



BANCO CENTRAL EUROPEO

INFORME ANUAL  
2003

INFORME ANUAL 2003

2003

2003

2003

2003

2003

2003

2003

2003

2003

2003

2003

2003

BCE ECB EZB EKT EKP



BANCO CENTRAL EUROPEO



BANCO CENTRAL EUROPEO



## INFORME ANUAL 2003

En el año 2004,  
todas las  
publicaciones del  
BCE reproducirán  
un motivo tomado  
del billete  
de 100 euros.

© Banco Central Europeo, 2004

**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.*

*Todos 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  
27 de febrero de 2004.*

ISSN 1561-4522 (edición impresa)

ISSN 1725-2873 (edición electrónica)

# ÍNDICE

<b>PRÓLOGO</b>	<b>10</b>
<b>CAPÍTULO I</b>	
<b>EVOLUCION ECONOMICA Y</b>	
<b>POLÍTICA MONETARIA</b>	
<b>I LA POLÍTICA MONETARIA DE LA ZONA</b>	
<b>DEL EURO</b>	<b>16</b>
1.1 Evaluación de la estrategia	
de política monetaria del BCE	<b>16</b>
1.2 Los tipos de interés oficiales	
del BCE registraron mínimos	
históricos en el 2003	<b>22</b>
<b>2 EVOLUCIÓN MONETARIA, FINANCIERA</b>	
<b>Y ECONOMICA</b>	<b>27</b>
2.1 Evolución monetaria y financiera	<b>27</b>
2.2 Evolución de los precios	<b>46</b>
2.3 Producto, demanda y mercado	
de trabajo	<b>54</b>
2.4 Evolución de las finanzas	
públicas	<b>61</b>
2.5 Entorno macroeconómico	
mundial, tipos de cambio y	
balanza de pagos	<b>63</b>
<b>3 EVOLUCIÓN ECONOMICA Y MONETARIA</b>	
<b>DE LOS PAÍSES DE LA UE NO</b>	
<b>PERTENECIENTES A LA ZONA EURO</b>	<b>72</b>
<b>CAPÍTULO 2</b>	
<b>OPERACIONES Y ACTIVIDADES COMO</b>	
<b>BANCO CENTRAL</b>	
<b>I OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA,</b>	
<b>OPERACIONES EN DIVISAS Y ACTIVIDADES</b>	
<b>DE INVERSIÓN</b>	<b>82</b>
1.1 Operaciones de política	
monetaria	<b>82</b>
1.2 Operaciones en divisas	<b>93</b>
1.3 Actividades de inversión	<b>93</b>
<b>2 SISTEMAS DE PAGO Y DE LIQUIDACIÓN</b>	
<b>DE VALORES</b>	<b>96</b>
2.1 El sistema TARGET	<b>96</b>
2.2 TARGET2	<b>98</b>
2.3 Uso transfronterizo de los	
activos de garantía	<b>99</b>
<b>3 BILLETES Y MONEDAS</b>	<b>102</b>
3.1 Circulación de los billetes y	
monedas y manejo del efectivo	<b>102</b>
3.2 Falsificaciones de billetes	
y labor de disuasión	<b>103</b>
3.3 Emisión y producción de billetes	<b>104</b>
<b>4 NUEVAS Y MEJORES ESTADÍSTICAS</b>	<b>107</b>
4.1 Nuevas estadísticas	<b>107</b>
4.2 Estrategia estadística a medio plazo	<b>108</b>
4.3 Mejoras en los marcos	
institucional y jurídico del	
sistema estadístico	<b>109</b>
<b>5 INVESTIGACIÓN ECONOMICA</b>	<b>110</b>
5.1 Temas de investigación	<b>110</b>
5.2 Redes de investigación	<b>110</b>
5.3 Modelización macroecono-	
métrica de la zona del euro	<b>112</b>
5.4 Conferencias y programas	
de visitantes	<b>112</b>
<b>6 OTRAS TAREAS Y ACTIVIDADES</b>	<b>114</b>
6.1 Cumplimiento de las prohibiciones	
relativas a la financiación mone-	
taria y al acceso privilegiado	<b>114</b>
6.2 Funciones consultivas	<b>114</b>
6.3 Gestión de las operaciones	
de endeudamiento y de préstamo	
de la Comunidad Europea	<b>115</b>
6.4 Servicios de gestión de reservas	<b>115</b>
<b>CAPÍTULO 3</b>	
<b>ESTABILIDAD E INTEGRACIÓN FINANCIERAS</b>	
<b>I ESTABILIDAD FINANCIERA</b>	<b>120</b>
1.1 Seguimiento de la estabilidad	
financiera	<b>120</b>
1.2 Cooperación en situaciones	
de crisis	<b>123</b>
<b>2 REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN FINANCIERAS</b>	<b>124</b>
2.1 El marco Lamfalussy	<b>124</b>
2.2 Sector bancario	<b>124</b>
2.3 Valores	<b>126</b>
2.4 Otras cuestiones	<b>126</b>
<b>3 INTEGRACIÓN FINANCIERA</b>	<b>128</b>

<b>4 VIGILANCIA DE LAS INFRAESTRUCTURAS DE MERCADO</b>	<b>134</b>	<b>CAPÍTULO 7</b>	<b>AMPLIACIÓN DE LA UNIÓN EUROPEA</b>	
4.1 Vigilancia de las infraestructuras y de los sistemas de grandes pagos en euros	134	<b>1 EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y FINANCIERA Y POLÍTICAS APLICADAS</b>		<b>171</b>
4.2 Servicios de pequeños pagos	136	1.1 Evolución económica		171
4.3 Sistemas de compensación y liquidación de valores	137	1.2 Evolución de los mercados financieros		174
<b>CAPÍTULO 4</b>		<b>2 CONVERGENCIA LEGAL</b>		<b>177</b>
<b>ASUNTOS EUROPEOS E INTERNACIONALES</b>		<b>3 PREPARATIVOS PARA LA ADHESIÓN</b>		<b>178</b>
<b>1 ASUNTOS EUROPEOS</b>	<b>142</b>	3.1 Operaciones de los bancos centrales		178
1.1 Asuntos de carácter político	142	3.2 Sistemas de pago y de liquidación		178
1.2 Cambios institucionales de importantes organismos europeos	147	3.3 Billetes		180
<b>2 ASUNTOS INTERNACIONALES</b>	<b>148</b>	3.4 Estadísticas		180
2.1 Sistema monetario y financiero internacional	148	3.5 Infraestructura y aplicaciones de los sistemas de información		180
2.2 Cooperación con los países no pertenecientes a la UE	151	<b>CAPÍTULO 8</b>	<b>MARCO INSTITUCIONAL, ORGANIZACIÓN Y CUENTAS ANUALES</b>	
<b>CAPÍTULO 5</b>		<b>1 ÓRGANOS RECTORES Y GOBIERNO CORPORATIVO DEL BCE</b>		<b>184</b>
<b>RENDICIÓN DE CUENTAS</b>		1.1 Eurosistema y Sistema Europeo de Bancos Centrales		184
<b>1 RENDICIÓN DE CUENTAS ANTE LA OPINIÓN PÚBLICA</b>	<b>156</b>	1.2 Consejo de Gobierno		185
<b>2 RENDICIÓN DE CUENTAS ANTE EL PARLAMENTO EUROPEO</b>	<b>158</b>	1.3 Comité Ejecutivo		188
2.1 Las relaciones entre el BCE y el Parlamento Europeo en el 2003	158	1.4 Consejo General		190
2.2 Opinión del BCE sobre cuestiones planteadas en las reuniones con el Parlamento Europeo	158	1.5 Comités del SEBC y Comité de Presupuestos		191
<b>CAPÍTULO 6</b>		1.6 Gobierno corporativo		192
<b>COMUNICACIÓN EXTERNA</b>		<b>2 PROGRESOS EN LA ORGANIZACIÓN</b>		<b>194</b>
<b>1 POLÍTICA DE COMUNICACIÓN</b>	<b>164</b>	2.1 Recursos humanos		194
<b>2 INSTRUMENTOS DE COMUNICACIÓN</b>	<b>165</b>	2.2 Medidas para fortalecer el funcionamiento de la organización interna		195
<b>3 LA COMUNICACIÓN EN EL 2003</b>	<b>166</b>	2.3 Nueva sede del BCE		196
		<b>3 DIÁLOGO SOCIAL DEL BCE</b>		<b>198</b>
		<b>4 CUENTAS ANUALES DEL BCE</b>		<b>199</b>
		4.1 Balance a 31 de diciembre 2003		200
		4.2 Cuenta de pérdidas y ganancias del ejercicio 2003		202

4.3	Normativa contable	203	4	Diferenciales de inflación en la zona del euro: posibles causas e implicaciones de política económica	48
4.4	Notas sobre el balance	207			
4.5	Notas sobre la cuenta de pérdidas y ganancias	214		Gráfico: Dispersión de la inflación en la zona del euro	48
4.6	Nota sobre la asignación de pérdidas	217	5	Avance de las reformas estructurales en los mercados de trabajo y de productos de la zona del euro	55
4.7	Informe de auditoría	219			
<b>5</b>	<b>BALANCE CONSOLIDADO DEL EUROSISTEMA 2003</b>	<b>220</b>	6	La importancia de reformas integrales para la sostenibilidad de las finanzas públicas	64
<b>ANEXOS</b>					
	<b>INSTRUMENTOS JURÍDICOS ADOPTADOS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO</b>	<b>224</b>	7	Gestión de riesgos relacionada con la concesión de crédito en las operaciones de política monetaria y de sistemas de pago	91
	<b>DICTÁMENES EMITIDOS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO</b>	<b>227</b>	8	Políticas óptimas para los participantes en el mercado que toman parte en operaciones realizadas a través del MCBC, acordadas por la Federación Bancaria Europea, el Grupo Europeo de Cajas de Ahorro y la Asociación Europea de Cooperativas de Crédito	100
	<b>DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL BCE DESDE ENERO DEL 2003</b>	<b>231</b>	9	Medidas de la integración de los mercados financieros de la zona del euro	131
	<b>CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA</b>	<b>235</b>	10	Red de investigación sobre los mercados de capital y la integración financiera en Europa	132
	<b>GLOSARIO</b>	<b>237</b>	11	El procedimiento de déficit excesivo	146
	<b>LISTA DE RECUADROS, CUADROS Y GRÁFICOS</b>		12	Declaración relativa a la misión del BCE	167
<b>RECUADROS</b>					
1	Trabajos de investigación relacionados con la evaluación de la estrategia de política monetaria del BCE	20	<b>CUADROS</b>		
2	El mercado de valores de renta fija privada en los países de la zona del euro	32	1	Cuadro resumen de variables monetarias	28
	Gráfico: Saldo vivo de valores de renta fija emitidos en euros por instituciones distintas de IFM	33	2	Distribución sectorial del saldo vivo de valores distintos de acciones denominados en euros emitidos por residentes en la zona del euro	34
3	Evolución de la situación financiera de los hogares y de las sociedades no financieras de la zona del euro	36	3	Financiación e inversión financiera de los sectores no financieros de la zona del euro	35
	Gráfico A: Deuda del sector privado no financiero	36	4	Evolución de los precios	46
	Gráfico B: Capacidad de financiación/ de endeudamiento del sector privado no financiero	36	5	Indicadores de costes laborales	53
			6	Composición del crecimiento del PIB real	54
			7	Evolución del mercado de trabajo	59
			8	Situación presupuestaria de la zona del euro	62



