp. 74 – 76
BCE/2002/2	Orientación del Banco Central Europeo, de 7 de marzo de 2002, por la que se modifica la Orientación BCE/2000/7 sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema	DO L 185, 15.7.2002, pp. 1 – 78
BCE/2002/3	Reglamento del Banco Central Europeo, de 18 de abril de 2002, por el que se modifica el Reglamento BCE/1998/15 relativo a la aplicación de las reservas mínimas	DO L 106, 23.4.2002, pp. 9 – 10
BCE/2002/4	Reglamento del Banco Central Europeo, de 6 de junio de 2002, por el que se corrige el Reglamento BCE/2001/13 relativo al balance consolidado del sector de las instituciones financieras monetarias	DO L 151, 11.6.2002, p. 11
BCE/2002/5	Orientación del Banco Central Europeo, de 30 de julio de 2002, relativa a determinadas exigencias de información estadística del Banco Central Europeo y los procedimientos de presentación de información estadística por los bancos centrales nacionales en el ámbito de las estadísticas monetarias y bancarias	DO L 220, 15.8.2002, pp. 67 – 71
BCE/2002/6	Orientación del Banco Central Europeo, de 26 de septiembre de 2002, sobre las normas mínimas que deben observar el Banco Central Europeo y los bancos centrales nacionales al realizar operaciones de política monetaria y operaciones de cambio de divisas con las reservas exteriores del BCE y al gestionar los activos exteriores de reserva del BCE	DO L 270, 8.10.2002, pp. 14 – 16
BCE/2002/7	Orientación del Banco Central Europeo, de 21 de noviembre de 2002, sobre las exigencias de información estadística del Banco Central Europeo en materia de cuentas financieras trimestrales	DO L 334, 11.12.2002, pp. 24 – 44
BCE/2002/8	Reglamento del Banco Central Europeo, de 21 de noviembre de 2002, por el que se modifica el Reglamento BCE/2001/13 relativo al balance consolidado del sector de las instituciones financieras monetarias	DO L 330, 6.12.2002, pp. 29 – 32

Número	Título	Publicación
BCE/2002/9	Decisión del Banco Central Europeo, de 21 de noviembre de 2002, sobre la distribución entre los bancos centrales nacionales de los Estados miembros participantes de los ingresos del Banco Central Europeo por billetes en euros en circulación	DO L 323, 28.11.2002, pp. 49 – 50
BCE/2002/10	Orientación del Banco Central Europeo, de 5 de diciembre de 2002, sobre el régimen jurídico de la contabilidad y la elaboración de informes financieros en el Sistema Europeo de Bancos Centrales	DO L 58, 3.3.2003, pp.1 – 37
BCE/2002/11	Decisión del Banco Central Europeo, de 5 de diciembre de 2002, sobre las cuentas anuales del Banco Central Europeo	DO L 58, 3.3.2003, pp. 38 – 59
BCE/2002/12	Decisión del Banco Central Europeo, de 19 de diciembre de 2002, sobre la aprobación del volumen de emisión de moneda metálica en 2003	DO L 358, 31.12.2002, pp. 144 – 145
BCE/2002/13	Recomendación del Banco Central Europeo, de 19 de diciembre de 2002, al Consejo de la Unión Europea sobre los auditores externos del Banco Central Europeo y del Suomen Pankki	DO C 331, 21.12.2002 pp. 56

Documentos publicados por el Banco Central Europeo

Esta lista facilita información a los lectores sobre una selección de documentos publicados por el Banco Central Europeo. Las publicaciones se pueden obtener gratuitamente, solicitándolas a la División de Prensa e Información mediante petición escrita a la dirección postal que figura en la contraportada.

La lista completa de los documentos publicados por el Instituto Monetario Europeo se encuentra en la dirección del BCE en Internet (www.ecb.int).

Informe Anual

“Informe Anual 1998”, abril 1999.

“Informe Anual 1999”, abril 2000.

“Informe Anual 2000”, mayo 2001.

“Informe Anual 2001”, abril 2002.

Informe de Convergencia

“Informe de Convergencia 2000”, mayo 2000.

“Informe de Convergencia 2002”, mayo 2002.

Boletín Mensual

Artículos publicados a partir de enero de 1999:

“El área del euro al inicio de la Tercera Etapa”, enero 1999.

“La estrategia de política monetaria del Eurosistema orientada hacia la estabilidad”, enero 1999.

“Los agregados monetarios en el área del euro y su papel en la estrategia de política monetaria del Eurosistema”, febrero 1999.

“El papel de los indicadores de coyuntura en el análisis de la evolución de los precios en el área del euro”, abril 1999.

“El sector bancario en el área del euro: características estructurales y tendencias”, abril 1999.

“El marco operativo del Eurosistema: descripción y primera evaluación”, mayo 1999.

“La aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento”, mayo 1999.

“Evolución a largo plazo y variaciones cíclicas de los principales indicadores económicos de los países de la zona del euro”, julio 1999.

“El marco institucional del Sistema Europeo de Bancos Centrales”, julio 1999.

“El papel internacional del euro”, agosto 1999.

“Los balances de las Instituciones Financieras Monetarias de la zona del euro a principios de 1999”, agosto 1999.

“Diferenciales de inflación en una unión monetaria”, octubre 1999.

“Los preparativos del SEBC para el año 2000”, octubre 1999.

“Políticas orientadas a la estabilidad y evolución de los tipos de interés reales a largo plazo en los años noventa”, noviembre 1999.

“El sistema TARGET y los pagos en euros”, noviembre 1999.

“Instrumentos jurídicos del Banco Central Europeo”, noviembre 1999.

“La zona del euro un año después de la introducción de la nueva moneda: principales características y cambios en la estructura financiera”, enero 2000.

“Las reservas exteriores y las operaciones del Eurosistema”, enero 2000.

“El Eurosistema y el proceso de ampliación de la UE”, febrero 2000.

“El proceso de consolidación en el sector de la liquidación de valores”, febrero 2000.

“Tipos de cambio efectivos nominales y reales del euro”, abril 2000.

“La UEM y la supervisión bancaria”, abril 2000.

“El contenido informativo de los tipos de interés y de sus derivados para la política monetaria”, mayo 2000.

“Evolución y características estructurales de los mercados de trabajo de la zona del euro”, mayo 2000.

“Cambio al procedimiento de subasta a tipo de interés variable en las operaciones principales de financiación”, julio 2000.

“La transmisión de la política monetaria en la zona del euro”, julio 2000.

“El envejecimiento de la población y la política fiscal en la zona del euro”, julio 2000.

“Indicadores de precios y costes de la zona del euro: panorámica general”, agosto 2000.

“El comercio exterior de la economía de la zona del euro: principales características y tendencias recientes”, agosto 2000.

“Crecimiento del producto potencial y brechas de producción: concepto, utilización y estimación”, octubre 2000.

“Relaciones del BCE con las instituciones y organismos de la Comunidad Europea”, octubre 2000.

“Los dos pilares de la estrategia de política monetaria del BCE”, noviembre 2000.

“Cuestiones suscitadas por la aparición del dinero electrónico”, noviembre 2000.

“La zona del euro tras la integración de Grecia”, enero 2001.

“Formulación de la política monetaria en un entorno de incertidumbre”, enero 2001.

“Relaciones del BCE con los organismos y foros internacionales”, enero 2001.

“Características de la financiación empresarial en la zona del euro”, febrero 2001.

“Hacia un nivel de servicio uniforme para los pagos al por menor en la zona del euro”, febrero 2001.

“La política de comunicación del Banco Central Europeo”, febrero 2001.

“Evaluación de las estadísticas económicas generales de la zona del euro”, abril 2001.

“El sistema de activos de garantía del Eurosistema”, abril 2001.

“La introducción de los billetes y monedas en euros”, abril 2001.

“Marco conceptual e instrumentos del análisis monetario”, mayo 2001.

“El nuevo marco para la adecuación de los recursos propios: el enfoque del BCE”, mayo 2001.

“Financiación e inversión financiera de los sectores no financieros de la zona del euro”, mayo 2001.

“Nuevas tecnologías y productividad en la zona del euro”, julio 2001.

“Medidas de la inflación subyacente en la zona del euro”, julio 2001.

“Política fiscal y crecimiento económico”, agosto 2001.

“Reformas de los mercados de productos en la zona del euro”, agosto 2001.

“La consolidación de las entidades de contrapartida central en la zona del euro”, agosto 2001.

“Cuestiones relativas a las reglas de política monetaria”, octubre 2001.

“Características de las pujas presentadas por las entidades de contrapartida en las operaciones regulares de mercado abierto del Eurosistema”, octubre 2001.

“El canje del efectivo en euros en los mercados fuera de la zona del euro”, octubre 2001.

“El contenido informativo de los indicadores sintéticos del ciclo económico de la zona del euro”, noviembre 2001.

“El marco de política económica de la UEM”, noviembre 2001.

“Los fundamentos económicos y el tipo de cambio del euro”, enero 2002.

“Preparativos de los billetes en euros: desde la puesta en circulación hasta el período posterior a su emisión”, enero 2002.

“El mercado de valores y la política monetaria”, febrero 2002.

- “Evolución reciente de la cooperación internacional”, febrero 2002.
- “Funcionamiento de los estabilizadores fiscales automáticos en la zona del euro”, abril 2002.
- “El papel del Eurosistema en los sistemas de pago y de compensación”, abril 2002.
- “Cambios en las estadísticas de los balances y de los tipos de interés de las IFM”, abril 2002.
- “La gestión de la liquidez del BCE”, mayo 2002.
- “Cooperación internacional en materia de supervisión”, mayo 2002.
- “Incidencia del cambio de moneda sobre la evolución de los billetes y monedas en circulación”, mayo 2002.
- “Características del ciclo económico de la zona del euro en los años noventa”, julio 2002.
- “El diálogo del Eurosistema con los países candidatos a la adhesión a la UE”, julio 2002.
- “Evolución de los flujos de inversión directa y de cartera de la zona del euro”, julio 2002.
- “Convergencia de los niveles de precios y competencia en la zona del euro”, agosto 2002.
- “Evolución reciente y riesgos del sector bancario de la zona del euro”, agosto 2002.
- “Ahorro, financiación e inversión en la zona del euro”, agosto 2002.
- “Resultados recientes sobre la transmisión de la política monetaria en la zona del euro”, octubre 2002.
- “Principales características del mercado de repos de la zona del euro”, octubre 2002.
- “La rendición de cuentas del BCE”, noviembre 2002.
- “La transparencia en la política monetaria del BCE”, noviembre 2002.
- “La composición del crecimiento del empleo en la zona del euro en los últimos años”, noviembre 2002.
- “La demanda de efectivo en la zona del euro y el efecto de la introducción del euro”, enero 2003.
- “CLS - Finalidad, concepto e implicaciones”, enero 2003.
- “La relación entre la política monetaria y las políticas fiscales de la zona del euro”, febrero 2003.
- “Regímenes de tipo de cambio para las economías emergentes”, febrero 2003.

Occasional Papers

- 1 “The impact of the euro on money and bond markets”, por J. Santillán, M. Bayle y C. Thygesen, julio 2000.
- 2 “The effective exchange rates of the euro”, por L. Buldorini, S. Makrydakis y C. Thimann, febrero 2002.
- 3 “Estimating the trend of M3 income velocity underlying the reference value for monetary growth”, por C. Brand, D. Gerdesmeier y B. Roffia, mayo 2002.
- 4 “Labour force developments in the euro area since the 1980s”, por V. Genre y R. Gómez-Salvador, julio 2002.
- 5 “The evolution of clearing and central counterparty services for exchange-traded derivatives in the United States and Europe: a comparison”, por D. Russo, T. L. Hart y A. Schönenberger, septiembre 2002.
- 6 “Banking integration in the euro area”, por I. Cabral, F. Dierick y J. Vesala, diciembre 2002.
- 7 “Economic relations with regions neighbouring the euro area in the ‘Euro Time Zone’”, por F. Mazzaferro, A. Mehl, M. Sturm, C. Thimann y A. Winkler, diciembre 2002.

Documentos de trabajo

- 1 “A global hazard index for the world foreign exchange markets”, por V. Brousseau y F. Scacciavillani, mayo 1999.
- 2 “What does the single monetary policy do? A SVAR benchmark for the European Central Bank”, por C. Monticelli y O. Tristani, mayo 1999.
- 3 “Fiscal policy effectiveness and neutrality results in a non-Ricardian world”, por C. Detken, mayo 1999.