9	Indicadores macroeconómicos de Dinamarca	72	18	Remuneración por asalariado, por sectores	53
10	Indicadores macroeconómicos de Suecia	75	19	Contribuciones al crecimiento trimestral del PIB real	57
11	Indicadores macroeconómicos del Reino Unido	77	20	Indicadores de confianza	58
12	Flujos de pagos en TARGET	97	21	Exportaciones de bienes y producción industrial	58
13	Asignación de la producción de billetes en el 2003	105	22	Desempleo	60
			23	Tipos de cambio efectivos nominal y real	68
			24	Balanza por cuenta corriente de la zona del euro y sus componentes	69
			25	Exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro, demanda exterior y tipo de cambio efectivo nominal	70
			26	Cuenta financiera de la zona del euro	71
			27	Indicadores económicos y financieros de la zona del euro y de los países de la UE no pertenecientes a la zona	73
			28	Factores de liquidez y uso de las facilidades permanentes en la zona del euro en el año 2003	83
			29	Activos de garantía de la lista «uno» para las operaciones de crédito del Eurosistema	89
			30	Uso de activos de garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema	90
			31	Activos transfronterizos en porcentaje del total de los activos de garantía entregados al Eurosistema	101
			32	Importe total de los billetes en circulación entre 2000 y 2003	102
			33	Número total de billetes en circulación en 2002 y 2003	102
			34	Número de billetes en circulación en los años 2002 y 2003	103
			35	Publicación de los documentos de trabajo del BCE	110
			36	Serie de documentos de trabajo del BCE: Clasificación del Journal of Economic Literature	111
<b>GRÁFICOS</b>					
1	Expectativas de inflación a largo plazo	18			
2	Tipos de interés del BCE y tipo de interés a un día	23			
3	Crecimiento de M3 y valor de referencia	27			
4	Estimaciones de las brechas monetarias nominal y real	28			
5	Movimientos de M3 y de sus contrapartidas	29			
6	Detalle por sectores de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro	31			
7	Endeudamiento de los sectores no financieros de la zona del euro	35			
8	Tipos de interés a corto plazo en el mercado de la zona del euro	39			
9	Tipos de interés de los futuros del EURIBOR a tres meses y volatilidad implícita	39			
10	Rendimiento de la deuda pública a largo plazo	40			
11	Rendimiento real de los bonos a largo plazo y tasa de inflación implícita de la zona del euro	41			
12	Tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM y tipo de mercado comparable	43			
13	Tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM y tipo de mercado comparable	43			
14a	Índices bursátiles	44			
14b	Volatilidad implícita de los mercados de renta variable	44			
15	Principales componentes del IAPC	47			
16	Contribuciones al IAPC por componentes	47			
17	Detalle de los precios industriales	52			

## 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
c.i.f.	Coste, seguro y fletes
CLUM	Costes Laborales Unitarios de las Manufacturas
ECU	Unidad de Cuenta Europea
EEE	Espacio Económico Europeo
EUR	Euro
FMI	Fondo Monetario Internacional
f.o.b.	Franco a bordo
IAPC	Índice Armonizado de Precios de Consumo
IFM	Instituciones Financieras Monetarias
IME	Instituto Monetario Europeo
IPC	Índice de Precios de Consumo
IPRI	Índice de Precios Industriales
MBP5	Quinta edición del Manual de Balanza de Pagos
mm	Miles de millones
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 Estados miembros de la UE y los países adherentes se enumeran en este Informe en el orden alfabético correspondiente a las respectivas lenguas nacionales.**



El BCE ha estado organizando desde 1998 una serie de exposiciones tituladas «Arte contemporáneo de los Estados miembros de la Unión Europea», con el fin de ofrecer a su personal y a sus visitantes una idea del panorama artístico contemporáneo de cada uno de los países comunitarios. Se ha optado por el arte de este período por ser ilustrativo del momento en que se hizo realidad la Unión Monetaria Europea.

El BCE ha adquirido algunas de las obras mostradas en las exposiciones para formar parte de su colección artística, que seguirá ampliándose en el futuro. Las ocho páginas que separan los capítulos de este Informe Anual presentan una selección de obras pertenecientes a esta colección.

**Artista: Hans Vandekerckhove**

Título: Landschapeling, 2000

Técnica: Óleo sobre lienzo, Tamaño: 200 x 160 cm. 14

**Artista: José María Sicilia**

Título: La luz que se apaga, 1997

Técnica: Cera, óleo y papel sobre madera, Tamaño: 185 x 157 cm. 80

**Artista: Gerhard Balder**

Título: Roter Nautilus, 1995

Técnica: Óleo sobre lienzo, Tamaño: 70 x 54 cm. 118

**Artista: Jens Fänge**

Título: Jugend, 2003

Técnica: Óleo sobre lienzo, Tamaño: 132 x 122 cm. 140

**Artista: Kyriakos Mortarakos**

Título: Sin Título

Técnica: Técnica mixta, Tamaño: 220 x 320 cm. 154

**Artista: Gérard Garouste**

Título: La duègne et le pénitent, 1998

Técnica: Óleo sobre lienzo, Tamaño: 195 x 160 cm. 162

**Artista: Árpád Szabados**

Título: Sin título, 1995

Técnica: Técnica mixta, Tamaño: 120 x 90 cm. 168

**Artista: Koen Vermeule**

Título: Sin título (detalle), 2002

Técnica: Óleo sobre lienzo, Tamaño: 210 x 210 cm. 182

# PRÓLOGO



Wim Duisenberg estuvo al frente del Banco Central Europeo (BCE) durante la mayor parte del año pasado, y deseo rendirle el debido tributo por su labor. Bajo su presidencia, el Instituto Monetario Europeo, el BCE y los bancos centrales nacionales han superado con éxito todos los retos que han tenido que afrontar: la introducción del euro en los mercados de capitales y en los pagos en dinero bancario el 4 de enero de 1999, la adaptación al cambio de siglo y, el 1 de enero de 2002, el canje de billetes y monedas. El Eurosistema ha consolidado su credibilidad con una política fiable y se considera que actúa como garante eficaz de la moneda, manteniendo la estabilidad de precios y la confianza en el euro. La gestión eficiente del equipo monetario europeo constituye el legado que los demás miembros del Comité Ejecutivo del BCE y yo mismo deseamos preservar y afianzar en los próximos años.

\*\*\*

En diciembre del 2002, el Consejo de Gobierno del BCE anunció su decisión de realizar una evaluación exhaustiva de su estrategia de política monetaria en el primer semestre del 2003. Desde la creación del BCE, su estrategia de

política monetaria ha proporcionado una base sólida para la toma de decisiones interna y un marco homogéneo para la comunicación externa, favoreciendo con ello el cumplimiento del principio de rendición de cuentas. En efecto, existe evidencia de que, desde el año 1999, las expectativas de inflación a largo plazo, que constituyen una medida de la credibilidad del banco central, se han mantenido acordes con la definición de estabilidad de precios del BCE. Una menor incertidumbre en torno a la inflación futura ha contribuido a reducir la prima de riesgo de los tipos de interés y, por ende, los costes reales de financiación. Era natural que después de más de cuatro años de actividad, el Consejo de Gobierno deseara mirar atrás y reflexionar de forma sistemática sobre la experiencia adquirida y los comentarios formulados por los observadores externos.

El 8 de mayo de 2003, el Consejo de Gobierno informó de los resultados relativos a la evaluación de su estrategia, confirmando la definición de estabilidad de precios anunciada en octubre de 1998: un incremento interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) de la zona del euro inferior al 2%. Al mismo tiempo, el Consejo de Gobierno aclaró que, para lograr la estabilidad de precios conforme a su definición, su objetivo era mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, pero próximas a este valor, en el medio plazo. El Consejo de Gobierno confirmó, asimismo, que seguiría basando sus decisiones de política monetaria en un análisis exhaustivo de los riesgos para la estabilidad de precios, que incluía un análisis económico y un análisis monetario, destacando que, con el fin de efectuar una evaluación conjunta de los riesgos para la estabilidad de precios, continuaría contrastando la información obtenida de un análisis económico detallado con el análisis monetario en una perspectiva a medio y largo plazo. Para subrayar el carácter de largo plazo del valor de referencia del crecimiento monetario, el Consejo de Gobierno decidió eliminar su revisión anual. Al confirmar y explicar los principales elementos de su concepto de política monetaria orientada hacia la estabilidad, el Consejo de Gobierno ha

contribuido a que se comprenda mejor la estrategia del BCE, tanto en Europa como en el resto del mundo.

\*\*\*

En el primer semestre del 2003, la actividad económica se había debilitado considerablemente, tras la intensificación de las tensiones geopolíticas relacionadas con la situación en Iraq y ante la incertidumbre que reinaba en los mercados financieros. Fue en el verano del 2003 cuando se comenzó a recobrar gradualmente la confianza económica en la zona del euro y se consolidaron las señales de recuperación económica mundial. Así, el crecimiento del PIB real de la zona del euro fue del 0,4% en el 2003, en comparación con el 0,9% del 2002. En los últimos meses, la actividad económica ha aumentado en la zona del euro. Se ha mantenido el intenso crecimiento de las exportaciones de la zona, como consecuencia de la dinámica expansión de la economía mundial. Además, se dan ya las condiciones para una recuperación de la demanda interna, en parte como resultado del bajo nivel de los tipos de interés y de unas condiciones de financiación generalmente favorables. La evolución poco alentadora del crecimiento del PIB real en los últimos años es indicativa de la falta de flexibilidad de la economía de la zona del euro y de su consiguiente vulnerabilidad ante perturbaciones externas. A este respecto, si bien se han logrado ciertos avances, que hay que reconocer y celebrar, es preciso todavía realizar un esfuerzo considerable y continuado con el fin de llevar a la práctica las reformas estructurales necesarias para potenciar el crecimiento del empleo, elevar la tasa de actividad, aumentar la productividad e incrementar el crecimiento potencial de la zona del euro. Por otro lado, la evolución demográfica que se observa pone de manifiesto la necesidad de adoptar medidas correctoras para garantizar la sostenibilidad a largo plazo de los sistemas de asistencia sanitaria y de pensiones.

En el 2003, la inflación interanual medida por el IAPC descendió al 2,1%, desde el 2,3% registrado en el 2002. La persistencia de tasas de

inflación superiores al 2% fue consecuencia, principalmente, del incremento imprevisto de los precios de algunos de los componentes más volátiles del IAPC, como el observado en el segundo semestre del año por los precios del petróleo y de los alimentos. También influyó, en cierta medida, el aumento de los impuestos indirectos y de los precios administrados llevado a cabo en el transcurso del año. Desde una perspectiva a medio plazo, se esperaba que las presiones inflacionistas fuesen compatibles con la estabilidad de precios en el 2003.

Las perspectivas favorables para la estabilidad de precios no se vieron comprometidas por el fuerte y sostenido crecimiento monetario registrado en el año. En efecto, parte de esta fortaleza se atribuyó a la profunda incertidumbre que afectó a la economía y a los mercados financieros durante el primer semestre del 2003 y que dio origen a desplazamientos de cartera hacia activos a corto plazo, más seguros y con mayor liquidez, incluidos en M3. Por consiguiente, no se consideró alarmante la acumulación de un exceso de liquidez, aunque es necesario estar atentos en caso de que el alto nivel de liquidez persista cuando se acelere la recuperación económica.

En vista de la moderación de las presiones inflacionistas observada en el primer semestre del 2003, los tipos de interés oficiales del BCE se recortaron 25 puntos básicos en marzo y 50 puntos básicos en junio. Así, el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación se situó en el 2%, su nivel históricamente más bajo. Estas decisiones tuvieron por objeto el mantenimiento de las tasas de inflación por debajo del 2%, o próximas a este valor, en el medio plazo. Los tipos de interés excepcionalmente bajos compensaron también, en cierta medida, los distintos factores que estaban afectando adversamente a la actividad económica. En el segundo semestre del 2003, no se modificaron los tipos de interés oficiales del BCE, al considerarse que la orientación de la política monetaria era la adecuada para mantener la estabilidad de precios a medio plazo.

Por lo que respecta a las políticas presupuestarias, la mayoría de los Estados miembros no cumplieron los objetivos establecidos en los programas de estabilidad presentados a finales del 2002 y comienzos del 2003. El déficit público medio de la zona del euro se incrementó del 2,3% del PIB en el año 2002 al 2,7% en el 2003. Además, la situación presupuestaria continuó siendo motivo de inquietud en países que ya habían registrado considerables desequilibrios en el 2002. El 25 de noviembre, el Consejo ECOFIN acordó no actuar sobre la base de las recomendaciones de la Comisión relativas a Alemania y Francia, y dejar en suspenso los procedimientos de déficit excesivo iniciados contra estos países. Ambos países se comprometieron a corregir sus déficit excesivos a la mayor brevedad posible y, a más tardar, en el 2005. Por su parte, el Consejo señaló que si estos dos países no atendían sus compromisos, estaba dispuesto a adoptar una decisión con arreglo al apartado 9 del artículo 104 del Tratado, poniendo de nuevo en marcha el procedimiento de déficit excesivo. Asimismo, otros países que siguen registrando desequilibrios presupuestarios han de realizar progresos para alcanzar situaciones presupuestarias cercanas al equilibrio o con superávit en el medio plazo.

El mantenimiento de la confianza en la solidez de las finanzas públicas y en los fundamentos económicos e institucionales de la Unión Económica y Monetaria resulta crucial. En opinión del Consejo de Gobierno, todas las partes involucradas deben estar a la altura de sus responsabilidades y compromisos. De cara al futuro, se considera esencial consolidar el saneamiento presupuestario y las reformas estructurales; consolidación que también debería influir positivamente en el corto plazo, ya que podría aumentar la confianza de la opinión pública en la credibilidad de las normas y en la sostenibilidad presupuestaria a largo plazo. Por otra parte, las reformas en materia de gasto y fiscalidad, así como el otorgar prioridad al gasto productivo, favorecerían el crecimiento potencial del producto.

\*\*\*

El 1 de mayo de 2004, diez países se integrarán en la Unión Europea y diez nuevos bancos centrales pasarán a ser miembros del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC). Este importante acontecimiento político y económico, que tendrá lugar tan sólo catorce años después de la caída del muro de Berlín y doce después de la firma del Tratado de Maastricht, demuestra la rapidez a la que avanza la historia. Dentro de su ámbito de competencias, el BCE y los bancos centrales nacionales, en colaboración con los bancos centrales de los países adherentes, han realizado una ingente labor de preparación con el fin de que los bancos centrales de estos países se integren sin contratiempos en el SEBC. Con el fin de afrontar este reto, el BCE ha contratado y sigue contratando nuevos empleados, sobre todo expertos de los países adherentes, que contribuirán con sus conocimientos y formación específica a la eficacia y el dinamismo del BCE. Además, a partir de junio del 2003 se invitó a los gobernadores de los bancos centrales de estos países a participar en las reuniones del Consejo General en calidad de observadores, al tiempo que expertos de dichos bancos han participado, también como observadores, en los comités del SEBC desde abril del 2003.

La adhesión de diez nuevos países constituye un acontecimiento histórico e institucional crucial para la Unión Europea, que ha llevado a sus ciudadanos a elaborar un nuevo proyecto de Constitución mediante los trabajos de la Convención sobre el futuro de Europa. El BCE realizó un atento seguimiento de las tareas la Convención y de la conferencia intergubernamental e intervino en sus deliberaciones en asuntos de relevancia para las funciones y el mandato del BCE y del SEBC. En general, el Consejo de Gobierno del BCE ha acogido positivamente el proyecto de Tratado por el que se instituye una Constitución para Europa, entendiendo que no introducirá modificaciones en las funciones, el mandato, el estatus ni en el régimen jurídico del BCE y del SEBC. La principal petición del BCE fue que se introdujera una referencia al «crecimiento no inflacionista» o a la «estabilidad de precios» en el apartado 3 del artículo I-3, relativo a los objetivos de la Unión Euro-

pea, pues el texto de la Convención no contenía una referencia adecuada a la importancia del asunto. En particular, el BCE también pidió que se reconociera la independencia de los bancos centrales nacionales en el artículo I-29, que se introdujera en el proyecto de Constitución una referencia al término «Eurosistema», ampliamente aceptado, y que se añadiera una referencia explícita a las responsabilidades del SEBC en el artículo III-90, sobre la forma de garantizar el lugar que debe ocupar el euro en el sistema monetario internacional.

\*\*\*

El 2003 fue un año que constituyó un reto en cuanto a la organización y al funcionamiento del BCE. A finales del año pasado, las cuentas nacionales del BCE registraron una pérdida neta de 477 millones de euros. Esta pérdida se debió principalmente a las minusvalías no realizadas de los activos denominados en dólares estadounidenses mantenidos por el BCE, que no pudieron compensarse con los ingresos obtenidos, incluidos los correspondientes a los billetes en circulación, ni con la aplicación de una provisión de 2,6 miles de millones de euros dotada en años anteriores para cubrir los riesgos de tipo de cambio y de tipos de interés. La depreciación del dólar estadounidense a lo largo del 2003 condujo a cuantiosas pérdidas no realizadas que, de conformidad con el principio de prudencia, se consideran realizadas y se registran en la cuenta de pérdidas y ganancias, mientras que las ganancias no realizadas se contabilizan en las cuentas de revalorización. Además, en el año 2003, los reducidos tipos de interés, en términos históricos, y su evolución con respecto a las principales reservas de divisas del BCE y al euro, también produjeron una disminución de los ingresos por intereses, incluidos los procedentes de los activos contrapartida de los billetes en circulación.

A finales del 2003, el número de empleados del BCE ascendía a 1.217, frente a los 1.109 de finales del año anterior. Desde el 1 de enero de 2003, los ciudadanos de los países adherentes pueden presentarse a todos los puestos vacantes, y el BCE llevó a cabo, con buenos resulta-

dos, una campaña de contratación de nacionales de estos países, para cubrir puestos específicos de traductor, jurista-lingüista y asesor jurídico. Actualmente hay contratadas 39 personas de los países adherentes, con contratos de más de un año de duración.

Desde 1998, el BCE ha crecido de manera constante y el número de empleados se ha incrementado notablemente, lo que ha creado la necesidad de fortalecer el funcionamiento de la organización interna de manera permanente. En este contexto, el Comité Ejecutivo decidió realizar encuestas entre los empleados sobre cuestiones relacionadas con los principios corporativos, la comunicación interna y la organización. A partir de los resultados de las encuestas, el Comité Ejecutivo acordó iniciar un proceso de cambios en la gestión denominado «El BCE en movimiento». Se crearon cuatro equipos bajo la dirección de un grupo de trabajo creado al efecto y del Comité Ejecutivo. En octubre del 2003, el Comité Ejecutivo aprobó una serie de medidas que estarán preparadas para su implantación el 1 de julio de 2004. Nuestro objetivo es mejorar el funcionamiento y la eficacia del BCE y la gestión de los recursos humanos, así como reforzar entre todos los empleados valores de banca central, tales como la eficiencia, la imparcialidad, la discreción y unas rigurosas normas éticas. La característica esencial del proyecto «El BCE en movimiento» es aplicar a los distintos aspectos del funcionamiento de la institución el concepto de equipo, de una manera más completa, exhaustiva y eficaz. Esto va a llevarse a cabo potenciando a los empleados, a través de compensaciones directas a su rendimiento y mediante la consolidación de un entorno abierto y cooperativo.

Fráncfort del Meno, marzo del 2004



Jean-Claude Trichet



**Artista**  
Hans Vandekerckhove  
**Título**  
Landschappeling, 2000  
**Técnica**  
Óleo sobre lienzo  
**Tamaño**  
200 × 160 cm



## CAPÍTULO I

# EVOLUCION ECONÓMICA Y POLÍTICA MONETARIA

# I LA POLÍTICA MONETARIA DE LA ZONA DEL EURO

## I.1 EVALUACIÓN DE LA ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA DEL BCE

Tras haber instrumentado la política monetaria de la zona del euro durante más de cuatro años, el Consejo de Gobierno realizó en la primera mitad del 2003 una evaluación exhaustiva de la estrategia de política monetaria del BCE, con el fin de hacer balance de la experiencia acumulada hasta entonces. Para llevar a cabo esta evaluación se tuvo en consideración el debate público sobre el diseño adecuado de la política monetaria y los resultados de una serie de estudios técnicos elaborados por los expertos del Eurosistema, que se utilizaron como material de referencia (véase recuadro 1). El 8 de mayo de 2003, el Consejo de Gobierno hizo público el resultado de su evaluación, que se centró en la cuantificación del objetivo de estabilidad de precios del BCE y en el marco de análisis de los riesgos para la estabilidad de precios.

### EL OBJETIVO DE ESTABILIDAD DE PRECIOS

En octubre de 1998, el Consejo de Gobierno del BCE anunció que definiría su objetivo de estabilidad de precios en términos cuantitativos como «un incremento interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) inferior al 2% para el conjunto de la zona del euro». Al hacer referencia a un incremento del IAPC inferior al 2%, la definición de estabilidad de precios estableció claramente que tanto la inflación como la deflación son incompatibles con la estabilidad de precios. Esta definición no fijaba un límite inferior específico para las tasas de inflación, debido a la incertidumbre relativa a la magnitud de un posible sesgo de la inflación medida por el IAPC y a la posibilidad de que este variase en el tiempo. El límite superior quedó claramente fijado por encima de cero, a fin de incorporar en la definición un margen de seguridad frente a los riesgos de deflación, al tiempo que el 2% se consideró lo bastante bajo como para permitir recoger los beneficios de la estabilidad de precios.

El Consejo de Gobierno especificó también que «la estabilidad de precios ha de mantenerse

en el medio plazo», lo que implica el reconocimiento de que la política monetaria no es adecuada para controlar los precios ni para ajustar la evolución económica a corto plazo.

En su anuncio del 8 de mayo del 2003, el Consejo de Gobierno confirmó su definición de estabilidad de precios, al tiempo que puntualizó que, de acuerdo con la misma, aspira a mantener la tasa de inflación por debajo del 2%, aunque próxima a este valor, en el medio plazo.

Al cuantificar su objetivo de estabilidad de precios, el Consejo de Gobierno volvió a tomar en consideración expresamente tanto los costes de la inflación, como los posibles argumentos a favor de tolerar una moderada inflación positiva.

Los costes asociados a la inflación se entienden bien. Estudios recientes sugieren que, en realidad, pueden ser más elevados de lo que se pensaba, incluso en el caso de que se registren tasas de inflación moderadas. En particular, la inflación interfiere en la función señalizadora de las variaciones de los precios relativos y supone el desvío de recursos desde usos productivos hacia actividades encaminadas a proteger de la inflación a los inversores. Además, la inflación intensifica los efectos distorsionadores de la imposición fiscal y puede aumentar la incertidumbre y, con ello, las primas de riesgo asociadas, obstaculizando la acumulación de capital en la economía. Desde la perspectiva de la redistribución, la inflación amplía las desigualdades, ya que perjudica a los grupos sociales más débiles, aquellos que están menos capacitados para protegerse de los costes de la inflación. Salvo otras consideraciones parece que hay argumentos sólidos a favor de la estabilidad de precios en su sentido literal.

<sup>1</sup> Véase también el artículo titulado «Resultados de la evaluación del BCE de su estrategia de política monetaria» en el Boletín Mensual del BCE de junio del 2003.