- 4 “From the ERM to the euro: new evidence on economic and policy convergence among EU countries”, por I. Angeloni y L. Dedola, mayo 1999.
- 5 “Core inflation: a review of some conceptual issues”, por M. Wynne, mayo 1999.
- 6 “The demand for M3 in the euro area”, por G. Coenen y J. L. Vega, septiembre 1999.
- 7 “A cross-country comparison of market structures in European banking”, por O. de Bandt y E. P. Davis, septiembre 1999.
- 8 “Inflation zone targeting”, por A. Orphanides y V. Wieland, octubre 1999.
- 9 “Asymptotic confidence bands for the estimated autocovariance and autocorrelation functions of vector autoregressive models”, por G. Coenen, enero 2000.
- 10 “On the effectiveness of sterilized foreign exchange intervention”, por R. Fatum, febrero 2000.
- 11 “Is the yield curve a useful information variable for the Eurosystem?”, por J. M. Berk y P. van Bergeijk, febrero 2000.
- 12 “Indicator variables for optimal policy”, por L. E. O. Svensson y M. Woodford, febrero 2000.
- 13 “Monetary policy with uncertain parameters”, por U. Söderström, febrero 2000.
- 14 “Assessing nominal income rules for monetary policy with model and data uncertainty”, por G. D. Rudebusch, febrero 2000.
- 15 “The quest for prosperity without inflation”, por A. Orphanides, marzo 2000.
- 16 “Estimating the implied distribution of the future short-term interest rate using the Longstaff-Schwartz model”, por P. Hördahl, marzo 2000.
- 17 “Alternative measures of the NAIRU in the euro area: estimates and assessment”, por S. Fabiani y R. Mestre, marzo 2000.
- 18 “House prices and the macroeconomy in Europe: results from a structural VAR analysis”, por M. Iacoviello, abril 2000.
- 19 “The euro and international capital markets”, por C. Decken y P. Hartmann, abril 2000.
- 20 “Convergence of fiscal policies in the euro area”, por O. de Bandt y F. P. Mongelli, mayo 2000.
- 21 “Firm size and monetary policy transmission: evidence from German business survey data”, por M. Ehrmann, mayo 2000.
- 22 “Regulating access to international large-value payment systems”, por C. Holthausen y T. Rønde, junio 2000.
- 23 “Escaping Nash inflation”, por In-Koo Cho y T. J. Sargent, junio 2000.
- 24 “What horizon for price stability”, por F. Smets, julio 2000.
- 25 “Caution and conservatism in the making of monetary policy”, por P. Schellekens, julio 2000.
- 26 “Which kind of transparency? On the need for clarity in monetary policy-making”, por B. Winkler, agosto 2000.
- 27 “This is what the US leading indicators lead”, por M. Camacho y G. Pérez-Quirós, agosto 2000.
- 28 “Learning, uncertainty and central bank activism in a economy with strategic interactions”, por M. Ellison y N. Valla, agosto 2000.
- 29 “The sources of unemployment fluctuations: an empirical application to the Italian case”, por S. Fabiani, A. Locarno, G. Oneto y P. Sestito, septiembre 2000.
- 30 “A small estimated euro area model with rational expectations and nominal rigidities”, por G. Coenen y V. Wieland, septiembre 2000.
- 31 “The disappearing tax base: Is foreign direct investment eroding corporate income taxes?”, por R. Gropp y K. Kostial, septiembre 2000.
- 32 “Can indeterminacy explain the short-run non-neutrality of money?”, por F. De Fiore, septiembre 2000.
- 33 “The information content of M3 for future inflation in the euro area”, por C. Trecroci y J. L. Vega, octubre 2000.
- 34 “Capital market development, corporate governance and the credibility of exchange rate pegs”, por O. Castrén y T. Takalo, octubre 2000.

- 35 “Systemic Risk: A survey”, por O. de Bandt y P. Hartmann, noviembre 2000.
- 36 “Measuring core inflation in the euro area”, por C. Morana, noviembre 2000.
- 37 “Business fixed investment: evidence of a financial accelerator in Europe”, por P. Vermeulen, noviembre 2000.
- 38 “The optimal inflation tax when taxes are costly to collect”, por F. De Fiore, noviembre 2000.
- 39 “A money demand system for euro area M3”, por C. Brand y N. Cassola, noviembre 2000.
- 40 “Financial structure and the interest rate channel of ECB monetary policy”, por B. Mojon, noviembre 2000.
- 41 “Why adopt transparency? The publication of central bank forecasts”, por P. M. Geraats, enero 2001.
- 42 “An area-wide model (AWM) for the euro area”, por G. Fagan, J. Henry y R. Mestre, enero 2001.
- 43 “Sources of economic renewal: from the traditional firm to the knowledge firm”, por D. Rodríguez Palenzuela, febrero 2001.
- 44 “The supply and demand for Eurosystem deposits – The first 18 months”, por U. Bindseil y F. Seitz, febrero 2001.
- 45 “Testing the rank of the Hankel Matrix: A statistical approach”, por G. Camba-Méndez y G. Kapetanios, marzo 2001.
- 46 “A two-factor model of the German term structure of interest rates”, por N. Cassola y J. B. Luis, marzo 2001.
- 47 “Deposit insurance and moral hazard; does the counterfactual matter?”, por R. Gropp y J. Vesala, marzo 2001.
- 48 “Financial market integration in Europe: on the effects of EMU on the stock markets”, por M. Fratzscher, marzo 2001.
- 49 “Business cycle and monetary policy analysis in a structural sticky-price model of the euro area”, por M. Casares, marzo 2001.
- 50 “Employment and productivity growth in service and manufacturing sectors in France, Germany and the US”, por T. von Wachter, marzo 2001.
- 51 “The functional form of the demand for euro area M1”, por L. Stracca, marzo 2001.
- 52 “Are the effects of monetary policy in the euro area greater in recessions than in booms?”, por G. Peersman y F. Smets, marzo 2001.
- 53 “An evaluation of some measures of core inflation for the euro area”, por J. L. Vega y M. A. Wynne, abril 2001.
- 54 “Assessment criteria for output gap estimates”, por G. Camba-Méndez y D. Rodríguez Palenzuela, abril 2001.
- 55 “Modelling the demand for loans to the private sector in the euro area”, por A. Calza, G. Garner y J. Sousa, abril 2001.
- 56 “Stabilization policy in a two country model and the role of financial frictions”, por E. Faia, abril 2001.
- 57 “Model-based indicators of labour market rigidity”, por S. Fabiani y D. Rodríguez Palenzuela, abril 2001.
- 58 “Business cycle asymmetries in stock returns: evidence from higher order moments and conditional densities”, por G. Pérez-Quirós y A. Timmermann, abril 2001.
- 59 “Uncertain potential output: implications for monetary policy”, por M. Ehrmann y F. Smets, abril 2001.
- 60 “A multi-country trend indicator for euro area inflation: computation and properties”, por E. Angelini, J. Henry y R. Mestre, abril 2001.
- 61 “Diffusion index-based inflation forecasts for the euro area”, por E. Angelini, J. Henry y R. Mestre, abril 2001.
- 62 “Spectral based methods to identify common trends and common cycles”, por G. C. Méndez y G. Kapetanios, abril 2001.

- 63 “Does money lead inflation in the euro area?”, por S. Nicoletti Altimari, mayo 2001.
- 64 “Exchange rate volatility and euro area imports”, por R. Anderton y F. Skudelny, mayo 2001.
- 65 “A system approach for measuring the euro area NAIRU”, por S. Fabiani y R. Mestre, mayo 2001.
- 66 “Can short-term foreign exchange volatility be predicted by the Global Hazard Index?”, por V. Brousseau y F. Scacciavillani, junio 2001.
- 67 “The daily market for funds in Europe: Has something changed with the EMU?”, por G. Pérez-Quirós y H. Rodríguez Mendizábal, junio 2001.
- 68 “The performance of forecast-based monetary policy rules under model uncertainty”, por A. Levin, V. Wieland y J. C. Williams, julio 2001.
- 69 “The ECB monetary policy strategy and the money market”, por V. Gaspar, G. Pérez-Quirós y J. Sicilia, julio 2001.
- 70 “Central bank forecasts of liquidity factors: Quality, publication and the control of the overnight rate”, por U. Bindseil, julio 2001.
- 71 “Asset market linkages in crisis periods”, por P. Hartmann, S. Straetmans y C. G. de Vries, julio 2001.
- 72 “Bank concentration and retail interest rates”, por S. Corvoisier y R. Gropp, julio 2001.
- 73 “Interbank lending and monetary policy transmission – evidence for Germany”, por M. Ehrmann y A. Worms, julio 2001.
- 74 “Interbank market integration under asymmetric information”, por X. Freixas y C. Holthausen, agosto 2001.
- 75 “Value at risk models in finance”, por S. Manganelli y R. F. Engle, agosto 2001.
- 76 “Rating agency actions end the pricing of debt and equity of European banks: What can we infer about private sector monitoring of bank soundness?”, por R. Gropp y A. J. Richards, agosto 2001.
- 77 “Cyclically adjusted budget balances: An alternative approach”, por C. Bouthevillain, P. Cour-Thimann, G. van den Dool, P. Hernández de Cos, G. Langenus, M. Mohr, S. Momigliano y M. Tujula, septiembre 2001.
- 78 “Investment and the monetary policy in the euro area”, por B. Mojon, F. Smets y P. Vermeulen, septiembre 2001.
- 79 “Does liquidity matter? Properties of a synthetic divisia monetary aggregate in the euro area”, por L. Stracca, octubre 2001.
- 80 “The microstructure of the euro money market”, por P. Hartmann, M. Manna y A. Manzanares, octubre 2001.
- 81 “What can changes in structural factors tell us about unemployment in Europe?”, por J. Morgan y A. Mourougane, octubre 2001.
- 82 “Economic forecasting: some lessons from recent research”, por D. Hendry y M. P. Clements, octubre 2001.
- 83 “Chi-squared tests of interval and density forecasts, and the Bank of England’s fan charts”, por K. F. Wallis, noviembre 2001.
- 84 “Data uncertainty and the role of money as an information variable for monetary policy”, por G. Coenen, A. Levin y V. Wieland, noviembre 2001.
- 85 “Determinants of the euro real effective exchange rate: a BEER/PEER approach”, por F. Maeso-Fernández, C. Osbat y B. Schnatz, noviembre 2001.
- 86 “Rational expectations and near rational alternatives: how best to form expectations”, por M. Beeby, S. G. Hall y S. B. Henry, noviembre 2001.
- 87 “Credit rationing, output gap and business cycles”, por F. Boissay, noviembre 2001.
- 88 “Why is it so difficult to beat the random walk forecast of exchanges rates?”, por L. Kilian y M. P. Taylor, noviembre 2001.
- 89 “Monetary policy and fears of financial instability”, por V. Brousseau y C. Detken, noviembre 2001.

- 90 “Public pensions and growth”, por S. Lambrecht, P. Michel y J.-P. Vidal, noviembre 2001.
- 91 “The monetary transmission mechanism in the euro area: more evidence from VAR analysis”, por G. Peersman y F. Smest, diciembre 2001.
- 92 “A VAR description of the effects of the monetary policy in the individual countries of the euro area”, por B. Mojon y G. Peersman, diciembre 2001.
- 93 “The monetary transmission mechanism at the euro-area level: issues and results using structural macroeconomic models”, por P. McAdam y J. Morgan, diciembre 2001.
- 94 “Monetary policy transmission in the euro area: what do aggregate and national structural models tell us?”, por P. van Els, A. Locarno, J. Morgan y J.-P. Villetelle, diciembre 2001.
- 95 “Some stylised facts on the euro area business cycle”, por A.-M. Agresti y B. Mojon, diciembre 2001.
- 96 “The reaction of the bank lending to monetary policy measures in Germany”, por A. Worms, diciembre 2001.
- 97 “Asymmetries in bank lending behaviour: Austria during the 1990’s”, por S. Kaufmann, diciembre 2001.
- 98 “The credit channel in the Netherlands: evidence from bank balance sheets”, por L. De Haan, diciembre 2001.
- 99 “Is there a bank lending channel of monetary policy in Spain?”, por I. Hernando y J. Martínez-Pagés, diciembre 2001.
- 100 “Transmission of monetary policy shocks in Finland: evidence from bank level data on loans”, por J. Topi y J. Vilmunen, diciembre 2001.
- 101 “Monetary policy and bank lending in France: are there asymmetries?”, por C. Loupias, F. Savignac y P. Sevestre, diciembre 2001.
- 102 “The bank lending channel of monetary policy: identification and estimation using Portuguese micro bank data”, por L. Farinha y C. Robalo Marques, diciembre 2001.
- 103 “Bank-specific characteristics and monetary policy transmission: the case of Italy”, por L. Gambacorta, diciembre 2001.
- 104 “Is there a bank lending channel of monetary policy in Greece? Evidence from bank level data”, por S. N. Brissimis, N. C. Kamberoglou y G. T. Simigiannis, diciembre 2001.
- 105 “Financial systems and the role of banks in monetary policy transmission in the euro area”, por M. Ehrmann, L. Gambacorta, J. Martínez-Pagés, P. Sevestre, y A. Worms, diciembre 2001.
- 106 “Investment, the cost of capital, and monetary policy in the nineties in France: a panel data investigation”, por J.-B. Chatelain y A. Tiomo, diciembre 2001.
- 107 “The interest rate and credit channel in Belgium: an investigation with micro-level firm data”, por P. Butzen, C. Fuss y P. Vermeulen, diciembre 2001.
- 108 “Credit channel and investment behaviour in Austria: a micro-econometric approach”, por M. Valderrama, diciembre 2001.
- 109 “Monetary transmission in Germany: new perspectives on financial constraints and investment spending”, por U. von Kalckreuth, diciembre 2001.
- 110 “Does monetary policy have asymmetric effects? A look at the investment decisions of Italian firms”, por E. Gaiotti y A. Generale, diciembre 2001.
- 111 “Monetary transmission: empirical evidence from Luxembourg firm level data”, por P. Lünemann y Thomas Mathä, diciembre 2001.
- 112 “Firm investment and monetary transmission in the euro area”, por J.-B. Chatelain, A. Generale, I. Hernando, U. von Kalckreuth y P. Vermeulen, diciembre 2001.
- 113 “Financial frictions and the monetary transmission mechanism: theory, evidence and policy implications”, por C. Bean, J. Larsen y K. Nikolov, enero 2002.
- 114 “Monetary transmission in the euro area: where do we stand?”, por I. Angeloni, A. Kashyap, B. Mojon y D. Terlizzese, enero 2002.
- 115 “Monetary policy rules, macroeconomic stability and inflation: a view from the trenches”, por A. Orphanides, diciembre 2001.