No obstante, a pesar de los significativos costes de la inflación, algunas consideraciones también indican que sería aconsejable mantener una inflación positiva moderada. El primer argumento se refiere a que existen un límite inferior igual a cero para los tipos de interés nominales y unos riesgos de deflación. Así, un banco central no puede reducir los tipos de interés nominales por debajo de cero, pues cualquier intento fracasaría, puesto que el público preferiría mantener efectivo, cuya rentabilidad nominal es cero, a constituir o mantener depósitos a un tipo de interés negativo. En tales condiciones, un período prolongado de deflación provocado por perturbaciones de tono negativo en la demanda agregada podría limitar la capacidad del banco central de reducir los tipos de interés reales para estimular la demanda y contrarrestar las presiones deflacionistas. Aunque existen medidas alternativas de política monetaria incluso con tipos de interés nominales iguales a cero, quizás resulte conveniente mantener un margen de seguridad que trate de mantener una tasa de inflación positiva, aunque reducida, en lugar de una inflación nula.

El segundo argumento a favor de mantener una tasa de inflación positiva moderada es la posibilidad de que exista un sesgo de medición en el índice de precios, provocado, por ejemplo, por la falta de los ajustes adecuados que requerirían las variaciones en la calidad de los bienes y productos. En este contexto, el tratar de conseguir una tasa de inflación nula podría llevar a una reducción de los precios. Los estudios disponibles indican que el sesgo de medición del IAPC de la zona del euro probablemente es limitado.

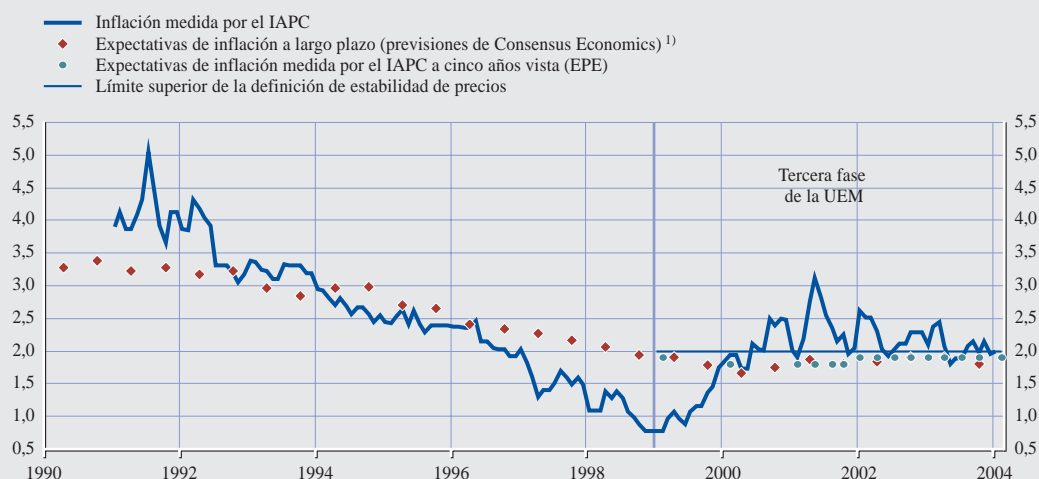
El tercer argumento a favor de lograr tasas de inflación positivas reducidas se refiere al hecho de que una tasa de variación positiva del nivel de los precios puede tener un efecto beneficioso a la hora de facilitar el ajuste real de la economía frente a distintas perturbaciones, en presencia de rigideces nominales a la baja, que pueden tener su origen en la resistencia de los productores y los trabajadores a aceptar reduc-

ciones nominales de los precios y los salarios. Si bien la importancia práctica de las rigideces nominales a la baja es bastante incierta y la evidencia empírica no es concluyente, en especial para la zona del euro, resulta fundamental que las reformas estructurales traten de aumentar la flexibilidad de los mercados de productos y de trabajo.

Otro argumento que podría aducirse a favor del mantenimiento de una reducida tasa de inflación positiva en el medio plazo se refiere al proceso de convergencia real entre regiones heterogéneas de una unión monetaria. Si la convergencia entre las distintas regiones en lo que respecta a los niveles de renta y productividad no es completa, pueden surgir diferenciales de inflación estructural entre las citadas regiones, que permiten que el nivel de los precios (y de la renta) en las zonas menos desarrolladas alcance el de las economías más maduras de la unión. En tales circunstancias, se ha argumentado que la política monetaria debería tener por objeto registrar una tasa de inflación en toda la unión monetaria lo suficientemente elevada como para impedir que las regiones con tasas de inflación más bajas tengan que afrontar los considerables costes asociados a las rigideces nominales a la baja o que registren períodos prolongados de reducción de los precios. Aunque, en teoría, estas consideraciones son sólidas, en la práctica pueden tenerse en cuenta a través de una estrategia dirigida a mantener la tasa de inflación por debajo del 2%, aunque próxima a este valor, en el medio plazo, tal y como expuso el Consejo de Gobierno el 8 de mayo. De hecho, es necesario señalar que el grado de convergencia existente en la zona del euro es relativamente elevado, y no parece plantear un problema importante en la coyuntura actual. A la vista del proceso de adhesión en curso, es probable que la importancia global de este efecto continúe siendo limitada en el futuro, dado el reducido peso relativo de la economía de los países adherentes en una zona del euro ampliada. Además, estos países tendrán que cumplir los criterios de convergencia antes de adoptar el euro, para lo que tendrán que demostrar que han alcanzado un grado

## Gráfico 1 Expectativas de inflación a largo plazo

(tasas de variación interanuales)



Fuentes: Eurostat, previsiones de Consensus Economics, encuesta a expertos en previsión económica y cálculos del BCE.

1) Las expectativas de inflación a largo plazo son expectativas de inflación del mercado a un horizonte comprendido entre seis y diez años. Hasta diciembre del 2002, se construyeron como media ponderada de los cinco mayores países de la zona del euro, que representan más del 80% del PIB de la zona.

suficiente de convergencia sostenible y que satisfacen las condiciones necesarias para mantener un entorno de inflación reducida.

En cuanto al índice a utilizar para valorar si se ha logrado la estabilidad de precios, el Consejo de Gobierno determinó que el IAPC continúa siendo apropiado. Se trata del índice que mejor aproxima, de manera armonizada entre los distintos países de la zona del euro, las variaciones temporales que se van produciendo en el precio de una cesta representativa de bienes de consumo. Es una herramienta estadística caracterizada por su credibilidad y fiabilidad, que contribuye a comunicar, de forma transparente, el compromiso del BCE de proporcionar una protección plena y efectiva frente a disminuciones del poder adquisitivo del dinero.

En ocasiones se alega que los bancos centrales deberían utilizar el denominado índice de inflación «subyacente» para definir su objetivo primordial, por ser un instrumento de análisis útil, ya que excluye los componentes más volátiles y otros factores de carácter transitorio de la inflación general con el fin de poner de manifiesto tendencias más fundamentales de la

evolución de los precios. No obstante, la elección de una medida de inflación subyacente para definir la estabilidad de precios plantearía inconvenientes a efectos de política monetaria y, en particular, en lo que respecta a la pérdida de transparencia. Además, resultaría una medida sumamente arbitraria, puesto que no existe un método único e indiscutible para determinar su medición. En todo caso, el BCE, al definir su objetivo de estabilidad de precios en términos de inflación general, no dedica una atención excesiva a la evolución de los precios a corto plazo en sus deliberaciones sobre la política monetaria. La orientación a medio plazo de la estrategia de política monetaria del BCE garantiza que el Consejo de Gobierno no adopte sus decisiones teniendo en cuenta la volatilidad de los precios a corto plazo.

En conclusión, la decisión adoptada por el Consejo de Gobierno el 8 de mayo del 2003 refleja la experiencia satisfactoria de la cuantificación del objetivo de estabilidad de precios del BCE y garantiza su plena continuidad con la política monetaria aplicada hasta entonces. Como muestra el gráfico 1, las expectativas de inflación a largo plazo en la zona del euro han



permanecido firmemente ancladas en niveles compatibles con la definición de estabilidad de precios desde enero de 1999, manteniéndose en un intervalo comprendido entre el 1,7% y el 1,9%, lo que constituye un resultado notable en un contexto de perturbaciones adversas de los precios que han afectado a la zona del euro. El hecho de que las expectativas de inflación estén sólidamente afianzadas permite contener el efecto inflacionista a medio plazo de las perturbaciones negativas de los precios, evitando así posibles reacciones fuertes de la política monetaria ante tales perturbaciones que, a su vez, podrían tener un efecto negativo en la variabilidad del producto.

#### **EL ANÁLISIS DE LOS RIESGOS PARA LA ESTABILIDAD DE PRECIOS**

En octubre de 1998, el Consejo de Gobierno del BCE anunció que el enfoque que ha adoptado para la organización, valoración y contraste de la información relevante para la evaluación de los riesgos para la estabilidad de precios se basaría en dos perspectivas analíticas, que posteriormente pasaron a conocerse como los «dos pilares» de la estrategia de política monetaria del BCE. Este marco está pensado para asegurar que no se descarte información relevante a efectos de la política monetaria al realizar un análisis exhaustivo de las perspectivas de estabilidad de los precios. En uno de los dos pilares, que asigna un papel destacado al dinero, se ha fijado un valor de referencia para el crecimiento del agregado monetario amplio coherente con el objetivo de estabilidad de precios del BCE.

El 8 de mayo del 2003, el Consejo de Gobierno anunció que seguiría fundamentando sus decisiones de política monetaria en un análisis exhaustivo de los riesgos para la estabilidad de precios, realizado sobre la base de los dos pilares. En lo sucesivo se aludirá a estas perspectivas como «análisis económico» y «análisis monetario». El Consejo de Gobierno manifestó que, con el paso del tiempo, se habían ampliado y profundizado los dos tipos de análisis, conforme habían aumentado la disponibilidad de datos relativos a la zona del euro y mejorado

las herramientas técnicas, y que seguirían desarrollándose en el futuro.

Asimismo, el Consejo de Gobierno explicó la forma en que integra la información procedente de estos dos tipos de análisis complementarios al tratar de adoptar un criterio general sobre los riesgos para la estabilidad de precios, y, concretamente, señaló que el análisis monetario constituye, principalmente, un instrumento para contrastar, desde una perspectiva de medio a largo plazo, la información de corto a medio plazo derivadas del análisis económico.

El análisis económico se centra, fundamentalmente, en la valoración de la situación económica y financiera existente y en los riesgos implícitos de corto a medio plazo para la estabilidad de precios, desde la perspectiva de la interrelación entre la oferta y la demanda en los mercados de bienes, servicios y factores productivos en dicho horizonte. A este respecto, se presta la debida atención a la necesidad de identificar la naturaleza de las perturbaciones que afectan a la economía, sus efectos sobre el comportamiento de los costes y de los precios y las perspectivas de corto a medio plazo referidas a su propagación en la economía.

No obstante, el análisis económico, por sí solo, no resulta efectivo para detectar los mecanismos mediante los cuales los factores monetarios actúan en horizontes temporales amplios y no identifica las tendencias a más largo plazo que determinan la evolución de los precios. Por tanto, resulta necesario que la política monetaria tenga expresamente en cuenta la información procedente de la tendencia a medio plazo del crecimiento monetario, que, desde un punto de vista empírico, está estrechamente vinculada a la formación de precios en horizontes temporales más amplios.

La indiscutible relación entre crecimiento monetario e inflación de medio a largo plazo proporciona a la política monetaria un ancla nominal sólida y fiable, más allá de los horizontes convencionalmente adoptados cuando se construyen previsiones de inflación a partir



## Recuadro I

### TRABAJOS DE INVESTIGACIÓN RELACIONADOS CON LA EVALUACIÓN DE LA ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA DEL BCE

Durante el invierno y la primavera del 2003, el Consejo de Gobierno del BCE llevó a cabo una evaluación de la estrategia de política monetaria del BCE. Los expertos del Eurosistema elaboraron diez estudios, en parte en colaboración con profesionales externos. Los estudios se centraron en cuestiones técnicas consideradas relevantes, como la elección del índice de precios y del formato utilizado para definir la estabilidad de precios, las propiedades de indicador de los agregados monetarios y la estabilidad de la demanda de dinero de la zona del euro. Los estudios se publicaron en la dirección del BCE en Internet inmediatamente después de que se comunicara el resultado de la evaluación de la estrategia de política monetaria el 8 de mayo del 2003. El BCE editó un libro en noviembre del 2003, en el que se recogían los estudios citados<sup>1</sup>.

En lo que respecta a la elección de un índice de precios, uno de los estudios llegó a la conclusión de que el IAPC continúa siendo un criterio válido para medir los precios de la zona del euro, pero que todavía se podía mejorar su construcción. Concretamente, es importante cambiar con frecuencia la base de los índices nacionales para garantizar la exactitud y comparabilidad del IAPC y reducir el sesgo de sustitución. Este sesgo se produce cuando un índice de precios no tiene en cuenta la posibilidad de que si aumentan los precios de determinados productos, los agentes opten por reemplazar los bienes de mayor precio por otros más baratos, alcanzando aún así el mismo nivel de utilidad.

La cuestión del formato utilizado para definir la estabilidad de precios está relacionada con la importancia de anunciar un objetivo específico, varios o un objetivo de estabilidad de precios formulado únicamente en términos cualitativos. Uno de los estudios efectuados se centró en este aspecto mediante el análisis de los datos de una encuesta sobre estas expectativas de inflación en 15 países industrializados, y observó que las expectativas de inflación a largo plazo estaban bien afianzadas en la mayoría de estos países. Al comparar la evidencia disponible respecto a los distintos tipos de objetivos de inflación, el estudio concluía que las características concretas de los anuncios de objetivos no tienen un efecto evidente en la capacidad de afianzar las expectativas de inflación.

Un tema de importancia analizado en dos de los estudios era el límite inferior igual a cero de los tipos de interés nominales y los riesgos de que se produzca una deflación prolongada o una espiral deflacionista. Aunque algunos de los costes relacionados con la inflación también se generan en períodos de deflación, existen problemas especialmente graves que son específicos de la deflación y que indican que puede ser aconsejable mantener una reducida tasa de inflación positiva como margen de seguridad. En ambos estudios, basados en modelos teóricos ligeramente distintos, se llegaba a la conclusión de que la probabilidad de que el límite inferior igual a cero pase a ser vinculante no constituía un factor importante, en términos cualitativos, cuando el objetivo de inflación era fijado en el 1% o en un valor superior.

<sup>1</sup> «Background Studies for the ECB's Evaluation of its Monetary Policy Strategy», BCE, 2003.

La decisión adoptada por el Consejo de Gobierno en 1998 de asignar un papel destacado al dinero fue un reconocimiento del hecho de que la inflación es un fenómeno monetario de medio a largo plazo. En uno de los estudios se pasó revista a un amplio conjunto de la literatura teórica y empírica y se llegó a la conclusión de que un seguimiento sistemático de la evolución monetaria puede ayudar a un banco central a identificar perturbaciones potencialmente desestabilizadoras que resultarían difíciles de detectar utilizando un modelo del sector real. En otro estudio se examinaba la posibilidad de que el agregado monetario estrecho mejorara las previsiones sobre el PIB real. Contrariamente a los resultados obtenidos para Estados Unidos, este estudio consideraba que, en la zona del euro, las propiedades de M1 para predecir son mejores y más sólidas que las de los diferenciales entre los rendimientos. En otro estudio se efectuaron contrastes formales de la estabilidad, tanto a corto como a largo plazo, de la demanda de los componentes del agregado monetario amplio para la zona del euro, y se determinó que no podía rechazarse la estabilidad de los parámetros de la demanda de dinero ni a largo ni a corto plazo. En otro de los estudios se analizó la cuestión de por qué la demanda del agregado monetario amplio ha sido más estable en el conjunto de la zona del euro que en países concretos de dentro y fuera de la zona. El estudio sugería, entre otras cosas, que la agregación de la demanda de dinero de los distintos países de la zona del euro había mejorado la estabilidad.

de modelos macroeconómicos convencionales. En este sentido, el enfoque del BCE constituye un compromiso para asegurar que, al tiempo que se responde a los hechos económicos conforme se presentan, se mantiene la coherencia con el seguimiento de la tasa de crecimiento monetario, factor fundamental que determina el comportamiento de los precios en horizontes temporales amplios.

El marco del BCE no supone dividir el conjunto de datos relevantes para la valoración de las perspectivas de los precios. De igual forma, no asigna rígidamente determinados indicadores al análisis económico o al análisis monetario, sino que tiene en cuenta todos los aspectos complementarios entre las variables que proporcionan información relevante de manera coherente.

Con el objeto de reflejar adecuadamente la función de instrumento de contraste del análisis monetario en la comunicación con la opinión pública, el Consejo de Gobierno también decidió que el comunicado preliminar del presidente previo a la conferencia de prensa mensual del BCE tendría una estructura diferente, que tomaría en consideración la clarificación de la estrategia de política monetaria del BCE.

A fin de poner de relieve la naturaleza de largo plazo del valor de referencia del crecimiento monetario como criterio de valoración de la evolución monetaria, el Consejo de Gobierno decidió, asimismo, que la revisión del valor de referencia ya no se efectuará con carácter anual. No obstante, también acordó seguir evaluando la validez de las condiciones y los supuestos que determinan el valor de referencia, y comunicar, cuando sea necesario, las modificaciones que se registren en los supuestos subyacentes.

## CONCLUSIÓN

En su anuncio del 8 de mayo del 2003, el Consejo de Gobierno confirmó y clarificó la estrategia de política monetaria del BCE. Su declaración de que tratará de mantener la tasa de inflación por debajo del 2%, pero próxima a este valor, es totalmente congruente con la definición de estabilidad de precios del BCE hecha pública en octubre de 1998 y muestra plena continuidad con las anteriores decisiones de política monetaria. Al mismo tiempo, las modificaciones introducidas en la presentación del marco basado en dos pilares, ahora denominados «análisis económico» y «análisis monetario», deberían ayudar a la opinión pública a comprender mejor la instrumentación de la política monetaria.

## **I.2 LOS TIPOS DE INTERÉS OFICIALES DEL BCE REGISTRARON MÍNIMOS HISTÓRICOS EN EL 2003**

El entorno económico en que se ejecutó la política monetaria de la zona del euro durante el primer semestre del 2003 estuvo rodeado de considerable incertidumbre relacionada con el alto nivel de tensión geopolítica en Oriente Medio y con las turbulencias asociadas a los precios del petróleo y los mercados financieros. Aunque el crecimiento del PIB real se estancó en el primer semestre del año, las perspectivas en torno a la actividad económica mejoraron gradualmente en el verano, tras la finalización de las principales operaciones militares en Iraq y la normalización de la situación en los mercados financieros. En conjunto, el PIB real de la zona del euro sólo aumentó un 0,4% en el 2003, un resultado decepcionante si se considera que la zona del euro ya había registrado un crecimiento del PIB real inferior al potencial en los años 2001 y 2002, con unas tasas de crecimiento interanuales del 1,6% y el 0,9%, respectivamente.

A pesar de la debilidad de la actividad económica, la inflación interanual medida por el IAPC se ralentizó, aunque con gran moderación, desde una media del 2,3%, en los años 2001 y 2002, hasta el 2,1% en el 2003, permaneciendo ligeramente por encima del límite superior establecido en la definición de estabilidad de precios del BCE. No obstante, se esperaba que, en el 2003, la persistencia de la atonía en la actividad económica y la considerable apreciación del euro atenuaran las presiones inflacionistas a medio plazo.

De conformidad con la estrategia de política monetaria del BCE, el Consejo de Gobierno contrastó las señales de riesgos para la estabilidad de precios derivadas del análisis económico con las resultantes del análisis monetario. En el 2003, el crecimiento monetario mantuvo su intensidad, como resultado, en cierta medida, de los desplazamientos de cartera, registrándose un sustancial exceso de liquidez, que se había acumulado desde mediados del 2001. No

obstante, se consideró que los riesgos inflacionistas eran reducidos a la vista de la atonía de la actividad económica y del moderado crecimiento del crédito.

En marzo y junio del 2003, el Consejo de Gobierno recortó los tipos de interés oficiales del BCE en 25 y 50 puntos básicos, respectivamente. Estas decisiones, adoptadas tras una reducción de 50 puntos básicos acordada en diciembre del 2002, fueron consecuencia de la valoración general efectuada en la primera mitad del año relativa a que las presiones inflacionistas a medio plazo se estaban reduciendo. Estas decisiones situaron el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en un mínimo histórico, el 2%, y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en el 3% y el 1%, respectivamente (véase gráfico 2). En el segundo semestre del 2003, estos tipos no se modificaron, ya que el Consejo de Gobierno consideró que eran compatibles con el mantenimiento de la estabilidad de precios a medio plazo.

Un análisis más detallado de las decisiones de política monetaria en el 2003 pone de manifiesto que los datos económicos de los primeros meses del año fueron confirmando la opinión de que la actividad económica se mantendría moderada y evolucionaría con mayor lentitud de lo esperado a finales del año anterior. El recrudecimiento de las tensiones geopolíticas en Oriente Medio sembró la incertidumbre sobre las perspectivas económicas, provocó fuertes subidas de los precios del petróleo y contribuyó al incremento de la volatilidad de los mercados financieros. En este contexto, si bien el escenario más probable apuntaba a un mayor crecimiento gradual del PIB real a partir de la segunda mitad del 2003, aumentaba la percepción de riesgos a la baja. La acumulación de desequilibrios macroeconómicos en las principales áreas económicas del mundo fuera de la zona del euro contribuyó a elevar la incertidumbre en torno a la recuperación mundial.

## Gráfico 2 Tipos de interés del BCE y tipo de interés a un día

(en porcentaje; datos diarios)



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.

La inflación medida por el IAPC permaneció por encima del 2% a principios de 2003, ya que el alza de los precios del petróleo y las subidas de los impuestos indirectos y de los precios administrados introdujeron ciertas presiones al alza sobre los precios. Las tasas de crecimiento interanuales de los componentes menos volátiles del IAPC se mantuvieron relativamente elevadas, a pesar de la moderación de la actividad económica y del hecho de que el crecimiento de los salarios nominales siguiera siendo relativamente intenso, pese al aumento del desempleo y al bajo crecimiento de la productividad. Ello fue causa de cierta inquietud en lo que respecta a las perspectivas de estabilidad de los precios a medio plazo.

Sin embargo, a principios del 2003 el análisis económico indicaba como más probable que la inflación se reduciría finalmente y se estabilizaría en una tasa inferior al 2% en el medio plazo. El prolongado período de débil crecimiento económico se consideraba cada vez más un factor que, en última instancia, limitaría los posibles riesgos al alza para la estabilidad de

precios, debido a sus efectos en el comportamiento de fijación de los salarios y los precios. Además se esperaba que, con el tiempo, la apreciación del euro, observada desde la primavera del 2002, tuviera un efecto moderado sobre la inflación de los precios de consumo.

El crecimiento monetario mantuvo su intensidad a principios del 2003, en parte como consecuencia del alto grado de incertidumbre en la economía y en los mercados financieros, que continuó provocando desplazamientos de cartera hacia activos líquidos a corto plazo incluidos en M3 y favoreciendo el ahorro por motivos de precaución. En consecuencia, se consideró que los riesgos inflacionistas relacionados con la evolución monetaria eran reducidos. Esta valoración se vio corroborada por la persistente moderación de la tasa de crecimiento de los préstamos al sector privado y, sobre todo, de los concedidos a las sociedades no financieras.

El Consejo de Gobierno esperaba que persistieran los factores moderadores de la inflación a medio plazo y, en consecuencia, el 6 de marzo

de 2003 decidió reducir los tipos de interés oficiales 25 puntos básicos, situando el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en el 2,5%.