- I16 “Rent indices for housing in west Germany 1985 to 1998”, por J. Hoffmann y C. Kurz, enero 2002.
- I17 “Hedonic house prices without characteristic: the case of new multiunit housing”, por O. Bover y P. Velilla, enero 2002.
- I18 “Durable good, price indexes and quality change: an application to automobile prices in Italy, 1988-1998”, por G. M. Tomat, enero 2002.
- I19 “Monetary policy and the stock market in the euro area”, por N. Cassola y C. Morana, enero 2002.
- I20 “Learning stability in economics with heterogeneous agents”, por S. Honkapohja y K. Mitra, enero 2002.
- I21 “Natural rate doubts”, por A. Beyer y R. E. A. Farmer, febrero 2002.
- I22 “New technologies and productivity growth in the euro area”, por F.Vijselaar y R. Albers, febrero 2002.
- I23 “Analysing and combining multiple credit assessments of financial institutions”, por E. Tabakis y A. Vinci, febrero 2002.
- I24 “Monetary policy, expectations and commitment”, por G. W. Evans y S. Honkapohja, febrero 2002.
- I25 “Duration, volume and volatility impact of trades”, por S. Manganelli, febrero 2002.
- I26 “Optimal contracts in dynamic costly state verification model”, por C. Monnet y E. Quintin, febrero 2002.
- I27 “Performance of monetary policy with internal central bank forecasting”, por S. Honkapohja y K. Mitra, febrero 2002.
- I28 “Openness, imperfect exchange rate pass-through and monetary policy”, por F. Smets y R. Wouters, marzo 2002.
- I29 “Non-standard central bank loss functions, skewed risks and certainty equivalence”, por A. al-Nowaihi y L. Stracca, marzo 2002.
- I30 “Harmonized indexes of consumer prices: their conceptual foundations”, por E. Diewert, marzo 2002.
- I31 “Measurement bias in the HIPC: what do we know, and what do we need to know?”, por M. A. Wynne y D. Rodríguez-Palenzuela, marzo 2002.
- I32 “Inflation dynamics and dual inflation in accession countries: a ‘new Keynesian’ perspective”, por O. Arratibel, D. Rodríguez-Palenzuela y C. Thimann, marzo 2002.
- I33 “Can confidence indicators be useful to predict short term real GDP growth”, por A. Mourougane y M. Roma, marzo 2002.
- I34 “The cost of private transportation in the Netherlands, 1992 – 1999”, por B. Bode y J. Van Dalen, marzo 2002.
- I35 “The optimal mix of taxes on money, consumption and income”, por F. De Fiore y P. Teles, abril 2002.
- I36 “Retail bank interest rate pass-through: new evidence at the euro area level”, por G. de Bondt, abril 2002.
- I37 “Equilibrium bidding in the Eurosystem’s open market operations”, por U. Bindseil, abril 2002.
- I38 “‘New’ views on the optimum currency area theory: what is EMU telling us?”, por F. P. Mongelli, abril 2002.
- I39 “On currency crises and contagion”, por M. Fratzscher, abril 2002.
- I40 “Price setting and the steady-state effects of inflation”, por M. Casares, mayo 2002.
- I41 “Asset prices and fiscal balances”, por F. Eschenbach y L. Schuknecht, mayo 2002.
- I42 “Modelling the daily banknotes in circulation in the context of the liquidity management of the European Central Bank”, por A. Cabrero, G. Camba-Mendez, A. Hirsch y F. Nieto, mayo 2002.
- I43 “A nonparametric method for valuing new goods”, por L. Blow y I. Crawford, mayo 2002.

- I44 “A failure in the measurement of inflation: results from a hedonic and matched experiment using scanner data”, por M. Silver y S. Heravi, mayo 2002.
- I45 “Towards a new early warning system of financial crises”, por M. Bussiere y M. Fratzscher, mayo 2002.
- I46 “Competition and stability: what’s special about banking?”, por E. Carletti y P. Hartmann, mayo 2002.
- I47 “Time-to-build approach in a sticky price, sticky wage optimizing monetary model”, por M. Casares, mayo 2002.
- I48 “The functional form of yield curves”, por V. Brousseau, mayo 2002.
- I49 “The Spanish block of the ESCB-multi-country model”, por A. Willman y Á. Estrada, mayo 2002.
- I50 “Equity and bond market signals as leading indicators of bank fragility”, por R. Gropp, J. Vesala y G. Vulpes, junio 2002.
- I51 “G-7 inflation forecasts”, por F. Canova, junio 2002.
- I52 “Short-term monitoring of fiscal policy discipline”, por G. Camba-Méndez y A. Lamo, junio 2002.
- I53 “Euro area production function and potential output: a supply side system approach”, por A. Willman, junio 2002.
- I54 “The euro bloc, the dollar bloc and the yen bloc: how much monetary policy independence can exchange rate flexibility buy in an interdependent world?”, por M. Fratzscher, junio 2002.
- I55 “Youth unemployment in the OECD: demographic shifts, labour market institutions, and macroeconomic shocks”, por J. F. Jimeno y D. Rodríguez-Palenzuela, junio 2002.
- I56 “Identifying endogenous fiscal policy rules for macroeconomic models”, por J. J. Pérez y P. Hiebert, julio 2002.
- I57 “Bidding and performance in repo auctions: evidence from ECB open market operations”, por K. G. Nyborg, U. Bindseil e I. A. Strebulaev, julio 2002.
- I58 “Quantifying embodied technological change”, por P. Sakellaris y D. J. Wilson, julio 2002.
- I59 “Optimal public money”, por C. Monnet, julio 2002.
- I60 “Model uncertainty and the equilibrium value of the real effective euro exchange rate”, por C. Detken, A. Dieppe, J. Henry, C. Marin y F. Smets, julio 2002.
- I61 “The optimal allocation of risks under prospect theory”, por L. Stracca, julio 2002.
- I62 “Public debt asymmetries: the effect on taxes and spending in the European Union”, por S. Krogstrup, agosto 2002.
- I63 “The rationality of consumers’ inflation expectations: survey-based evidence for the euro area”, por M. Forsells y G. Kenny, agosto 2002.
- I64 “Euro area corporate debt securities market: first empirical evidence”, por G. de Bondt, agosto 2002.
- I65 “The industry effects of monetary policy in the euro area”, por G. Peersman y F. Smets, agosto 2002.
- I66 “Monetary and fiscal policy interactions in a micro-founded model of a monetary union”, por R. M. W. J. Beetsma y H. Jensen, agosto 2002.
- I67 “Identifying the effects of monetary policy shocks on exchange rates using high frequency data”, por J. Faust, J. H. Rogers, E. Swanson y J. H. Wright, agosto 2002.
- I68 “Estimating the effects of fiscal policy in OECD countries”, por R. Perotti, agosto 2002.
- I69 “Modeling model uncertainty”, por A. Onatski y N. Williams, agosto 2002.
- I70 “What measure of inflation should a central bank target?”, por G. Mankiw y R. Reis, agosto 2002.
- I71 “An estimated stochastic dynamic general equilibrium model of the euro area”, por F. Smets y R. Wouters, agosto 2002.
- I72 “Constructing quality-adjusted price indices: a comparison of hedonic and discrete choice models”, por N. Jonker, septiembre 2002.

- 173 “Openness and equilibrium determinacy under interest rate rules”, por F. de Fiore y Z. Liu, septiembre 2002.
- 174 “International monetary policy coordination and financial market integration”, por A. Sutherland, septiembre 2002.
- 175 “Monetary policy and the financial accelerator in a monetary union”, por S. Gilchrist, J. O. Hairault y H. Kempf, septiembre 2002.
- 176 “Macroeconomics of international price discrimination”, por G. Corsetti y L. Dedola, septiembre 2002.
- 177 “A theory of the currency denomination of international trade”, por P. Bacchetta y E. van Wincoop, septiembre 2002.
- 178 “Inflation persistence and optimal monetary policy in the euro area”, por P. Benigno y J. D. López-Salido, septiembre 2002.
- 179 “Optimal monetary policy with durable and non-durable goods”, por C. J. Erceg y A. T. Levin, septiembre 2002.
- 180 “Regional inflation in a currency union: fiscal policy vs. fundamentals”, por M. Duarte y A. L. Wolman, septiembre 2002.
- 181 “Inflation dynamics and international linkages: a model of the United States, the euro area and Japan”, por G. Coenen y V. Wieland, septiembre 2002.
- 182 “The information content of real-time output gap estimates, an application to the euro area”, por G. Rünstler, septiembre 2002.
- 183 “Monetary policy in a world with different financial systems”, por E. Faia, octubre 2002.
- 184 “Efficient pricing of large value interbank payment systems”, por C. Holthausen y J.-C. Rochet, octubre 2002.
- 185 “European integration: what lessons for other regions? The case of Latin America”, por E. Dorrucchi, S. Firpo, M. Fratzscher y F. P. Mongelli, octubre 2002.
- 186 “Using money market rates to assess the alternatives of fixed vs. variable rate tenders: the lesson from 1989-1998 data for Germany”, por M. Manna, octubre 2002.
- 187 “A fiscal theory of sovereign risk”, por M. Uribe, octubre 2002.
- 188 “Should central banks really be flexible?”, por H. P. Grüner, octubre 2002.
- 189 “Debt reduction and automatic stabilisation”, por P. Hiebert, J. J. Pérez y M. Rostagno, octubre 2002.
- 190 “Monetary policy and the zero bound to interest rates: a review”, por T. Yates, octubre 2002.
- 191 “The fiscal costs of financial instability revisited”, por L. Schuknecht y F. Eschenbach, noviembre 2002.
- 192 “Is the European Central Bank (and the United States Federal Reserve) predictable?”, por G. Pérez-Quirós y J. Sicilia, noviembre 2002.
- 193 “Sustainability of public finances and automatic stabilisation under a rule of budgetary discipline”, por J. Marín, noviembre 2002.
- 194 “Sensitivity analysis of volatility: a new tool for risk management”, por S. Manganelli, V. Ceci y W. Vecchiato, noviembre 2002.
- 195 “In-sample or out-of-sample tests of predictability: which one should we use?”, por A. Inoue y L. Kilian, noviembre 2002.
- 196 “Bootstrapping autoregressions with conditional heteroskedasticity of unknown form”, por S. Gonçalves y L. Kilian, noviembre 2002.
- 197 “A model of the Eurosystem’s operational framework for monetary policy implementation”, por C. Ewerhart, noviembre 2002.
- 198 “Extracting risk neutral probability densities by fitting implied volatility smiles: some methodological points and an application to the 3M Euribor futures option prices”, por A. B. Andersen y T. Wagener, diciembre 2002.
- 199 “Time variation in the tail behaviour of bunds futures returns”, por T. Werner y C. Upper, diciembre 2002.

- 200 “Interdependence between the euro area and the US: what role for EMU?”, por M. Ehrmann y M. Fratzscher, diciembre 2002.
- 201 “Euro area inflation persistence”, por N. Batini, diciembre 2002.
- 202 “Aggregate loans to the euro area private sector”, por A. Calza, M. Manrique y J. Sousa, enero 2003.
- 203 “Myopic loss aversion, disappointment aversion, and the equity premium puzzle”, por D. Fielding y L. Stracca, enero 2003.
- 204 “Asymmetric dynamics in the correlations of global equity and bond returns”, por L. Capiello, R. F. Engle y K. Sheppard, enero 2003.
- 205 “Real exchange rate in an inter-temporal n-country-model with incomplete markets”, por B. Mercereau, enero 2003.
- 206 “Empirical estimates of reaction functions for the euro area”, por D. Gerdesmeier y B. Roffia, enero 2003.
- 207 “A comprehensive model on the euro overnight rate”, por F. R. Würtz, enero 2003.
- 208 “Do demographic changes affect risk premiums? Evidence from international data”, por A. Ang y A. Maddaloni, enero 2003.
- 209 “A framework for collateral risk control determination”, por D. Cossin, Z. Huang, D. Aunon-Nerin y F. González, enero 2003.
- 210 “Anticipated Ramsey reforms and the uniform taxation principle: the role of international financial markets”, por S. Schmitt-Grohé y M. Uribe, enero 2003.
- 211 “Self-control and savings”, por P. Michel y J. P. Vidal, enero 2003.
- 212 “Modelling the implied probability of stock market movements”, por E. Glatzer y M. Scheicher, enero 2003.
- 213 “Aggregation and euro area Phillips curves”, por S. Fabiani y J. Morgan, febrero 2003.
- 214 “On the selection of forecasting models”, por A. Inoue y L. Kilian, febrero 2003.
- 215 “Budget institutions and fiscal performance in central and eastern European countries”, por H. Gleich, febrero 2003.
- 216 “The admission of accession countries to an enlarged monetary union: a tentative assessment”, por M. Ca’Zorzi y R. A. De Santis, febrero 2003.
- 217 “The role of product market regulations in the process of structural change”, por J. Messina, marzo 2003.
- 218 “The zero-interest-rate bound and the role of the exchange rate for monetary policy in Japan”, por G. Coenen y V. Wieland, marzo 2003.

Otras publicaciones

- “The TARGET service level”, julio 1998.
- “Report on electronic money”, agosto 1998.
- “Assessment of EU securities settlement systems against the standards for their use in ESCB credit operations”, septiembre 1998.
- “Money and banking statistics compilation guide”, septiembre 1998.
- “La política monetaria única en la Tercera Etapa: Documentación general sobre instrumentos y procedimientos de política monetaria del SEBC”, septiembre 1998.
- “Third progress report on the TARGET project”, noviembre 1998.
- “Correspondent central banking model (CCBM)”, diciembre 1998.
- “Payment systems in the European Union: Addendum incorporating 1997 figures”, enero 1999.
- “Possible effects of EMU on the EU banking systems in the medium to long term”, febrero 1999.
- “Euro area monetary aggregates: conceptual reconciliation exercise”, julio 1999.
- “The effects of technology on the EU banking systems”, julio 1999.
- “Payment systems in countries that have applied for membership of the European Union”, agosto 1999.
- “Improving cross-border retail payment services: the Eurosystem’s view”, septiembre 1999.

“Compendium: Recopilación de instrumentos jurídicos, junio de 1998-mayo de 1999”, octubre 1999.

“European Union balance of payments/international investment position statistical methods”, noviembre 1999.

“Estadísticas monetarias y bancarias: Guía de elaboración, Addendum I: Instrumentos del mercado monetario”, noviembre 1999.

“Money and Banking Statistics Sector Manual”, segunda edición, noviembre 1999.

“Report on the legal protection of banknotes in the European Union Member States”, noviembre 1999.

“Correspondent central banking model (CCBM)”, noviembre 1999.

“Cross-border payments in TARGET: A users’ survey”, noviembre 1999.

“Money and Banking Statistics: Series keys for the exchange of balance sheet items time series”, noviembre 1999.

“Money and Banking Statistics: Handbook for the compilation of flow statistics”, diciembre 1999.

“Payment systems in the European Union: Addendum incorporating 1998 figures”, febrero 2000.

“Interlinking: Data dictionary”, versión 2.02, marzo 2000.

“Asset prices and banking stability”, abril 2000.

“EU banks’ income structure”, abril 2000.

“Estadísticas recopiladas y elaboradas por el SEBC”, mayo 2000.

“Correspondent central banking model (CCBM)”, julio 2000.

“Requisitos de información en el ámbito de las estadísticas económicas generales”, agosto 2000.

“Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area”, agosto 2000.