En el segundo trimestre del 2003 se fue poniendo de manifiesto paulatinamente la debilidad de la actividad económica real y la permanencia de los riesgos para un escenario de recuperación. Inicialmente, los posibles efectos de las operaciones militares en Iraq fueron difíciles de evaluar. A pesar de la disminución de las tensiones geopolíticas en primavera, se fue haciendo evidente de forma gradual que era poco probable que se produjera una fuerte recuperación de la confianza y de la actividad económica a corto plazo. La inquietud en torno al impacto del virus de la neumonía asiática también ensombrecía las expectativas de crecimiento económico en el este de Asia. Además, persistían otros riesgos a la baja, vinculados a los desequilibrios acumulados en el pasado fuera de la zona del euro y a la incertidumbre relativa a la magnitud del ajuste que requería el sector empresas de la zona para incrementar la productividad y la rentabilidad, tras el prolongado período de debilidad del crecimiento y el acusado descenso de las cotizaciones bursátiles.

Los precios del petróleo bajaron cuando disminuyó la incertidumbre en torno al resultado de las operaciones militares en Iraq. En junio del 2003, a la vista de la situación económica y de la continuada apreciación del euro había motivos para esperar que la inflación interanual medida por el IAPC se situara en niveles holgadamente inferiores al 2% en el medio plazo. Este panorama general de la inflación también quedó reflejado en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio del 2003 y en las previsiones de otras instituciones internacionales elaboradas en el segundo trimestre de este año.

Al contrastar el análisis económico con el análisis monetario se hizo patente que el intenso crecimiento de M3 parecía estar, cada vez más, asociado a los reducidos niveles de los tipos de

interés, según indicaba el vigoroso crecimiento de los componentes más líquidos del agregado monetario. No obstante, dado que una parte significativa del exceso de liquidez acumulado estaba relacionada con los desplazamientos de cartera y con la demanda de efectivo por motivos de precaución, se consideró que, en su conjunto, la situación monetaria era motivo de gran inquietud en relación con la evolución de los precios a medio plazo, al menos en un entorno de moderación de la actividad económica.

En este contexto, el 5 de junio de 2003 el Consejo de Gobierno decidió reducir 50 puntos básicos los tipos de interés oficiales del BCE. Esta reducción era congruente con el objetivo de mantener la tasa de inflación por debajo del 2%, pero próxima a este valor, en el medio plazo, y sirvió para contrarrestar, en cierta medida, los diversos factores que afectaban negativamente a la actividad económica.

Durante el segundo semestre del 2003, la confianza en la evolución de la economía de la zona del euro se estabilizó y, paulatinamente, fue mejorando en un entorno de señales de recuperación de la economía mundial. La incertidumbre de los mercados de renta variable disminuyó sustancialmente, lo que impulsó la recuperación de las cotizaciones bursátiles que se inició en el segundo trimestre del año. En este contexto, aumentó la probabilidad de una expansión económica gradual en el segundo semestre del 2003, que adquiriría más fuerza en el 2004.

La recuperación de la demanda internacional fue el principal motivo del vigoroso crecimiento de las exportaciones de la zona del euro, lo que compensó la menor competitividad en términos de precios exteriores vinculada a la pronunciada apreciación del euro observada desde principios del 2002. De hecho, en el segundo semestre del 2003 las exportaciones de la zona del euro aumentaron significativamente, tras haber disminuido en la primera mitad del año. La demanda de la zona mantuvo su debilidad en el segundo semestre del 2003. No obstante, se esperaba que el bajo nivel de los tipos

de interés, las condiciones de financiación generalmente favorables y los efectos positivos de la apreciación del euro en la relación real de intercambio estimularan la demanda privada. Por otra parte, los ajustes en curso efectuados por las empresas con el fin de aumentar la productividad y la rentabilidad respaldaron las expectativas de que la inversión empresarial se recuperaría paulatinamente. En general, todas las previsiones y proyecciones disponibles elaboradas en la segunda mitad del 2003, incluidas las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema publicadas en diciembre, apuntaban a un persistente fortalecimiento del crecimiento del PIB real de la zona del euro en los años 2004 y 2005.

Los riesgos a la baja a corto plazo para este escenario de recuperación económica gradual disminuyeron en el segundo semestre del año. A finales del 2003, el Consejo de Gobierno consideró que estos riesgos estaban equilibrados. No obstante, en horizontes temporales más amplios, persistió la incertidumbre en cuanto a la continuación de los desequilibrios externos en otras regiones del mundo y a su posible efecto sobre la sostenibilidad del crecimiento mundial.

En lo que respecta a los precios, en el segundo semestre del 2003, las tasas de inflación interanuales medidas por el IAPC no cayeron con tanta rapidez y fuerza como se esperaba previamente, debido, principalmente, a la evolución negativa de los precios de los alimentos y a una subida de los precios del petróleo mayor de la esperada tras finalizar el conflicto de Iraq, aunque este último efecto se vio atenuado por la apreciación del euro. Por otra parte, los aumentos de los impuestos indirectos y de los precios administrados a finales del 2003 y principios del 2004 influyeron en las tasas de inflación. En enero del 2004, la inflación interanual medida por el IAPC se situó en el 1,9%.

No obstante, en el segundo semestre del 2003 y a principios del 2004 el Consejo de Gobierno estimó que las perspectivas de estabilidad de precios de corto a medio plazo continuarían

siendo favorables. Dado que la recuperación económica se esperaba que fuera gradual, se consideró que una evolución salarial moderada junto con una recuperación cíclica de la productividad contendrían el crecimiento de los costes laborales unitarios. Además se consideraba que la renovada y considerable apreciación del euro seguiría contribuyendo a la contención de la dinámica de los precios de importación y moderaría, tanto directa como indirectamente, la inflación medida por los precios de consumo. De hecho, el euro se apreció aproximadamente un 11% en términos efectivos nominales a lo largo del 2003. Al mismo tiempo, el Consejo de Gobierno reconoció que las perspectivas de estabilidad de los precios a finales del 2003 dependían de una serie de supuestos relativos, entre otras variables, al crecimiento económico internacional, los precios del petróleo, los tipos de cambio, la evolución de los salarios y las medidas de carácter fiscal. Por otra parte, el Consejo de Gobierno consideró que las señales relativas a las expectativas de una mayor inflación a largo plazo procedentes de los mercados de renta fija a finales de 2003 requerían un atento seguimiento. En lo que respecta a la evolución monetaria, el crecimiento de M3 se moderó lentamente en la segunda mitad del año, posiblemente debido a desplazamientos graduales de cartera desde activos monetarios hacia activos financieros a más largo plazo no incluidos en M3. Además, el reducido nivel de los tipos de interés contribuyó al persistente y elevado crecimiento de los activos muy líquidos. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado se incrementó en el segundo semestre.

A principios del 2004, la zona del euro contaba con bastante más liquidez de la necesaria para financiar un crecimiento no inflacionista. El Consejo de Gobierno subrayó que la cuestión de si el exceso de liquidez acumulada se traduciría en presiones inflacionistas en el medio plazo dependía, en gran parte, de hasta qué punto se invertirían los desplazamientos de cartera, así como del futuro fortalecimiento del crecimiento económico. De hecho, si el exceso



de liquidez persistiera, podría provocar presiones inflacionistas en el medio plazo. En este contexto, el Consejo de Gobierno destacó que era necesario seguir de cerca la evolución monetaria.

En conjunto, en el segundo semestre del 2003 y principios del 2004 el Consejo de Gobierno del BCE consideró que la orientación de la política monetaria era adecuada para mantener la estabilidad de precios en el medio plazo. En consecuencia, en el citado período no se modificaron los tipos de interés oficiales del BCE, y el Consejo de Gobierno puso de manifiesto que continuaría efectuando un seguimiento atento de todo lo que pudiera afectar a su valoración de los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo.

## 2 EVOLUCIÓN MONETARIA, FINANCIERA Y ECONÓMICA

### 2.1 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

#### EL CRECIMIENTO DE M3 MANTUVO SU INTENSIDAD

En el año 2003 continuó la tendencia de elevado crecimiento monetario en la zona del euro iniciada a mediados del 2001. La tasa media de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 aumentó de nuevo, hasta el 8%, desde el 7,2% del 2002 y el 5,4% del 2001. No obstante, la pauta de crecimiento fue distinta en el primero y segundo semestres del año. Durante los dos primeros trimestres, el crecimiento interanual de M3 siguió fortaleciéndose y alcanzó un máximo del 8,5% en el segundo trimestre. Posteriormente, registró una leve moderación, y en el cuarto trimestre se situó en el 7,6% (véase gráfico 3).

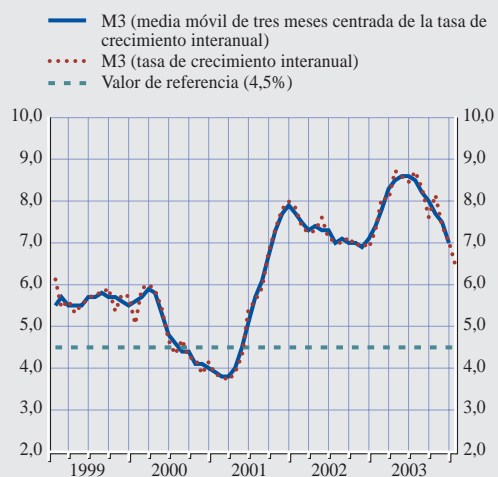
El persistente aumento del crecimiento de M3 observado en la primera mitad del 2003 tuvo su origen, en gran medida, en la marcada preferencia por la liquidez de los inversores de la zona del euro, consecuencia de la elevada incertidumbre geopolítica y de los mercados financieros, de las perspectivas de crecimiento económico y de empleo, bastante inseguras en esos momentos, y de una curva de rendimientos bastante plana. El crecimiento monetario se vio asimismo impulsado por el reducido nivel de los tipos de interés.

En el segundo semestre, el crecimiento monetario se moderó, aunque con lentitud. La mejora de la situación en los mercados financieros y de las perspectivas económicas llevó a los agentes económicos a retornar paulatinamente hacia activos financieros a más largo plazo y a reducir sus ahorros por motivos de precaución. Además, el crecimiento monetario siguió impulsado por los bajos niveles de los tipos de interés.

El fuerte crecimiento de M3 observado desde mediados del 2001 dio lugar a que en la zona del euro se acumulara bastante más liquidez de la necesaria para financiar un crecimiento no inflacionista. Esto queda reflejado en el acusado aumento de las medidas de la brecha

Gráfico 3 Crecimiento de M3 y valor de referencia

(tasas de variación interanuales; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

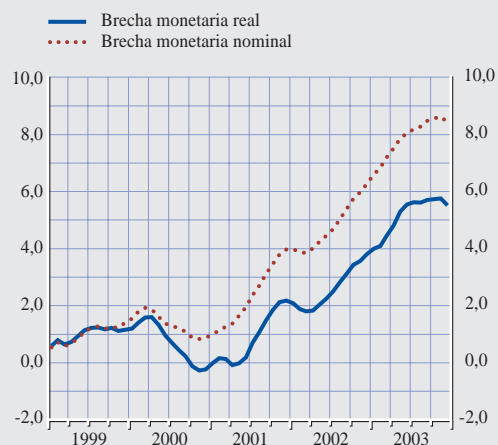
monetaria. El gráfico 4 muestra las desviaciones acumuladas del crecimiento de M3 con respecto a su valor de referencia desde comienzos de 1999<sup>2</sup>. Tanto la brecha monetaria nominal como la brecha real continuaron incrementándose considerablemente en el 2003, y en el cuarto trimestre se situaban en su nivel más elevado desde el inicio de la tercera fase de la UEM<sup>3</sup>.

Los componentes que más contribuyeron al persistente y vigoroso crecimiento monetario en el 2003 fueron los más líquidos, es decir, los que constituyen el agregado monetario estrecho M1 (véase cuadro 1). De estos componentes, el intenso y persistente crecimiento

- 2 La medida de la brecha monetaria nominal se refiere a la diferencia existente entre el nivel efectivo de M3 y el nivel que correspondería a un crecimiento de este agregado monetario amplio igual a su valor de referencia, el 4,5%, desde diciembre de 1998 (tomado como período base). La medida de la brecha monetaria real muestra 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 nominal de M3 igual al valor de referencia y de una tasa de inflación, medida por el IAPC, compatible con la definición de estabilidad de precios del BCE, de nuevo utilizando diciembre de 1998 como período base.
- 3 No obstante, se ha de tener en cuenta que, hasta cierto punto, la elección del período base es arbitraria. En consecuencia, las medidas de la brecha monetaria deben interpretarse con cautela.

#### Gráfico 4 Estimaciones de las brechas monetarias nominal y real

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



Fuente: BCE.

Nota: Para más información, véase la nota 2 de la página anterior.

interanual del efectivo en circulación obedeció al hecho de que tanto los residentes como los no residentes en la zona del euro continuaron aumentando sus tenencias de efectivo. El segundo semestre del año, el saldo del efectivo en circulación alcanzó un nivel acorde con la

tendencia a largo plazo observada antes de la puesta en circulación del euro. El crecimiento de los depósitos a la vista también fue pronunciado, debido al reducido coste de oportunidad de mantener este tipo de depósitos y, a principios de año, al clima de elevada incertidumbre.

La tasa de crecimiento interanual de todos los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista permaneció prácticamente estable en el 2003, situándose en una media del 5%. Los agentes económicos redujeron los fondos que mantenían en depósitos a corto plazo (depósitos a plazo igual o inferior a dos años) y aumentaron considerablemente los depósitos de ahorro a corto plazo (depósitos disponibles con preaviso igual o inferior a tres meses). Este comportamiento fue consecuencia del descenso gradual, durante la primera parte del año, del diferencial, generalmente positivo entre los tipos de interés de estos depósitos, que aplican las IFM.

Por último, la tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables cayó hasta el 8,4% en el 2003, desde el 11,3% del 2002. Este descenso, que principalmente se produjo

#### Cuadro I Cuadro resumen de variables monetarias

(tasas de variación interanuales; los datos anuales y trimestrales son medias; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)

	2002	2003	2002 IV	2003 I	2003 II	2003 III	2003 IV	2004 Ene.
<b>M1</b>	7,6	11,0	8,8	10,1	11,3	11,5	11,2	11,2
Efectivo en circulación	-11,8	32,2	12,9	39,1	35,7	29,6	26,2	25,0
Depósitos a la vista	10,9	8,2	8,2	6,6	8,1	8,9	9,1	9,1
M2 – M1 (= otros depósitos a corto plazo)	5,7	5,0	4,8	4,3	5,5	5,7	4,7	3,7
Depósitos a plazo hasta dos años	2,3	-1,0	1,5	0,4	0,0	-1,5	-3,2	-3,7
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	8,5	9,9	7,6	7,5	9,9	11,4	10,9	9,4
<b>M2</b>	6,6	8,0	6,7	7,1	8,3	8,5	7,9	7,4
M3 – M2 (= instrumentos negociables)	11,3	8,4	8,5	10,5	9,8	7,4	6,0	1,1
<b>M3</b>	7,2	8,0	7,0	7,6	8,5	8,3	7,6	6,4
<b>Crédito a residentes en la zona del euro</b>	4,5	5,1	4,1	4,2	4,8	5,4	5,9	5,9
Crédito a las Administraciones Públicas	1,6	4,3	2,0	2,1	3,5	4,9	6,6	6,2
Préstamos a las Administraciones Públicas	-1,0	0,2	-1,2	-1,2	-0,4	1,0	1,5	1,4
Crédito al sector privado	5,3	5,3	4,7	4,8	5,1	5,5	5,7	5,8
Préstamos al sector privado	5,3	5,0	4,8	5,0	4,6	4,9	5,3	5,5
<b>Pasivos financieros a más largo plazo (excl. capital y reservas)</b>	4,4	5,6	5,2	5,1	5,2	5,6	6,4	7,1

Fuente: BCE.

en la segunda mitad del año, sugiere que los agentes económicos empezaron a reducir, aunque con lentitud, sus inversiones en activos a corto plazo seguros incluidos en M3, a medida que disminuía la incertidumbre de los mercados y aumentaba la inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos.

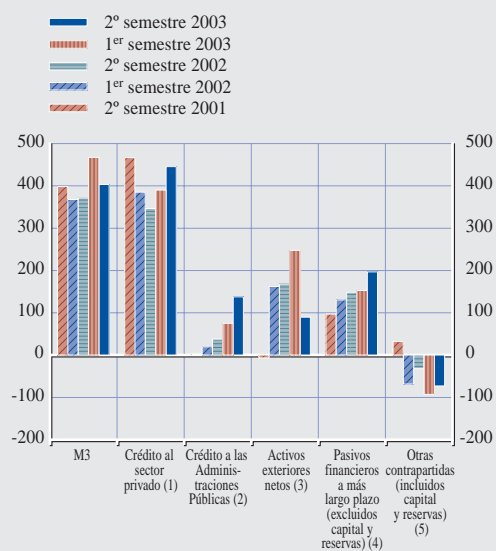
En enero del 2004, el crecimiento interanual de M3 descendió de nuevo, hasta el 6,4%, corroborando la evidencia de que los inversores de la zona del euro estaban reestructurando gradualmente sus carteras en favor de activos financieros a más largo plazo y de mayor riesgo no incluidos en M3. Al mismo tiempo, los reducidos tipos de interés continuaron impulsando la demanda de activos monetarios.

#### AUMENTO DEL CRECIMIENTO DEL CRÉDITO CONCEDIDO POR LAS IFM AL SECTOR PRIVADO

En el gráfico 5 se muestran los flujos interanuales de M3 y de sus contrapartidas en el balance consolidado del sector de las IFM. El mayor crecimiento de M3 registrado en el primer semestre del 2003 se vio estimulado, fundamentalmente, por la elevación del crecimiento interanual de los activos exteriores netos del sector de las IFM de la zona del euro y del crédito total concedido por este sector a residentes en la zona, mientras que el crecimiento de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) se mantuvo prácticamente estable en este período. En el segundo semestre del 2003, la moderación en el crecimiento de M3 fue acompañada de un aumento de la tasa de crecimiento de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) y de una reducción del crecimiento interanual de los activos exteriores netos de las IFM. Al parecer, los inversores volvieron a invertir en activos financieros a más largo plazo de la zona del euro y de fuera de ella, ya que la pendiente de la curva de rendimientos aumentó y se redujo la incertidumbre de los mercados financieros. No obstante, el crecimiento del crédito total concedido por las IFM a los residentes en la zona del euro continuó incrementándose.

**Gráfico 5 Movimientos de M3 y de sus contrapartidas**

(flujos interanuales; fin de periodo; mm de euros; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.  
M3 = 1 + 2 + 3 + 4 + 5

Si se considera más detenidamente la evolución del crédito, la tasa de crecimiento interanual del crédito concedido por las IFM a los residentes en la zona del euro se incrementó del 4,1% observado en el cuarto trimestre del 2002 al 5,9% del último trimestre del 2003, como consecuencia de las mayores necesidades de financiación de los sectores público y privado.

Tras el descenso registrado entre mediados del 2000 y finales del 2002, el crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado, que representa el 87% del crédito de las IFM al sector privado, se mantuvo relativamente estable en la primera mitad del 2003 y repuntó en el segundo semestre. El débil crecimiento económico parece haber contrarrestado el impacto de los reducidos tipos de interés de los préstamos y créditos aplicados por las entidades de crédito de la zona del euro a su clientela, sobre todo en el primer semestre. Posteriormente, a la vista de las mejores perspectivas económicas, la demanda de financiación aumentó ligeramente.

Desde una perspectiva a largo plazo, en el 2003, la tasa media de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado se situó, en términos reales, aproximadamente 1,25 puntos porcentuales por debajo de su media a largo plazo desde 1980. No obstante, si se compara con períodos anteriores de persistencia de la debilidad de la actividad económica, la dinámica de los préstamos permaneció relativamente vigorosa en el 2003, como consecuencia de que los tipos de interés fueron los más bajos desde la introducción del euro.

En el 2003, el BCE comenzó a realizar una encuesta trimestral sobre préstamos bancarios en la zona del euro, que facilita información sobre las condiciones de la oferta y la demanda en los mercados de crédito de la zona del euro y complementa otras estadísticas sobre los tipos de interés aplicados por las IFM y el crédito concedido por este sector<sup>4</sup>. A principios del 2003, casi la mitad de las entidades participantes en la encuesta manifestaron que estaban endureciendo los criterios de concesión de los préstamos a empresas. No obstante, en el transcurso del año, el número de entidades que informaban de tal endurecimiento cayó de forma continuada, apuntando a cierta estabilización de los criterios de concesión del crédito en la zona del euro. En cuanto a los préstamos a hogares, el número de entidades que señaló que se habían endurecido los criterios de concesión se mantuvo reducido durante todo el año, lo que puede haber favorecido un aumento relativamente intenso de los préstamos a los hogares y, en especial, de los préstamos para adquisición de vivienda.

El crédito a las Administraciones Públicas se intensificó considerablemente en el transcurso del año, en general, como consecuencia del aumento de los déficit públicos. Este mayor déficit estuvo relacionado, en gran medida, con el tímido crecimiento económico de la zona.

#### **HOLGURA EN LA SITUACIÓN DE LIQUIDEZ**

En resumen, el crecimiento interanual de M3 se mantuvo elevado en el 2003, a pesar de la moderación observada en el segundo semestre

del año. En consecuencia, en la zona del euro se ha acumulado más liquidez de la necesaria para financiar un crecimiento económico no inflacionista. No obstante, los riesgos de inflación relacionados con este elevado exceso de liquidez se consideraron reducidos, puesto que éste fue consecuencia, en gran parte, de anteriores desplazamientos de cartera y de la debilidad de la actividad económica. La relativa moderación de la tasa de crecimiento de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado en el año confirmó esta valoración.

De cara al futuro, en caso de que el cambio de signo de los anteriores desplazamientos de cartera no cobre impulso, existe el riesgo de que cuando la actividad económica se fortalezca considerablemente, el exceso de liquidez pueda traducirse en gasto, y provocar presiones inflacionistas en el medio plazo. Por este motivo, el Consejo de Gobierno ha destacado en repetidas ocasiones la necesidad de realizar un atento seguimiento de la evolución monetaria.

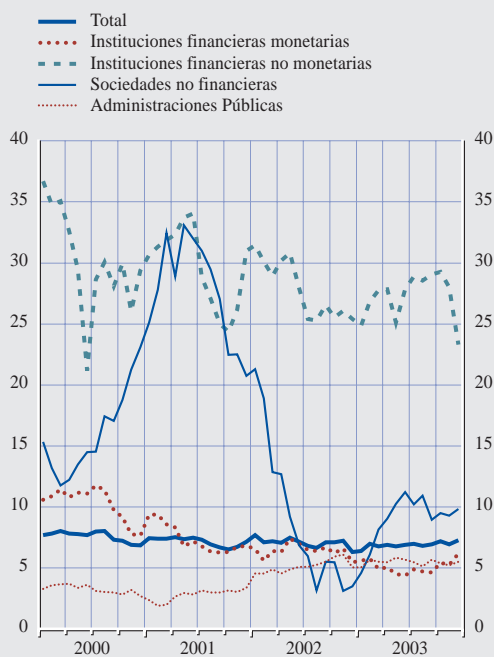
#### **AUMENTO DE LA EMISIÓN DE VALORES**

En el 2003, el mercado de valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro creció a un ritmo ligeramente superior al del 2002. La tasa de crecimiento interanual del saldo vivo de este tipo de valores se elevó hasta el 7,3% a finales del 2003, en comparación con la tasa del 6,3% de finales del 2002. Este crecimiento más elevado, obedeció, en gran medida, a la evolución del mercado de valores distintos de acciones a largo plazo, que representaba el 90,5% del saldo vivo emitido por residentes en la zona del euro a finales del 2003. La emisión bruta de este tipo de valores denominados en euros por residentes en la zona a finales del 2003 alcanzó, aproximadamente, el 94% de la emisión en todas las monedas en el citado año. El euro también continuó siendo una divisa atractiva para los emisores internacionales, y el saldo vivo de valores distintos de

<sup>4</sup> Véase el artículo titulado «Encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro» en el Boletín Mensual del BCE de abril del 2003.