“Improving cross-border retail payment services”, septiembre 2000.

“Statistical treatment of the Eurosystem’s international reserves”, octubre 2000.

“European Union balance of payments/international investment position statistical methods”, noviembre 2000.

“Information guide for credit institutions using TARGET”, noviembre 2000.

“La política monetaria única en la tercera fase: Documentación general sobre los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del Eurosistema”, noviembre 2000.

“EU banks’ margins and credit standards”, diciembre 2000.

“Mergers and acquisitions involving the EU banking industry: facts and implications”, diciembre 2000.

“Annual report on the activities of the Anti-Fraud Committee of the European Central Bank”, enero 2001.

“Cross-border use of collateral: A user’s survey”, febrero 2001.

“Price effects of regulatory reform in selected network industries”, marzo 2001.

“El papel de los bancos centrales en la supervisión prudencial”, marzo 2001.

“Money and banking statistics in the accession countries: Methodological manual”, abril 2001.

“TARGET: Annual report”, mayo 2001.

“A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises”, junio 2001.

“Payment and securities settlement systems in the European Union”, junio 2001.

“Why price stability?”, junio 2001.

“The euro bond market”, julio 2001.

“The euro money market”, julio 2001.

“The euro equity markets”, agosto 2001.

“La política monetaria del BCE”, agosto 2001.

“Monetary analysis: tools and applications”, agosto 2001.

“Review of the international role of the euro”, septiembre 2001.

“The Eurosystem’s policy line with regard to consolidation in central counterparty clearing”, septiembre 2001.

“Provisional list of MFIs of the accession countries (as at the end of December 2000)”, octubre 2001.

“TARGET: the Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system – update 2001”, noviembre 2001.

“European Union balance of payments/international investment position statistical methods”, noviembre 2001.

“Fair value accounting in the banking sector”, noviembre 2001.

“Towards and integrated infrastructure for credit transfers in euro”, noviembre 2001.

“Accession countries: Balance of payments/International investment position statistical methods”, febrero 2002.

“List of Monetary Financial Institutions and institutions subject to minimum reserves”, febrero 2002.

“Labour market mismatches in euro area countries”, marzo 2002.

“Compendium: Recopilación de instrumentos jurídicos, Junio del 1998 - Diciembre de 2001”, marzo 2002.

“Evaluation of the 2002 cash changeover”, abril 2002.

“TARGET Annual Report 2001”, abril 2002.

“La política monetaria única en la zona del euro: Documentación general sobre los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del Eurosistema”, abril 2002.

“Annual report on the activities of the Anti-Fraud Committee of the European Central Bank, covering the period from January 2001 to January 2002”, mayo 2002.

“Developments in banks’ liquidity profile and management”, mayo 2002.

“Criterios de referencia del Eurosistema para la utilización de máquinas recicladoras de efectivo por parte de entidades de crédito y otras entidades establecidas en la zona del euro que participan a título profesional en la selección y distribución y entrega de billetes al público”, mayo 2002.

“Bond markets and long-term interest rates in European Union accession countries”, junio 2002.

“TARGET minimum common performance features of RTGS systems within TARGET as at November 2001”, junio 2002.

“TARGET Interlinking data dictionary as at November 2001”, junio 2002.

“TARGET Interlinking specification as at November 2001”, junio 2002.

“TARGET Interlinking user requirement as at November 2001”, junio 2002.

“Task force on portfolio investment collection systems, Final Report”, junio 2002.

“Measurement issues in European consumer price indices and the conceptual framework of the HICP”, julio 2002.

“Payment and securities settlement systems in the European Union: Addendum incorporating 2000 figures”, julio 2002.

“Financial sectors in EU accession countries”, agosto 2002.

“Payment and securities settlement systems in accession countries”, agosto 2002.

“TARGET Interlinking specification”, noviembre 2002.

“TARGET Interlinking data dictionary”, noviembre 2002.

“Guidance Notes to Regulation ECB/2001/13 on the MFI balance sheet statistics”, noviembre 2002.

“Structural analysis of the EU banking sector”, noviembre 2002.

“European Union balance of payments/international investment position statistical methods”, noviembre 2002.

“Review of the international role of the euro”, diciembre 2002.

“Euro money market study 2001 (MOC)”, diciembre 2002.

“EU banking sector stability”, febrero 2003.

“Review of the foreign exchange market structure”, marzo 2003.

“List of Monetary Financial Institutions and institutions subject to minimum reserves”, febrero 2003.

“Structural factors in the EU housing markets”, marzo 2003.

“List of Monetary Financial Institutions in the accession countries”, marzo 2003.

Folletos Informativos

“TARGET: facts, figures, future”, septiembre 1999.

“EPM: the ECB payment mechanism”, agosto 2000.

“The euro: integrating financial services”, agosto 2000 (agotado).

“TARGET”, agosto 2000 (agotado).

“El Banco Central Europeo”, abril 2001.

“Los billetes y las monedas en euro”, mayo 2001.

“TARGET - update 2001”, julio 2001.

“The euro and the integration of financial services”, septiembre 2001.

“El euro, nuestra moneda”, septiembre 2002.

Anexos

Cronología de las medidas de política monetaria¹

3 de enero de 2002

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,25%, 4,25% y 2,25%, respectivamente. Decide, también, adjudicar 20 mm de euros en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se lleven a cabo en el año 2002. Al fijar este importe, se toman en consideración las necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro previstas para el 2002 y el deseo del Eurosistema de seguir proporcionando la mayor parte de la financiación requerida por el sector financiero a través de sus operaciones principales de financiación. El Consejo de Gobierno podrá modificar dicho importe a lo largo del año si las necesidades de liquidez evolucionan de forma imprevista.

7 de febrero, 7 de marzo, 4 de abril, 2 de mayo, 6 de junio y 4 de julio de 2002

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,25%, 4,25% y 2,25%, respectivamente.

10 de julio de 2002

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el importe que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se lleven a cabo durante el segundo semestre del 2002, de 20 mm de euros a 15 mm de euros. Al fijar este importe, se toman en consideración las necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro previstas para el segundo semestre del 2002, así como el deseo del Eurosistema de seguir proporcionando la mayor parte de la

liquidez a través de sus operaciones principales de financiación.

1 de agosto, 12 de septiembre, 10 de octubre y 7 de noviembre de 2002

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,25%, 4,25% y 2,25%, respectivamente.

5 de diciembre de 2002

El Consejo de Gobierno del BCE decide rebajar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 0,5 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 2,75%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 11 de diciembre de 2002. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 0,5 puntos porcentuales, hasta el 3,75% y el 1,75%, respectivamente, con efectos a partir del 6 de diciembre de 2002.

Decide, además, que el valor de referencia para la tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 se mantenga en el 4,5%.

9 de enero de 2003

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,75%, 3,75% y 1,75%, respectivamente.

¹ La cronología de las medidas de política monetaria adoptadas por el Eurosistema desde el año 1999 al 2001 puede consultarse en las páginas 182 a 186 del Informe Anual del BCE 1999, en las páginas 228 a 231 del Informe Anual del BCE 2000 y en las páginas 238 a 240 del Informe Anual del BCE 2001.

23 de enero de 2003

El Consejo de Gobierno del BCE, a fin de mejorar el marco operativo de la política monetaria, decide aplicar las dos medidas que se exponen a continuación:

En primer lugar, se modificará el calendario de los períodos de mantenimiento de reservas, con lo que cada período empezará siempre el día de liquidación de la operación principal de financiación (OPF) siguiente a la reunión del Consejo de Gobierno en la que esté prevista la valoración mensual de la política monetaria. Asimismo, como regla general, la aplicación de la variación de los tipos correspondientes a las facilidades permanentes coincidirá con el comienzo de un nuevo período de mantenimiento de reservas. En segundo lugar, se acortará la duración de las OPF de dos semanas a una. Está previsto que estas medidas entren en vigor en el primer trimestre del 2004.

En relación con la nota de prensa publicada el 10 de julio de 2002, el Consejo de Gobierno decide mantener en 15 mm de euros el importe que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se llevarán a cabo durante el 2003. Al fijar este importe, se toman en consideración las necesidades de liquidez del sistema bancario

de la zona del euro previstas para el 2003, así como el deseo del Eurosistema de seguir proporcionando la mayor parte de la liquidez a través de sus operaciones principales de financiación.

6 de febrero de 2003

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,75%, 3,75% y 1,75%, respectivamente.

6 de marzo de 2003

El Consejo de Gobierno del BCE decide rebajar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 0,25 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 2,50%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 12 de marzo de 2003. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 0,25 puntos porcentuales, hasta el 3,5% y el 1,5%, respectivamente, con efectos ambos a partir del 7 de marzo de 2003.

Glosario

Acervo comunitario: término utilizado habitualmente para referirse a toda la legislación comunitaria, incluidos los Tratados de la UE, los Reglamentos y las Directivas. Los países que se integren en la UE deberán haber aplicado el *acervo comunitario* que exista en el momento de su adhesión.

Activo de la lista “dos”: activo negociable o no negociable cuyos criterios de selección específicos los establecen los bancos centrales nacionales, previa aprobación del **Banco Central Europeo (BCE)**.

Activo de la lista “uno”: activo negociable que cumple ciertos criterios de selección uniformes para el conjunto de la **zona del euro** establecidos por el **Banco Central Europeo (BCE)**.

Activos de garantía: activos pignorados (v.g. por las **entidades de crédito** con los bancos centrales) como garantía de devolución de los préstamos), así como activos vendidos (v.g. a los bancos centrales por las entidades de crédito) como parte de las **cesiones temporales**.

Acuerdo de corresponsalía: acuerdo por el cual una **entidad de crédito** proporciona servicios de pagos y de otro tipo a otra entidad de crédito. Los pagos efectuados a través de corresponsales se suelen llevar a cabo mediante cuentas recíprocas (cuentas *nostro* y *loro*), a las que se pueden asignar líneas de crédito permanentes. Los servicios de corresponsalía se prestan, fundamentalmente, de forma transfronteriza, pero también en algunos contextos nacionales, donde se les conoce como relaciones de agencia. Una cuenta *loro* es el término empleado por una entidad corresponsal para describir una cuenta abierta a nombre de una entidad de crédito extranjera; por su parte, dicha entidad la considera una cuenta *nostro*.

Administración Central: la administración tal y como se define en el **Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95)**, con exclusión de las Comunidades Autónomas y las Corporaciones Locales (véase **Administraciones Públicas**). Subsector del SEC 95 que comprende todos los órganos administrativos del Estado y otros organismos centrales cuya competencia se extiende normalmente a la totalidad del territorio económico, con excepción de las administraciones de seguridad social.

Administraciones Públicas: tal como se define en el **Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95)**, agrupa a la Administración Central, a las Comunidades Autónomas, a las Corporaciones Locales y a las administraciones de Seguridad Social.

Agente liquidador: institución que gestiona el proceso de liquidación (que implica, por ejemplo, la determinación de las posiciones y la supervisión del intercambio de pagos) en los sistemas de transferencia de fondos o en cualesquiera otros sistemas que requieran liquidación.

Agregados monetarios: el **efectivo en circulación** y el saldo vivo de determinados pasivos de las **instituciones financieras monetarias** y de las administraciones centrales con un grado de liquidez relativamente elevado y mantenido por los residentes en la zona del euro distintos de IFM fuera del sector de la Administración Central. El agregado monetario estrecho **M1** ha sido definido como el efectivo en circulación y los **depósitos a la vista**. El agregado “intermedio” **M2** comprende M1, los **depósitos a plazo** hasta dos años y los **depósitos disponibles con preaviso** hasta tres meses. El agregado monetario amplio **M3** incluye M2, las **cesiones temporales**, las **participaciones en fondos del mercado monetario** e instrumentos del mercado monetario y los **valores de renta fija** hasta dos años emitidos por las IFM. En

octubre de 1998, el **Consejo de Gobierno** anunció un valor de referencia para el crecimiento de M3, que se ha vuelto a confirmar (véase, también, **valor de referencia para el crecimiento monetario**).

Asignación de activos: proceso de distribuir las inversiones en las distintas clases de activos para alcanzar objetivos tales como la optimización de la combinación de riesgo/rendimiento de las carteras.

Asociación Bancaria del Euro (EBA): organización que pretende ser un foro para el estudio y el debate de temas bancarios que interesan a sus miembros y, en concreto, de los relacionados con el uso del **euro** y con la liquidación de operaciones en esta moneda. La EBA creó una sociedad de compensación (*ABE Clearing, Societé par Actions Simplifiée à capital variable*) con el fin de gestionar, a partir del 1 de enero de 1999, la Cámara de compensación del euro (Euro I), sucesora de la Cámara de compensación y liquidación del ECU.

Balance consolidado de las IFM: se obtiene contabilizando en cifras netas las posiciones de las distintas IFM que figuran en su balance agregado (v.g. los depósitos y los préstamos entre las IFM). Proporciona información estadística sobre los activos y pasivos del sector IFM frente a los residentes en la **zona del euro** distintos de IFM (es decir, **Administraciones Públicas** y otros residentes en la zona del euro) y sobre los activos y pasivos exteriores (es decir, los balances frente a los no residentes en la zona del euro). El balance consolidado constituye la principal fuente estadística para el cálculo de los **agregados monetarios** y proporciona la base para el análisis periódico de las contrapartidas de **M3**.

Banco Central Europeo (BCE): el BCE es el núcleo del **Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC)** y del **Eurosistema** y tiene personalidad jurídica propia con arreglo al derecho comunitario. Su cometido es garantizar que se cumplan las funciones encomendadas al Eurosistema y al SEBC, ya sea por medio de sus propias actividades o por medio de los bancos centrales nacionales, de conformidad con los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo. El BCE está regido por el **Consejo de Gobierno** y el **Comité Ejecutivo**, así como por el **Consejo General**, que constituye el tercer órgano rector.

Base de reservas: suma de los elementos computables del balance (en particular, los pasivos) que constituyen la base para calcular las **exigencias de reservas** de una **entidad de crédito**.

Bono simple: bono garantizado solamente por la integridad del prestatario y no por los **activos de garantía**.

Cesión temporal: acuerdo para vender un activo y recomprarlo a un precio determinado en una fecha futura acordada o a solicitud de la otra parte. Este acuerdo es similar a la toma de préstamos con garantía, con la diferencia de que, en el caso de las cesiones, el vendedor no conserva la propiedad de los valores. Las cesiones temporales están incluidas en **M3** en los casos en los que el vendedor es una **institución financiera monetaria (IFM)** y la entidad de contrapartida, un residente en la **zona del euro** distinto de IFM.

Coefficiente de reservas: porcentaje definido por el banco central para cada categoría de pasivos computables incluida en la **base de reservas**. Estos coeficientes se utilizan para calcular las **exigencias de reservas**.

Comisión Europea (Comisión de las Comunidades Europeas): institución de la Comunidad Europea que garantiza la aplicación de las disposiciones del **Tratado**, toma la iniciativa en

cuanto a las políticas comunitarias, propone los actos jurídicos comunitarios y ejerce sus funciones en áreas específicas. En el ámbito de la política económica, la Comisión formula unas orientaciones generales para las políticas económicas de la Comunidad e informa al **Consejo de la UE** sobre la evolución y las políticas económicas. Asimismo, efectúa un seguimiento de las finanzas públicas en el marco de la supervisión multilateral y presenta informes al Consejo. Consta de veinte miembros e incluye dos representantes nacionales de Alemania, España, Francia, Italia y el Reino Unido y uno de cada uno de los restantes Estados miembros.

Comité Económico y Financiero (CEF): órgano consultivo de la Comunidad establecido al inicio de la tercera fase de la **Unión Económica y Monetaria (UEM)**, tras la disolución del Comité Monetario. Los Estados miembros, la **Comisión Europea (Comisión de las Comunidades Europeas)** y el **Banco Central Europeo (BCE)** nombran cada uno no más de dos representantes. Uno de los dos representantes designados por los Estados miembros se seleccionan entre los altos cargos de las respectivas administraciones nacionales y el otro, entre los directivos de los bancos centrales nacionales. El apartado 2 del artículo 114 del **Tratado** contiene una lista de las funciones del Comité Económico y Financiero, entre las que se incluye el seguimiento de la situación económica y financiera de los Estados miembros y de la Comunidad.

Comité Ejecutivo: uno de los órganos rectores del **Banco Central Europeo (BCE)**, compuesto por el presidente, el vicepresidente del BCE y otros cuatro miembros nombrados de común acuerdo por los Jefes de Estado o de Gobierno de los países miembros que han adoptado el **euro**.

Comité de Estadísticas Monetarias, Financieras y de Balanza de Pagos: Este Comité es el foro de coordinación de los expertos en estadística de los institutos nacionales de estadística y de **Eurostat**, por una parte, y de los bancos centrales nacionales y del **Banco Central Europeo (BCE)**, por otra. El Comité fue creado en virtud de la Decisión 91/115/CEE del Consejo (DO L 59, de 6.3.1991, p. 19) y modificado mediante la Decisión 96/174/CE del Consejo (DO L 51, de 1.3.1996, p. 48).

Comité de Política Económica (CPE): órgano consultivo de la Comunidad, que contribuye a preparar las labores del Consejo en cuanto a la coordinación de las políticas económicas de los Estados miembros y de la Comunidad y que asesora a la Comisión y al Consejo. Trabaja en estrecha colaboración con el **Comité Económico y Financiero (CEF)** y centra su atención, principalmente, en las políticas estructurales encaminadas a mejorar el potencial de crecimiento y el empleo de la Comunidad. El Comité, previsto en el artículo 272 del Tratado, fue creado en 1974 en virtud de una Decisión del Consejo. Los Estados miembros, la **Comisión Europea** y el **Banco Central Europeo (BCE)** nombran cada uno de ellos hasta cuatro miembros del Comité, elegidos entre los altos cargos más competentes en materia de la formulación de las políticas económicas y estructurales.

Comité de Reglamentación Contable: establecido para asistir a la **Comisión Europea (Comisión de las Comunidades Europeas)** en la adopción de las **Normas Internacionales de Contabilidad (IAS)**, que, a partir del 2005, formarán la base de los estados financieros consolidados de las sociedades cotizadas en una Bolsa Europea.

Comité de Reguladores Europeos de Valores (CREV): este comité, creado en junio del 2001 en virtud de la recomendación del Informe del Comité de Sabios sobre la regulación de los mercados europeos de valores, está compuesto por representantes de las autoridades públicas que regulan los mercados de valores. Asesora a la **Comisión Europea (Comisión de las**

Comunidades Europeas) en asuntos relacionados con los mercados de valores y desempeña un papel importante en la transposición de la legislación comunitaria en los Estados miembros.

Comitología: se refiere, por lo general, a los procedimientos que rigen las relaciones entre la **Comisión Europea (Comisión de las Comunidades Europeas)** y los comités que prestan asistencia a la Comisión en el ejercicio de las competencias de ejecución que le han sido encomendadas por el **Consejo de la UE**, de conformidad con la legislación comunitaria. Los distintos modelos quedaron establecidos en la Decisión 1999/468/CE del Consejo, de 28 de junio de 1999, por la que se establecen los procedimientos para el ejercicio de las competencias de ejecución atribuidas a la Comisión. El término comitología también se refiere, más concretamente, a los procedimientos de adopción de la legislación de segundo nivel dentro del marco de Lamfalussy, como propuso el Comité de Sabios sobre la regulación de los mercados europeos de valores, según los cuales la Comisión debe presentar ante el comité regulador el borrador de las medidas para la aplicación de los detalles técnicos de la legislación de primer nivel.

Consejo ECOFIN: véase **Consejo de la UE**.

Consejo Europeo: proporciona a la Unión Europea los incentivos necesarios para su desarrollo y define la orientación política general. De él forman parte los Jefes de Estado o de Gobierno de los Estados miembros y el Presidente de la **Comisión Europea (Comisión de las Comunidades Europeas)** (véase, también, **Consejo de la UE**).

Consejo Europeo de Pagos (CEP): órgano de gobierno de 52 instituciones, que comprenden entidades de crédito, cooperativas y cajas de ahorro, cuya función es lograr la zona única de pagos para el euro y representar al sector bancario europeo. La asamblea inaugural de este Consejo se celebró el 17 de junio de 2002.

Consejo General: uno de los órganos rectores del **Banco Central Europeo (BCE)**, compuesto por el presidente y el vicepresidente del BCE y por los gobernadores de los quince bancos centrales nacionales de la UE.

Consejo de Gobierno: el órgano rector supremo del **Banco Central Europeo (BCE)**, compuesto por todos los miembros del **Comité Ejecutivo** del BCE y por los gobernadores de los bancos centrales nacionales de los países miembros que han adoptado el **euro**.

Consejo de Ministros: véase **Consejo de la UE**.

Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB): entidad privada e independiente, que se ocupa de establecer normas contables, radicada en Londres, Reino Unido.

Consejo de la UE: institución de la Comunidad Europea integrada por representantes de los gobiernos de los Estados miembros, generalmente los ministros responsables de los asuntos a tratar (por lo que, a menudo, se le denomina Consejo de Ministros). El Consejo de la UE compuesto por los ministros de economía y finanzas se conoce con el nombre de **Consejo ECOFIN**. Además, el Consejo puede reunirse en su formación de Jefes de Estado o de Gobierno (véase, también, **Consejo Europeo**).

Contabilidad a valor de mercado: principio de valoración que estipula el empleo del precio de mercado, si existe, o una estimación del precio de mercado al valor actual de los flujos de caja esperados, para establecer el valor de los instrumentos financieros que debe figurar en el balance.

Crédito a residentes en la zona del euro: medida amplia de la financiación facilitada por el sector de las **instituciones financieras monetarias (IFM)** a los residentes en la zona del euro distintos de IFM (incluidas las **Administraciones Públicas** y otros residentes en la zona del euro). En su definición se incluyen préstamos concedidos por las IFM y valores mantenidos por este sector, entre los que figuran acciones, otras participaciones y **valores de renta fija** emitidos por residentes en la zona del euro que no son IFM.

Depósitos disponibles con preaviso: depósitos de ahorro en los que el tenedor ha de esperar un período fijo para poder disponer de sus fondos. En algunos casos existe la posibilidad de retirar a solicitud una determinada cantidad fija en un período especificado o de disponer de los fondos con antelación, sujetos al pago de una penalización. Los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses están incluidos en **M2** (y, por lo tanto, en **M3**), mientras que los depósitos con preaviso a más de tres meses lo están en los pasivos financieros a más largo plazo (no monetarios) del sector de las **instituciones financieras monetarias (IFM)**.

Depósitos a plazo: fundamentalmente depósitos con un vencimiento dado que, dependiendo de las prácticas nacionales, pueden no ser convertibles antes de su vencimiento o ser convertibles, sujetos al pago de una penalización. También comprende algunos instrumentos de renta fija no negociables, como los certificados de depósito (minoristas) no negociables. Los depósitos a plazo hasta dos años están incluidos en **M2** (y, por lo tanto, en **M3**), mientras que los depósitos a más de dos años lo están en los **pasivos financieros a más largo plazo** (no monetarios) **del sector IFM de la zona del euro**.

Depósitos a la vista: depósitos con vencimiento al día siguiente. Esta categoría de instrumentos se compone, fundamentalmente, de aquellos depósitos a un día que son totalmente transferibles (mediante cheque o similar), sin retrasos, restricciones o sanciones significativos. También incluye los depósitos no transferibles que son convertibles a petición o al día siguiente tras el cierre de la sesión.

Dinero electrónico: procedimiento técnico que sirve como depósito electrónico del valor monetario y que puede utilizarse de forma generalizada como instrumento al portador prepagado para realizar pagos a entidades distintas de la entidad emisora, sin necesidad de hacer uso de cuentas bancarias en la transacción (véase, también, **tarjeta multiusuario prepagada**).

ECU (unidad de cuenta europea): el ECU era una cesta de monedas compuesta por la suma de cantidades fijas de doce de las quince monedas de los Estados miembros de la UE. El valor del ECU se calculaba como media ponderada del valor de las divisas que lo integraban. El 1 de enero de 1999 el euro sustituyó el **euro** a la par.

Efectivo en circulación: se refiere tanto a los billetes como a las monedas en circulación que se utilizan habitualmente para efectuar pagos. En el año 2002, el efectivo en circulación incluyó los billetes emitidos por el **Eurosistema** y por otras **instituciones financieras monetarias (IFM)** (en Irlanda y Luxemburgo), así como las monedas emitidas por las administraciones centrales de la zona del euro, tanto en euros como en las antiguas monedas nacionales, aun cuando el euro sea la única moneda de curso legal en todos los países de la zona del euro desde el 1 de marzo del 2002. Los billetes de las antiguas monedas nacionales dejaron de estar incluidos en los billetes en circulación a partir del 1 de enero de 2003, tanto a efectos estadísticos como de presentación de información financiera al Eurosistema. Consecuentemente, lo mismo ocurrió con las monedas de las antiguas denominaciones nacionales del euro. El efectivo en circulación incluido en **M3** es un concepto neto, es decir, se refiere sólo a los billetes y monedas en circulación fuera del sector IFM, lo que implica que se ha restado el efectivo mantenido por las

IFM o “efectivo en caja”. Además, no incluye los billetes que mantienen los bancos centrales en sus cajas (ya que no se han puesto en circulación) ni las monedas conmemorativas que no se utilizan habitualmente para efectuar pagos.

Endeudamiento de los sectores no financieros de la zona del euro: incluye el endeudamiento de los **hogares**, las **sociedades no financieras** y las **Administraciones Públicas** en forma de: préstamos concedidos por las **instituciones financieras monetarias** de la **zona del euro** y por otras sociedades financieras, los **valores de renta fija** emitidos por las sociedades no financieras y las Administraciones Públicas, las **reservas de fondos de pensiones** de las **sociedades no financieras**, y los pasivos en forma de depósitos de la **Administración Central**. No incluye los préstamos concedidos por las Administraciones Públicas, las sociedades no financieras o las entidades de crédito no residentes en la zona del euro, los derivados financieros, las acciones, otras participaciones u **otras cuentas a pagar**. Anualmente, también puede calcularse una medida más amplia de este endeudamiento que comprende, además, los préstamos de los sectores no financieros o de las entidades de crédito no residentes en la zona del euro.

Enlaces entre sistemas de liquidación de valores: procedimientos y mecanismos entre **sistemas de liquidación de valores** (SLV) para la transferencia de valores mediante anotaciones en cuenta. Como alternativa al **MCBC**, el **Eurosistema** utiliza enlaces admitidos para la transferencia transfronteriza de los **activos de garantía**.

Entidad de contrapartida: la parte contraria en una transacción financiera (por ejemplo, en una operación con un banco central).

Entidad de crédito: toda entidad que se encuentre al amparo de la definición contenida en el apartado I del artículo 1 de la Directiva 2000/12/CE del **Parlamento Europeo** y del Consejo, de 20 de marzo, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio, modificada por la Directiva 2000/28/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 18 de septiembre de 2000. Así, una entidad de crédito es (i) una empresa cuya actividad consiste en recibir del público depósitos u otros fondos reembolsables y en conceder créditos por cuenta propia o (ii) una entidad, o cualquier otra persona jurídica, que no esté recogida en (i) y que emita medios de pago en forma de dinero electrónico. Se entenderá por “dinero electrónico” el valor monetario, representado por un derecho sobre el emisor que: (a) esté almacenado electrónicamente; (b) se haya emitido tras la recepción de fondos por un importe no inferior al valor monetario emitido; y (c) sea aceptado como medio de pago por entidades distintas de la entidad emisora.

EONIA (índice medio del tipo del euro a un día): medida del tipo de interés efectivo vigente en el mercado interbancario del **euro** a un día. Se calcula como media ponderada de los tipos de interés de los depósitos a un día no garantizados, denominados en euros, de acuerdo con la información facilitada por un panel de entidades de crédito.

Estabilidad de precios: el mantenimiento de la estabilidad de precios es el objetivo principal del **Banco Central Europeo (BCE)**. En octubre de 1998, el **Consejo de Gobierno** publicó una definición cuantitativa de estabilidad de precios para ofrecer una orientación clara sobre las expectativas de evolución futura de los precios y para rendir cuentas. El Consejo de Gobierno definió la estabilidad de precios como un incremento interanual del **Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC)** para la **zona del euro** inferior al 2%. El Consejo de Gobierno anunció que la estabilidad de precios, definida de este modo, ha de mantenerse en el medio plazo. Esta definición establece un límite máximo para la tasa de inflación registrada, y, al

mismo tiempo, el empleo de la palabra “incremento” indica que una deflación, es decir, descensos prolongados en el nivel del IAPC, no se consideraría compatible con la estabilidad de precios.

Estrategia de política monetaria: la estrategia de política monetaria del **Banco Central Europeo (BCE)** se basa en la definición cuantitativa de **estabilidad de precios** y en dos marcos analíticos (“pilares”) que contribuyen a evaluar los riesgos para la futura estabilidad de precios. El primer pilar asigna un papel destacado al dinero – se analiza detenidamente la evolución de los agregados monetarios y crediticios por su contenido informativo. Incluye un **valor de referencia para el crecimiento monetario** y una serie de modelos en los que la evolución de los agregados monetarios y crediticios es importante para determinar o predecir la evolución de los precios. El segundo pilar se basa en el análisis de una amplia gama de otras variables económicas y financieras. Comprende diversos modelos en los que las presiones de los costes y la relación entre la oferta y de demanda en los mercados de bienes, servicios y trabajo determina la evolución de los precios.

EUREPO: tipo de interés al que una entidad de crédito ofrece financiación en **euros** a otra entidad de crédito a cambio de activos de garantía compuestos exclusivamente de deuda pública emitida por los países de la zona del euro. El método de cálculo del EUREPO es similar al del **EURIBOR**. Es representativo de los tipos aplicados en los mercados con garantías (mercados de repos), por el contrario del EURIBOR, que refleja las condiciones de los mercados de operaciones sin garantías. El panel de entidades de crédito también es diferente.

EURIBOR (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro): tipo de interés de oferta al que una entidad de crédito está dispuesta a prestar fondos en **euros** a otra entidad. El EURIBOR se calcula diariamente para los depósitos interbancarios con vencimiento entre una y tres semanas y entre uno y doce meses, a partir de la media de los tipos de interés de oferta diarios, redondeados al tercer decimal, de un panel representativo de las principales entidades de crédito.

Euro: nombre de la moneda única europea adoptado por el **Consejo Europeo** en la reunión celebrada en Madrid los días 15 y 16 de diciembre de 1995.

Eurogrupo: grupo informal que integra a los miembros del **Consejo ECOFIN** que representan a los países de la **zona del euro**. Se reúne periódicamente (normalmente antes de las reuniones del Consejo ECOFIN) para debatir asuntos relacionados con la responsabilidad compartida por los países de la zona del euro en materia de moneda única. La **Comisión Europea (Comisión de las Comunidades Europeas)** y, cuando procede, el **Banco Central Europeo (BCE)** están invitados a tomar parte en dichas reuniones.

Eurosistema: comprende el **Banco Central Europeo (BCE)** y los bancos centrales nacionales de los Estados miembros que han adoptado el **euro** en la tercera fase de la **Unión Económica y Monetaria** (véase, también, **zona del euro**). El Eurosistema, que está regido por el **Consejo de Gobierno** y el **Comité Ejecutivo** del BCE, está compuesto, en la actualidad, por doce bancos centrales nacionales.

Eurostat: Oficina Estadística de las Comunidades Europeas que forma parte de la **Comisión Europea (Comisión de las Comunidades Europeas)** y es responsable de la elaboración de las estadísticas comunitarias.

EURO STOXX: STOXX Limited publica los índices Dow Jones STOXX, que miden la evolución de las cotizaciones bursátiles en Europa en su conjunto. El índice Dow Jones EURO STOXX, que forma parte de esta familia de índices, presenta las cotizaciones agregadas de un amplio conjunto de valores de aquellos países que pertenecen a la **zona del euro**. Además, dentro del índice Dow Jones EURO STOXX, existen tres tipos de índices sectoriales (sectores económicos, de mercados y de grupos industriales).

Exigencia de reservas: obligación de que las **entidades de crédito** mantengan unas reservas mínimas en el banco central. En el sistema de reservas mínimas del **Eurosistema**, la exigencia de reservas de una entidad de crédito se calcula multiplicando el **coeficiente de reservas** de cada categoría de pasivos computables de la **base de reservas** por el saldo de dichos pasivos en el balance de la entidad. Además, las entidades pueden deducir una **franquicia** de las reservas exigidas.

Facilidad de depósito: facilidad permanente del **Eurosistema** que las **entidades de contrapartida** pueden utilizar para efectuar **depósitos a la vista** en un banco central nacional, remunerados a un tipo de interés predeterminado (véase **tipo de interés oficiales del BCE**).

Facilidad marginal de crédito: facilidad permanente del **Eurosistema** que las **entidades de contrapartida** pueden utilizar para recibir crédito a un día de un banco central nacional a un tipo de interés predeterminado contra la entrega de activos de garantía (véase **tipos de interés oficiales del BCE**).

Facilidad permanente: instrumento del banco central que está a disposición de las **entidades de contrapartida** a petición propia. El **Eurosistema** ofrece dos facilidades permanentes: la **facilidad marginal de crédito** y la **facilidad de depósito**.

Fondo del mercado monetario: institución de inversión colectiva que invierte fundamentalmente en instrumentos del mercado monetario y/o en otros instrumentos de renta fija transferibles con un vencimiento residual inferior a un año, y /o que trata de conseguir un rendimiento que se aproxime a los tipos de interés de los instrumentos del mercado monetario.

Franquicia: cantidad fija que una **entidad de crédito** deduce del cálculo de sus **exigencias de reservas** en el sistema de reservas mínimas del **Eurosistema**.

Grandes pagos: pagos, por lo general de cuantía muy elevada, que se realizan principalmente entre entidades de crédito o entre participantes en los mercados financieros y que suelen requerir una liquidación inmediata.

Grupo de Alto Nivel de Expertos en Derecho de Sociedades: establecido por la **Comisión Europea (Comisión de las Comunidades Europeas)** en septiembre del 2001 para formular recomendaciones acerca de la modernización del marco normativo del derecho de sociedades de la Unión Europea. En enero del 2002, el grupo presentó un informe que abordaba asuntos relativos a la Directiva sobre ofertas públicas de adquisición. En abril de 2002 se amplió el mandato del grupo para que se ocuparan específicamente de una serie de cuestiones relacionadas con el gobierno de las empresas.

Hogares: uno de los sectores institucionales del **Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 1995)**. El sector hogares incluye los individuos o grupos de individuos como consumidores, pero, posiblemente, también como empresarios (es decir, empresas individuales y sociedades personalistas). Según el SEC 95, las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares

constituyen un sector institucional independiente, aunque, en las estadísticas, se les suele agrupar con los hogares.

Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC): medida utilizada por el **Consejo de Gobierno** para evaluar la **estabilidad de precios**. El IAPC fue desarrollado por la **Comisión Europea (Comisión de las Comunidades Europeas) (Eurostat)**, en estrecha colaboración con los institutos nacionales de estadística, con el **Instituto Monetario Europeo (IME)** y, posteriormente, con el **Banco Central Europeo (BCE)** con el fin de cumplir las exigencias del **Tratado** de que se construyera un índice de precios de consumo comparable, que tuviera en cuenta las diferencias entre las distintas definiciones nacionales.

Índice Nikkei 225: índice de las 225 empresas japonesas con mejor calificación cotizadas en la Primera Sección de la Bolsa de Tokio. Es un índice ponderado por el valor de mercado (es decir, cada cotización bursátil se multiplica por el número de acciones emitidas), por lo que la ponderación de cada acción en el índice es proporcional a su valor de mercado.

Índice Standard & Poor's 500: Standard & Poor's publica diversos índices que miden la evolución del mercado bursátil en Estados Unidos en su conjunto. El índice Standard & Poor's 500 es miembro de esta familia de índices. Comprende 500 valores que se han elegido atendiendo al tamaño de mercado, la liquidez y la representatividad de los grupos industriales. Es un índice ponderado por el valor de mercado (es decir, cada cotización bursátil se multiplica por el número de acciones emitidas), por lo que la ponderación de cada acción en el índice es proporcional a su valor de mercado.

Informes sobre la observancia de los códigos y normas: en estos informes, el FMI y el Banco Mundial valoran si un país miembro está cumpliendo con las normas y códigos aceptados, que abarcan 12 áreas: difusión de datos, transparencia fiscal, transparencia en las políticas monetaria y financiera, supervisión bancaria, valores, seguros, sistemas de pago, gobierno corporativo, contabilidad, auditoría, insolvencia y derechos de los acreedores y medidas contra el blanqueo de dinero y financiación del terrorismo. Estos informes se preparan y publican a petición de un país miembro del FMI.

Ingresos monetarios: ingresos obtenidos por los bancos centrales nacionales en el ejercicio de la función de política monetaria del **Eurosistema**, procedentes de activos identificables de conformidad con las orientaciones establecidas por el Consejo de Gobierno y mantenidos frente a billetes en circulación y depósitos de las **entidades de crédito**.

Instituciones financieras monetarias (IFM): instituciones financieras que constituyen el sector emisor de dinero de la **zona del euro**. Incluye el **Eurosistema**, las **entidades de crédito** residentes en la zona, definidas con arreglo al derecho comunitario, y todas las instituciones financieras residentes cuya actividad consiste en recibir depósitos y/o sustitutivos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y en conceder créditos e invertir en valores por cuenta propia (al menos en términos económicos). Este último grupo está compuesto, fundamentalmente, por fondos del mercado monetario. A finales del 2002, había 8.545 IFM en la zona del euro (13 bancos centrales, 6.907 entidades de crédito, 1.620 fondos del mercado monetario y otras cinco instituciones financieras).

Instituto Monetario Europeo (IME): institución de carácter temporal creada el 1 de enero de 1994, al inicio de la segunda fase de la **Unión Económica y Monetaria**. Sus dos funciones principales consistían en reforzar la cooperación entre los bancos centrales y la coordinación de sus políticas monetarias y realizar los trabajos preparatorios necesarios para la constitución

del **Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC)**, la aplicación de una política monetaria única y la creación de una moneda única en la tercera fase. Su liquidación comenzó el 1 de junio de 1998, tras el establecimiento del **Banco Central Europeo (BCE)**.

M1, M2, M3: véase **agregados monetarios**.

Maquina recicladora de efectivo: terminal independiente, activado por los clientes, capaz de recibir, procesar y dispensar billetes, como, por ejemplo, los cajeros automáticos, que combinan la retirada de efectivo de un cajero automático convencional con una función de depósito de los billetes.

Margen de variación: el **Eurosistema** exige que se mantenga un margen concreto sobre los activos de garantía que se utilizan en las **operaciones temporales** de inyección de liquidez, lo que supone que si el valor de mercado de dichos activos, medido periódicamente, se sitúa por debajo de un nivel determinado, las **entidades de contrapartida** habrán de aportar activos (o efectivo) adicionales. Del mismo modo, si tras una nueva valoración, el valor de mercado de los activos de garantía excede el importe adeudado por una entidad más el margen de variación, el banco central le devolverá el exceso de activos (o de efectivo).

Mecanismo de interlinking: uno de los componentes del sistema **TARGET**. El término se utiliza para designar las infraestructuras y los procedimientos que conectan los **sistemas de liquidación brutos en tiempo real** nacionales, con el fin de permitir el procesamiento de los pagos transfronterizos dentro del sistema TARGET.

Mecanismo de reestructuración de la deuda soberana: Iniciativa del FMI de establecer un marco estatutario para la reestructuración de la deuda externa soberana. Este mecanismo facilitaría acuerdos puntuales y exhaustivos entre los deudores y los acreedores en casos de grave endeudamiento.

Mercado monetario: mercado en el que se obtienen, se invierten o se negocian fondos a corto plazo, mediante la utilización de instrumentos que, generalmente, tienen un plazo a la emisión inferior a un año.

Mercado de renta fija: mercado en el que se emiten y negocian valores de renta fija a largo plazo, es decir valores con plazo a la emisión superior a un año.

Mercado de renta variable: mercado en el que se emiten y negocian acciones. Las acciones son participaciones en la propiedad de una empresa. Una diferencia importante entre acciones y deuda es que, en el primer caso, el emisor no tiene que efectuar ningún reembolso.

Modelo de corresponsalía entre bancos centrales (MCBC): mecanismo establecido por el **Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC)** para que las **entidades de contrapartida** puedan obtener crédito del banco central del país en la que estén radicadas, utilizando **activos de garantía** mantenidos en otro país. En el MCBC, un banco central nacional actúa de custodio para los otros bancos centrales por lo que respecta a los valores mantenidos en el **sistema de liquidación de valores (SLV)** nacional.

MTC II (mecanismo de tipos de cambio II): mecanismo de tipos de cambio que proporciona el marco para la cooperación en materia de política cambiaria entre los países de la **zona del euro** y los Estados miembros que no participan en ella desde el inicio de la tercera fase de la **Unión Económica y Monetaria (UEM)**. La participación en el MTC II es voluntaria; sin

embargo, los Estados miembros acogidos a excepción pueden integrarse en él. Actualmente, la corona danesa participa en el MTC II con una banda de fluctuación en torno a la paridad central frente al **euro** de $\pm 2,25\%$. La intervención en los mercados de divisas y la financiación en los márgenes de la banda de fluctuación estándar o de la más estrecha son, en principio, automáticas e ilimitadas, disponiéndose de una financiación a muy corto plazo. El **Banco Central Europeo (BCE)** y los bancos centrales nacionales participantes que no son de la zona del euro pueden, no obstante, suspender la intervención automática si dicha intervención entra en conflicto con su objetivo principal de mantener la **estabilidad de precios**.

Muralla china: conjunto de normas y procedimientos establecidos para evitar que la información privilegiada, procedente, por ejemplo, de las áreas responsables de la ejecución de la política monetaria, llegue a las áreas encargadas de la gestión de carteras. Su objetivo es impedir el uso incorrecto de la información privilegiada o cualquier situación que pudiera ser objeto de sospechas de mal uso, ya sean justificadas o no.

Normas Internacionales de Contabilidad (IAS): normas internacionales, de cumplimiento obligatorio, emitidas por el **Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB)** sobre la presentación de información transparente y comprobable con relación a los estados financieros generales. En abril del 2001, el IASB anunció que sus normas contables se denominarían en el futuro **Normas Internacionales de Información Financiera (IFRS)**.

Normas Internacionales de Información Financiera (IFRS): véase **Normas Internacionales de Contabilidad (IAS)**.

Observatorio de los Sistemas de Pagos Electrónicos: infraestructura abierta para compartir información sobre los pagos electrónicos, cuya objetivo es fomentar el intercambio de opiniones entre los participantes en los mercados y servir de fuente de información. El Observatorio surgió por iniciativa de la Comisión Europea, pero, desde comienzos del 2003, el BCE se ha hecho cargo de él. La dirección del Observatorio Internet es www.e-pso.info.

Opción: instrumento financiero por el que su tenedor adquiere el derecho, pero no la obligación, de comprar o vender un activo específico (v.g. un bono o una acción) en o hasta una fecha futura determinada (fecha de ejercicio o vencimiento) a un precio fijo (el precio de ejercicio). Una opción de compra da derecho al tenedor a comprar el activo subyacente a un precio de ejercicio predeterminado, mientras que una opción de venta le da derecho a venderlo a un precio de ejercicio acordado.

Operación de ajuste: operación de mercado abierto no regular realizada por el **Eurosistema** principalmente para hacer frente a fluctuaciones imprevistas de la liquidez en el mercado.

Operación de cesión temporal: operación temporal para inyectar liquidez basada en una **cesión temporal**.

Operación de financiación a plazo más largo: operación de mercado abierto regular, realizada por el **Eurosistema** en forma de **operación temporal**. Las operaciones de financiación a plazo más largo, con vencimiento a tres meses, se llevan a cabo mediante **subastas estándar** de periodicidad mensual.

Operación de mercado abierto: operación ejecutada en los mercados financieros a iniciativa del banco central, que supone la realización de cualquiera de las siguientes transacciones: (i) compra o venta simple de activos (al contado o a plazo); (ii) compra o venta de activos

mediante una **cesión temporal**; (iii) concesión o toma de préstamos contra la entrega de **activos de garantía**; (iv) emisión de certificados de deuda del banco central; (v) captación de depósitos a plazo fijo; o (vi) **swaps de divisas** entre la moneda nacional y una moneda extranjera.

Operación principal de financiación: operación de mercado abierto regular realizada por el **Eurosistema** en forma de **operación temporal**. Las operaciones principales de financiación, con vencimiento a dos semanas, se llevan a cabo mediante **subastas estándar** de periodicidad semanal.

Operación simple: operación por la cual se compran o venden activos, al contado o a plazo, a su vencimiento.

Operación temporal: operación por la cual el banco central compra o vende activos mediante una **cesión temporal** o realiza operaciones de crédito contra la entrega de **activos de garantía**.

Organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM): organismos cuyo objeto exclusivo es la inversión colectiva en valores mobiliarios de los capitales obtenidos del público y cuyas participaciones son, a petición de los tenedores, vueltas a comprar o reembolsadas a cargo de los activos de estos organismos.

Otras cuentas pendientes de pago: pasivos financieros que se crean como contrapartida de una operación financiera o no financiera, cuando existe un desfase temporal entre el momento en que tiene lugar dicha operación y el del pago correspondiente.

Pacto de Estabilidad y Crecimiento: formalizado por dos Reglamentos del **Consejo de la UE**, uno relativo al reforzamiento de la supervisión de las situaciones presupuestarias y a la supervisión y coordinación de las políticas económicas y el otro relativo a la aceleración y clarificación de la aplicación del procedimiento de déficit excesivo, y por una Resolución del **Consejo Europeo** sobre el Pacto de Estabilidad y Crecimiento adoptada en la cumbre de Amsterdam, el 17 de junio de 1997. Este Pacto pretende servir para mantener unas finanzas públicas saneadas en la tercera fase de la **Unión Económica y Monetaria (UEM)**, como medio de fortalecer las condiciones para conseguir la **estabilidad de precios** y un crecimiento fuerte y sostenible que favorezca la creación de empleo. Más concretamente, exige a los Estados miembros el objetivo a medio plazo de alcanzar situaciones presupuestarias próximas al equilibrio o con superávit, lo que les permitiría hacer frente a las fluctuaciones cíclicas normales, al tiempo que mantienen el déficit público por debajo del valor de referencia del 3% del PIB. De conformidad con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, los países que forman parte de la UE presentan **programas de estabilidad**, mientras que los países no participantes siguen presentando **programas de convergencia**.

Pago contra pago (PCP): mecanismo de un sistema de liquidación de divisas, que garantiza que la transferencia en firme de una divisa se realiza única y exclusivamente si se lleva a cabo la transferencia en firme de la otra u otras divisas.

Países candidatos a la adhesión: actualmente, hay trece países de la Europa Central y Oriental y del Mediterráneo que el **Consejo Europeo** reconoce como candidatos a la adhesión a la Unión Europea (UE). Se ha invitado a los diez países que se citan a continuación, República Checa, Estonia, Chipre, Letonia, Lituania, Hungría, Malta, Polonia, Eslovenia y Eslovaquia, a integrarse en la UE el 1 de mayo de 2004, tras la firma y posterior ratificación del Tratado de Adhesión. Otros dos países, Bulgaria y Rumania, ya han iniciado las negociaciones y se les ha plante-

ado la posibilidad de integrarse en el 2007. Turquía también es, oficialmente, un país candidato a la adhesión y participa en el Diálogo Económico con la UE, pero aún no ha comenzado las negociaciones encaminadas a la integración en la UE. Cuando este Informe Anual menciona los países candidatos, hace referencia a los doce países con los que se está en negociaciones para su integración en la UE o que ya han completado dichas negociaciones.

Paridad central respecto al euro: tipo de cambio oficial frente al **euro** de las monedas que participan en el **MTC II** y en torno al cual se definen las bandas de fluctuación del MTC II.

Parlamento Europeo: está compuesto por 626 representantes de los ciudadanos de los **Estados** miembros. Forma parte del proceso legislativo, aunque con prerrogativas distintas, dependiendo de los procedimientos seguidos para promulgar la legislación de la UE. En el contexto de la **Unión Económica y Monetaria**, el Parlamento tiene, fundamentalmente, una función consultiva. No obstante, el **Tratado** establece determinados procedimientos para que el **Banco Central Europeo (BCE)** rinda cuentas, democráticamente, ante el Parlamento (presentación del Informe Anual, debate general sobre política monetaria, comparecencias ante las comisiones parlamentarias competentes).

Participaciones en fondos del mercado monetario: participaciones emitidas por un **fondo del mercado monetario**.

Pasivos financieros a más largo plazo del sector IFM de la zona del euro: estos pasivos no financieros incluyen los **depósitos a plazo** a más de dos años, los **depósitos disponible con preaviso** a más de tres meses y los **valores de renta fija** con un plazo a la emisión superior a dos años y el capital y las reservas del sector de las **instituciones financieras monetarias (IFM)**.

Período de mantenimiento: período para el cual se calcula el importe de las **exigencias de reservas** que las **entidades de crédito** han de satisfacer. El período de mantenimiento del sistema de reservas mínimas del **Eurosistema** es de un mes, que comienza el día 24 de cada mes y termina el día 23 del mes siguiente.

Posición acreedora neta frente al exterior de las IFM: activos exteriores mantenidos por las instituciones financieras monetarias (IFM) menos los pasivos exteriores del sector IFM de la zona del euro. Los activos exteriores mantenidos por las IFM de la zona incluyen, principalmente, oro, billetes de otros países no pertenecientes a la zona del euro, valores emitidos por no residentes y préstamos concedidos a los no residentes en la zona del euro (incluidos los depósitos en bancos situados fuera de ella). Los pasivos exteriores del sector IFM de la zona del euro comprenden, principalmente, los depósitos de los no residentes en la zona y los préstamos concedidos por no residentes. Las variaciones en los activos exteriores netos del sector IFM de la zona del euro reflejan, sobre todo, las operaciones de instituciones distintas de IFM de la zona del euro con **entidades de contrapartida** no residentes, y cuyo intermediario es el sector IFM.

Posición de inversión internacional (o posición acreedora o deudora neta frente al exterior): valor y composición del saldo de los activos y pasivos financieros de una economía frente al resto del mundo. Actualmente, la posición de inversión internacional de la zona del euro se calcula en cifras netas a partir de los datos nacionales agregados.

Procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo: La disposición del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea recogida en el artículo 104 y desarrollada en el Protocolo nº 20 rela-

tivo al procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo exige que los **Estados miembros** de la UE observen la disciplina presupuestaria, define los criterios que hay que atender para considerar que existe déficit excesivo y especifica las medidas que han de adoptarse si no se cumplen estos criterios. Lo anterior se complementa con el Reglamento del Consejo de la UE relativo a la aceleración y clarificación de la aplicación del procedimiento de déficit excesivo, que es un elemento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

Programas de convergencia: véase **programas de estabilidad**.

Programas de estabilidad: planes públicos a medio plazo, que incluyen supuestos relativos a la evolución de las principales variables económicas, presentados por los países de la **zona del euro** con el fin de alcanzar el objetivo a medio plazo de conseguir una situación presupuestaria próxima al equilibrio o con superávit, tal y como aparece en el **Pacto de Estabilidad y Crecimiento**. En estos programas, que han de actualizarse cada año, se destacan las medidas para sanear los saldos presupuestarios, así como los escenarios económicos subyacentes. La **Comisión Europea (Comisión de las Comunidades Europeas)** y el **Comité Económico y Financiero (CEF)** son los encargados de examinarlos, y sus informes sirven de base para su evaluación por el **Consejo ECOFIN**, que se centra, en concreto, en si el objetivo presupuestario a medio plazo de los programas está en consonancia con una situación presupuestaria próxima al equilibrio o con superávit, ofreciendo un margen de seguridad suficiente para garantizar que se eviten los déficit excesivos. Los países que no pertenecen aún a la zona del euro deberán presentar sus programas de convergencia con periodicidad anual, de conformidad con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

Proyecciones: resultados de los ejercicios realizados por los expertos del **Eurosistema** para predecir la posible evolución macroeconómica futura de la **zona del euro**. Las proyecciones de la zona del euro se obtienen de una manera que es compatible con las proyecciones de cada uno de los países. Las proyecciones, que se publican semestralmente, forman parte del segundo pilar de la **estrategia de política monetaria** del **Banco Central Europeo (BCE)** y constituyen uno de los distintos elementos que intervienen en la valoración de los riesgos para la **estabilidad de precios** efectuada por el **Consejo de Gobierno**.

Prueba de rendimiento basada en datos históricos: análisis para averiguar cuáles habrían sido los resultados de una estrategia de inversión si un inversor la hubiera empleado durante un determinado período de tiempo en el pasado.

Prueba de estrés: análisis para averiguar cuáles habrían sido los resultados de una estrategia de inversión si un inversor la hubiera empleado durante un determinado período de tiempo en el pasado.

Ratio de déficit: uno de los criterios fiscales, que se utiliza para definir la existencia de un déficit excesivo, establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del **Tratado**. Se define como la proporción entre el déficit público previsto o real y el producto interior bruto a precios corrientes de mercado, mientras que el déficit público queda definido en el Protocolo nº 20 (sobre el procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo) como el endeudamiento neto de las **Administraciones Públicas**.

Ratio de deuda: uno de los criterios fiscales, que se utiliza para definir la existencia de un déficit excesivo, establecido en el apartado 2 del artículo 104 del **Tratado**. Se define como la proporción entre la deuda pública y el producto interior bruto a precios corrientes de mercado, mientras que la deuda pública queda definida en el Protocolo nº 20 (sobre el procedimiento

aplicable en caso de déficit excesivo) como la deuda bruta total, a su valor nominal, que permanezca viva a final de año, consolidada dentro de los sectores de las **Administraciones Públicas**.

Recorte de valoración: medida de control de riesgos aplicada a los activos de garantía utilizados en las **operaciones temporales**, que supone que el banco central calcula el valor de dichos activos recortando su valor de mercado en un determinado porcentaje. El **Eurosistema** aplica recortes de valoración según las características específicas de los activos, como, por ejemplo, el plazo de vida residual.

Referencia: en relación con las inversiones, se trata de una cartera o un índice de referencia construido a partir de los objetivos de liquidez, riesgo y rentabilidad de las inversiones. La referencia sirve de base para comparar el comportamiento de la cartera efectiva. En el contexto de la gestión de activos exteriores del **Banco Central Europeo (BCE)**, la referencia estratégica es una cartera modelo que refleja las preferencias del BCE con respecto a la rentabilidad y al riesgo a largo plazo y cuyas características sólo se modifican en circunstancias excepcionales. La referencia táctica refleja las preferencias del BCE con respecto al rendimiento y al riesgo con un horizonte temporal de unos pocos meses, sobre la base de las condiciones de mercado vigentes, y se revisa mensualmente.

Reservas de los fondos de pensiones de las sociedades no financieras: provisiones o fondos similares constituidos por las sociedades no financieras para pagar las pensiones de sus empleados (que se denominan fondos de pensiones no autónomos).

Reservas internacionales del Eurosistema: comprenden los activos de reserva del **Banco Central Europeo (BCE)** y de los bancos centrales nacionales de los países de la zona del euro. Estos activos deben estar bajo el control efectivo de la autoridad monetaria competente, ya sea el BCE o el banco central nacional de uno de los países de la zona del euro, e incluyen activos exteriores, denominados en monedas que no sean el **euro**, altamente líquidos, negociables y de calidad frente a los no residentes en la zona del euro, más oro monetario, derechos especiales de giro y posiciones de reserva en el Fondo Monetario Internacional de los bancos centrales nacionales de la zona del euro.

Riesgo de liquidación: término genérico utilizado para designar el riesgo de que una liquidación realizada a través de un sistema de transferencia no se lleve a cabo como se esperaba. El riesgo puede ser tanto de crédito como de liquidez.

Saldo primario: necesidad o capacidad neta de financiación de las Administraciones Públicas, excluidos los pagos por intereses de los pasivos públicos consolidados.

Sistema de entrega contra pago (ECP): mecanismo de un **sistema de liquidación de valores (SLV)** que garantiza que la entrega de los activos (valores u otros instrumentos financieros) se realiza única y exclusivamente si se produce el pago.

Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC): está compuesto por el **Banco Central Europeo (BCE)** y los bancos centrales nacionales de los quince Estados miembros, es decir, incluye, además de los miembros del **Eurosistema**, los bancos centrales nacionales de los Estados miembros que aún no han adoptado el **euro**. El SEBC está regido por el **Consejo de Gobierno** y el **Comité Ejecutivo** del BCE. Un tercer órgano rector es el **Consejo General**.

Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95): sistema de clasificaciones y definiciones estadísticas homogéneas para poder realizar una descripción cuantitativa armonizada de las economías de los Estados miembros. El SEC 95 es la versión de la Comunidad del Sistema de Cuentas Nacionales de Naciones Unidas (SCN 93). El SEC 95 es la última versión del sistema europeo, cuya aplicación comenzó en 1999, de conformidad con el Reglamento (CE) n° 2223/96 del Consejo.

Sistema interbancario de transferencia de fondos (SITF): sistema de transferencia de fondos en el que la mayoría de sus participantes directos (o todos ellos) son **entidades de crédito**.

Sistema de liquidación bruta en tiempo real (SLBTR): sistema de liquidación en el que las órdenes de pago se procesan y liquidan una por una (sin compensación) en tiempo real (de forma continua). Véase, también, **TARGET**.

Sistema de liquidación neto (SLN): sistema de transferencia de fondos en el que las operaciones de liquidación se realizan mediante un esquema neto bilateral o multilateral.

Sistema de liquidación de valores (SLV): sistema que permite la tenencia y la transferencia de valores o de otros activos financieros, tanto libre de pago como contra pago (**sistema de entrega contra pago**).

Sistema de transferencia de fondos (STF): mecanismo formal, basado en un contrato privado o en el derecho estatutario, con numerosos miembros, reglas comunes y procedimientos normalizados, para la transmisión y liquidación de las obligaciones monetarias surgidas entre dichos miembros.

Sociedades no financieras: uno de los sectores institucionales del **Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95)** que comprende las unidades institucionales cuyas operaciones financieras y de distribución están diferenciadas de las de sus propietarios. Las sociedades no financieras incluyen todas las entidades dotadas de personalidad jurídica que son productores de mercado y cuya actividad principal es la producción de bienes y servicios no financieros.

Subasta estándar: procedimiento de subasta utilizado por el **Eurosistema** en las **operaciones de mercado abierto** regulares. Las subastas estándar se realizan dentro de un plazo de veinticuatro horas. Todas las **entidades de contrapartida** que cumplan los criterios generales de selección tienen derecho a presentar pujas.

Subasta rápida: procedimiento de subasta utilizado por el **Eurosistema** en las **operaciones de ajuste**. Las subastas rápidas se ejecutan en el plazo de una hora y se limitan a un grupo restringido de **entidades de contrapartida**.

Swap de divisas: dos operaciones simultáneas, al contado y a plazo, de compraventa de una divisa por otra. El **Eurosistema** puede realizar **operaciones de mercado abierto** mediante *swaps* de divisas en los que los bancos centrales nacionales [o el **Banco Central Europeo (BCE)**] compran o venden **euros** al contado a cambio de una divisa, al mismo tiempo que los venden o compran a plazo.

TARGET (Sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real): sistema descentralizado de liquidación bruta en tiempo real para el **euro**, compuesto por los 15 SLBTR nacionales y el mecanismo de pago del **Banco Cen-**

tral Europeo (BCE), que están interconectados mediante un procedimiento común (el **mecanismo de interlinking**) que permite que los pagos transfronterizos efectuados en la Unión Europea puedan transferirse de un sistema a otro.

Tarjeta multiuso prepagada: tarjeta que puede utilizarse para efectuar una amplia gama de pagos, tanto en el ámbito nacional como en el internacional, aunque, a veces, su uso puede limitarse a una zona determinada. La tarjeta de pago multiuso recargable se conoce, también, con el nombre de monedero electrónico (véase, también, **dinero electrónico**).

Tipo mínimo de puja: tipo de interés más bajo al que las **entidades de contrapartida** pueden pujar en las subastas a tipo de interés variable correspondientes a las **operaciones principales de financiación**. Como **tipo de interés oficial del BCE** desempeña, en la actualidad, el papel previamente representado por el tipo de interés de las subastas a tipo fijo.

Tipo swap del EONIA: un *swap* del **EONIA** es un contrato entre dos partes mediante el cual se intercambian una serie de pagos diarios referenciados a un tipo variable, el EONIA, por una serie de pagos a un tipo de interés fijo durante un período de tiempo convenido. El tipo de interés de la parte fija del *swap*, denominado tipo *swap* del EONIA, refleja el nivel medio esperado del EONIA hasta el vencimiento del *swap*. Los *swaps* del EONIA se negocian bilateralmente en mercados monetarios no organizados a vencimientos de una a tres semanas y de uno a 12 meses.

Tipos de cambio efectivos (nominales/reales) (TCE): los tipos de cambio efectivos nominales son una media geométrica ponderada de varios tipos de cambio bilaterales. Los tipos de cambio efectivos reales son tipos de cambio efectivos nominales deflactados por una media ponderada de precios y costes externos en relación con los internos. Son, por lo tanto, medidas de competitividad en términos de precios y costes. El **Banco Central Europeo (BCE)** calcula los índices de tipos de cambio efectivos nominales del euro frente a las monedas de un grupo reducido y otro amplio de socios comerciales de la **zona del euro**. Desde enero del 2001, el grupo reducido se compone de 12 países industrializados y de reciente industrialización, y el grupo amplio, de 38 socios comerciales, que incluyen economías emergentes y en transición. Los índices de tipos de cambio efectivos reales de la zona del euro se calculan utilizando medidas alternativas de precios y costes.

Tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela: véase **tipos de intereses de las IFM**.

Tipos de interés de las IFM: tipos de interés aplicados por las entidades de crédito y otras instituciones residentes en la zona del euro a los depósitos y préstamos denominados en euros frente a los hogares y las sociedades no financieras residentes en los países de la zona. Los requerimientos para las estadísticas de los tipos de interés de las IFM han quedado establecidos en el Reglamento BCE/2001/18 de 20 de diciembre de 2001. Las estadísticas armonizadas producidas según un enfoque a corto plazo, utilizando estadísticas ya existentes en los distintos países sobre los **tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela**.

Tipos de interés oficiales del BCE: tipos de interés que reflejan la orientación de la política monetaria del **Banco Central Europeo (BCE)** y que fija el **Consejo de Gobierno**. En este momento, los tipos de interés oficiales del BCE son el **tipo mínimo de puja** de las **operaciones principales de financiación**, el tipo de interés de la **facilidad marginal de crédito** y el tipo de interés de la **facilidad de depósito**.

Tratado: se refiere al Tratado constitutivo de la Comunidad Europea. El Tratado se firmó en Roma el 25 de marzo de 1957 y entró en vigor el 1 de enero de 1958. Estableció la Comunidad Económica Europea (CEE), que ahora es la Comunidad Europea, y, con frecuencia, se le ha denominado “Tratado de Roma”. El Tratado de la Unión Europea (al que se le suele denominar “Tratado de Maastricht”) se firmó el 7 de febrero de 1992 y entró en vigor el 1 de noviembre de 1993. Este tratado modificó el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea y estableció la Unión Europea. El “Tratado de Amsterdam”, que se firmó en Amsterdam el 2 de octubre de 1997 y entró en vigor el 1 de mayo de 1999, y más recientemente el “Tratado de Niza”, que se firmó el 26 de febrero de 2001 y entró en vigor el 1 de febrero de 2003, modificaron el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea y el Tratado de la Unión Europea.

Tratado de Maastricht: véase **Tratado**.

UEM: véase **Unión Económica y Monetaria**.

UMTS (Sistema Universal de Telefonía Móvil): sistema de telefonía móvil de “tercera generación”. Los gobiernos de la Unión Europea están vendiendo o concediendo licencias para frecuencias de telefonía móvil a empresas de telecomunicaciones.

Unión Económica y Monetaria (UEM): el **Tratado** describe el proceso para lograr la Unión Económica y Monetaria en la Unión Europea (UE) en tres fases. La primera fase, que comenzó en julio de 1990 y finalizó el 31 de diciembre de 1993, se caracterizó, fundamentalmente, por el desmantelamiento de las barreras interiores al libre movimiento de capitales dentro de la Unión Europea. La segunda fase, que empezó el 1 de enero de 1994, estableció, entre otras cosas, la creación del **Instituto Monetario Europeo (IME)**, la prohibición de que los bancos centrales financien al sector público, la prohibición del acceso privilegiado del sector público a las instituciones financieras y el procedimiento para evitar los déficit excesivos. La tercera fase se inició el 1 de enero de 1999 con la transferencia de las competencias monetarias al **Banco Central Europeo (BCE)** y con la introducción del **euro**. El canje de monedas y billetes realizado el 1 de enero del 2002 completó el proceso de constitución de la UEM.

Valor de referencia para el crecimiento monetario: el **Consejo de Gobierno** otorga un papel destacado al dinero a la hora de instrumentar la política monetaria única, lo que supone un análisis detenido de los **agregados monetarios** y de sus contrapartidas, debido a la información que contienen sobre la evolución futura de los precios. Esta importancia del dinero se pone de manifiesto mediante el anuncio de un valor de referencia para la tasa de crecimiento del agregado monetario **M3**. Dicho valor se obtiene de manera que sirva y sea compatible con la consecución de la definición de **estabilidad de precios** formulada por el **Consejo de Gobierno**, que se basa en supuestos a medio plazo relativos a la tendencia del crecimiento del PIB real y a la tendencia de la velocidad de circulación de M3. Desviaciones importantes o prolongadas del crecimiento de M3 con respecto al valor de referencia mostrarían, en circunstancias normales, los riesgos para la estabilidad de precios en el medio plazo. Sin embargo, el concepto valor de referencia no conlleva un compromiso por parte del Consejo de Gobierno de corregir automáticamente las desviaciones del crecimiento de M3 con respecto al valor de referencia.

Valor de referencia para la situación fiscal: el Protocolo n° 20 sobre el **procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo** establece valores de referencia explícitos para la **ratio de déficit** de las **Administraciones Públicas** (3% del PIB) y la **ratio de deuda** (60% del PIB) (véase, también, **Pacto de Estabilidad y Crecimiento**).

Valor en riesgo (VaR): medida de riesgo de una pérdida máxima de la cartera durante un determinado período de tiempo a un nivel dado de probabilidad.

Valores de renta fija: valores que representan la promesa del emisor (prestatario) de efectuar uno o más pagos al tenedor (prestamista) en una fecha o fechas futuras. Habitualmente tienen un tipo de interés específico (cupón) o se venden a descuento respecto al importe que se reembolsará al vencimiento. Por lo tanto, los ingresos del tenedor de los valores de renta fija consisten en los pagos de cupón recibidos, junto con la diferencia entre el precio de compra del activo y su valor de mercado tras su venta o vencimiento. Son negociables y se pueden contratar en mercados secundarios, pero no conceden al tenedor derechos de propiedad sobre la unidad emisora. Los instrumentos del mercado monetario y, en principio, las colocaciones privadas se incluyen en las estadísticas de emisiones de valores de renta fija del **Banco Central Europeo (BCE)**.

Volatilidad implícita de los tipos de interés: medida de la volatilidad esperada de los tipos de interés futuros a corto y a largo plazo, que puede obtenerse del precio de las **opciones**. Dado el precio de mercado observado de una opción sobre tipos de interés, la volatilidad implícita puede calcularse utilizando una fórmula de valoración de opciones convencional que depende explícitamente, entre otras cosas, de la volatilidad esperada del precio del activo subyacente durante el período hasta el vencimiento de la opción. Los activos subyacentes pueden ser futuros sobre tipos de interés a corto plazo, como, por ejemplo, el **EURIBOR** a tres meses, o sobre deuda pública a largo plazo, como los bonos alemanes a diez años. Dado los supuestos adecuados, la volatilidad implícita puede interpretarse como la volatilidad esperada por los mercados en el tiempo que resta hasta el vencimiento de la opción.

Volatilidad implícita de los mercados de renta fija: medida de la volatilidad esperada del precio de los bonos (o de futuros sobre bonos), que puede obtenerse a partir del precio de las **opciones**. Dado el precio de mercado observado de una opción sobre renta fija, la volatilidad implícita puede calcularse utilizando una fórmula de valoración de opciones convencional que depende explícitamente, entre otras cosas, de la volatilidad esperada del precio del activo subyacente durante el período hasta el vencimiento de la opción. Los activos subyacentes pueden ser bonos, como, por ejemplo, el bono alemán a diez años, o futuros sobre bonos. Dado unos supuestos adecuados, la volatilidad implícita puede interpretarse como la volatilidad esperada por los mercados durante el tiempo que resta hasta el vencimiento de la opción.

Volatilidad implícita de los mercados de renta variable: medida de la volatilidad esperada de las cotizaciones bursátiles, que puede obtenerse a partir del precio de las **opciones**. Dado el precio de mercado observado de una opción sobre renta variable, la volatilidad implícita puede calcularse utilizando una fórmula de valoración de opciones convencional que depende explícitamente, entre otras cosas, de la volatilidad esperada del precio del activo subyacente durante el período hasta el vencimiento de la opción. Los activos subyacentes pueden ser índices bursátiles, como, por ejemplo, el índice Dow Jones **EURO STOXX 50**. Dado unos supuestos adecuados, la volatilidad implícita puede interpretarse como la volatilidad esperada por los mercados durante el tiempo que resta hasta el vencimiento de la opción.

Zona del euro: zona que incluye a aquellos Estados miembros que, de conformidad con el **Tratado**, han adoptado el **euro** como moneda única y en la cual se aplica una política monetaria única bajo la responsabilidad del **Consejo de Gobierno** del **Banco Central Europeo (BCE)**. La zona del euro está compuesta actualmente por Bélgica, Alemania, Grecia (que se integró el 1 de enero de 2001), España, Francia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, los Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia.