### Gráfico 6 Detalle por sectores de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro

(tasas de variación interanuales)



Fuente: BCE.

Nota: Las tasas de crecimiento se basan en operaciones financieras y están ajustadas por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se derivan de operaciones.

acciones denominados en euros emitidos por no residentes en la zona aumentó un 17,4% en el 2003, en comparación con el 12,9% del 2002.

En cuanto a los emisores residentes, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Públicas ascendió del 5%, a finales del 2002, al 5,5% de finales del 2003 (véase gráfico 6). Esta trayectoria se debió, fundamentalmente, a la mayor actividad emisora de la Administración Central, que aumentó desde el 4,1% a finales del 2002, hasta el 4,7% de finales del 2003. La tasa de crecimiento interanual de este tipo de valores emitidos por otras Administraciones Públicas, principalmente por la Administración Regional y Local, se redujo hasta el 21,9% a finales del 2003, frente al 28% de finales del 2002. La relativamente elevada actividad emisora de estos dos sectores

obedeció a una evolución presupuestaria menos favorable, en general, y a la persistencia de fuertes necesidades de financiación, en particular, en sectores distintos de la Administración Central.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM ascendió desde el 5,4%, a finales del 2002, hasta el 6,2% de finales del 2003. En cambio, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras se elevó considerablemente, hasta el 9,8% a finales del 2003, desde el 3,5% de finales del año precedente. La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias fue del 23,3% a finales del 2003, frente al 25,4% de finales del 2002. La elevada actividad emisora del sector privado distinto de las IFM se vio favorecida por una mejora de las condiciones de financiación y por la mayor confianza de las empresas en el 2003 (véase recuadro 2). El pronunciado aumento de la tasa de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras en el 2003 debe considerarse en un contexto de moderación de la actividad emisora en el segundo semestre del 2002, cuando muchas empresas trataron de reducir los pasivos a corto plazo con el fin de protegerse de las turbulencias financieras. La causa del acusado repunte de la actividad emisora en el 2003 fue la elevación de las tasas de crecimiento interanuales de los valores distintos de acciones, tanto a corto como a largo plazo.

Como consecuencia de esta evolución, la proporción de valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias y por las sociedades no financieras en el saldo vivo total de este tipo de valores emitidos por los residentes en la zona del euro continuó aumentando, hasta el 14,5%, a finales del 2003, desde el 13,4% de finales del año anterior. Esta trayectoria estuvo en consonancia con la tendencia hacia una mayor participación del sector de sociedades no financieras e instituciones distintas de las IFM en la emisión total



## Recuadro 2

### EL MERCADO DE VALORES DE RENTA FIJA PRIVADA EN LOS PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO

Un mercado de valores de renta fija privada caracterizado por su amplitud y profundidad constituye una alternativa viable de financiación para las empresas, lo que podría tener importantes consecuencias para la evolución económica. La decisión de una empresa de emitir valores viene determinada, fundamentalmente, por su necesidad de financiación, y la elección del instrumento de financiación supone tener en cuenta una serie de consideraciones, entre las que se encuentran los impuestos, la quiebra y otros costes.

A efectos de este recuadro, el sector empresas comprende las sociedades no financieras y las instituciones financieras no monetarias, y excluye las IFM. Las instituciones financieras no monetarias incluyen las empresas de seguros y otros intermediarios financieros. No obstante, la mayor parte de la emisión de valores de renta fija de estas instituciones corre a cargo de lo que se conoce como entidades especiales de financiación. Estas entidades son instituciones financieras cuyo objetivo principal es obtener fondos para un tercero, por ejemplo, una entidad de crédito, una sociedad no financiera, un fondo de inversión o el sector público. Pueden pertenecer legalmente a la empresa a la que están proporcionando financiación, o pueden no tener vínculos de capital con esa empresa y crearse para facilitar una operación financiera determinada. En este último caso, se conocen como entidades de propósito especial o SPV, en sus siglas en inglés. Estas entidades actúan con el único fin de canalizar fondos de los prestamistas a los prestatarios. No se les permite intervenir en actividades distintas de la operación para la que fueron creadas y liberan al inversor de la posible quiebra del propietario original de los activos (el originador)<sup>1</sup>.

La tasa media de crecimiento interanual de la emisión de valores de renta fija denominados en euros del sector empresas ha superado con creces el crecimiento interanual medio de este tipo de valores denominados en euros emitidos por el conjunto de todos los sectores desde el inicio de la tercera fase de la UEM. El saldo vivo de los valores de renta fija denominados en euros emitidos por las sociedades no financieras ha crecido a una tasa media interanual del 14% desde enero de 1999, considerablemente por encima del 2%, la tasa media de crecimiento interanual de este sector durante la segunda fase de la UEM. Lo mismo sucede con los valores de renta fija denominados en euros emitidos por las instituciones financieras no monetarias, cuya tasa media de crecimiento interanual lleva situada en el 37% desde enero de 1999, frente al 11% registrado en la segunda fase de la UEM. Actualmente, el mercado de valores de renta fija privada de la zona del euro se ha ampliado para incluir una variedad de emisores, procedentes de diferentes sectores económicos, con distintas necesidades de financiación y de diversa solvencia crediticia. Este mercado, que solía limitarse a prestatarios con calificación AA o superior, ha sido capaz de dar cabida a un abanico más amplio de calificaciones crediticias. Al mismo tiempo se ha ampliado el número de sectores económicos. Aunque en la emisión de valores de renta fija privada del sector no financiero predominó en el sector de telecomunicaciones, medios de comunicación y tecnológico en los años 2000 y 2001, la participación de este sector en la emisión ha retornado en el 2003 de forma gradual hacia los niveles registrados antes de la introducción de la moneda única en el 2003.

Aunque el crecimiento del mercado de renta fija privada ha sido muy intenso en la zona del euro en los tres últimos años (véase gráfico 6 del texto principal), la tendencia a un acceso directo creciente a este mercado está lejos de ser uniforme en los distintos países de la

<sup>1</sup> Para conocer información más detallada sobre la titulización, véase el recuadro que figura en el artículo «Evolución reciente de las estructuras financieras de la zona del euro» en el Boletín Mensual del BCE de octubre del 2003, p. 50-51.

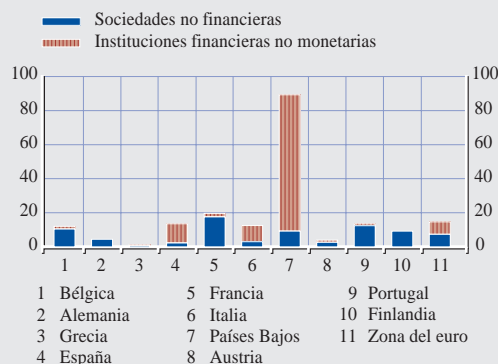
zona<sup>2</sup>. El gráfico muestra que el mercado de valores de renta fija emitidos por las sociedades no financieras tiene un grado relativamente elevado de desarrollo en Francia, al que correspondía más de la mitad del saldo vivo de este tipo de valores a finales del 2003. Los mercados de renta fija privada en Portugal, Finlandia, Países Bajos y Bélgica se hallan asimismo bastante desarrollados. No obstante, las diferencias entre países se deben, hasta cierto punto, al hecho de que parte de las emisiones de valores de renta fija privada se han llevado a cabo a través de filiales financieras.

En la zona del euro, el rápido crecimiento de la emisión de valores de renta fija privada registrado desde 1999 ha estado estrechamente relacionado, en general, con las numerosas fusiones y adquisiciones que, en parte, pueden explicar por qué la financiación a través de la emisión de valores de renta fija difiere bastante entre las economías de la zona del euro. Otro motivo por el que la emisión de renta fija privada se utiliza en distinta medida en los países de la zona es que los marcos institucionales y fiscales, y otros factores históricos que conforman la estructura financiera, presentan grandes diferencias de un país a otro.

Las diferencias entre los países de la zona del euro son aún más pronunciadas en el caso de los valores de renta fija emitidos por las instituciones financieras no monetarias (véase gráfico). Según las estadísticas del BCE, el mercado más importante para este tipo de valores, en términos del PIB es el de los Países Bajos, seguido, a cierta distancia, por los de Italia y España. A finales del 2003, los Países Bajos representaban en torno al 60% del saldo vivo de valores de renta fija denominados en euros emitidos por las instituciones financieras no monetarias. La situación imperante en los Países Bajos es atribuible, hasta cierto punto, a factores fiscales. En muchos casos, los verdaderos beneficiarios últimos son residentes en otros países de la zona del euro, que utilizan entidades especiales de financiación de los Países Bajos exclusivamente como entidades especializadas. La actividad observada en este país está impulsada, fundamentalmente, por la titulización de los préstamos hipotecarios concedidos por las IFM<sup>3</sup>. Estos valores, conocidos como bonos de titulización hipotecaria, en los que el prestatario u originador (la IFM) vende los préstamos a una SPV, no son idénticos a los bonos garantizados, que son valores de renta fija respaldados por préstamos que figuran en el balance del prestatario o emisor (la IFM). Este tipo de valores también se conocen como instrumentos tipo *Pfandbrief*. Con todo, al igual que sucede con los valores de renta fija emitidos por las sociedades no financieras, existen factores de carácter institucional, fiscal e histórico que explican, en gran parte, las diferencias existentes en cuanto a la importancia de los valores de renta fija emitidos por las instituciones financieras no monetarias en las distintas economías de la zona del euro.

### Saldo vivo de valores de renta fija emitidos en euros por instituciones distintas de IFM

(en porcentaje del PIB, fin de diciembre del 2003)



Fuente: BCE y Eurostat.

Nota: Las estadísticas de emisiones de valores del BCE relativas a la zona del euro no están armonizadas, por lo que se producen diferencias en los datos relativos a los distintos países. En las estadísticas de emisiones de valores del BCE no figuran los saldos vivos de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones distintas de IFM residentes en Irlanda y Luxemburgo. Los datos del PIB corresponden al año 2003.

<sup>2</sup> Véase el informe «Report on financial structures», BCE, 2002.

<sup>3</sup> Véase «Growing importance of securitisation and special purpose vehicles (SPVs)», en el De Nederlandsche Bank Statistical Bulletin, Diciembre 2003, p. 31-35.

**Cuadro 2 Distribución sectorial del saldo vivo de valores distintos de acciones denominados en euros emitidos por residentes en la zona del euro**

(en porcentaje; fin de período)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
IFM	37,2	38,6	39,0	38,6	38,4	38,0
Instituciones distintas de IFM	8,1	9,5	11,2	12,9	13,4	14,5
<i>Instituciones financieras no monetarias</i>	3,1	4,2	5,1	6,1	6,9	7,8
<i>Sociedades no financieras</i>	4,9	5,3	6,1	6,8	6,6	6,7
Administraciones Públicas	54,7	51,9	49,8	48,5	48,1	47,5
<i>Administración Central</i>	53,1	50,3	48,1	46,7	45,9	45,0
<i>Otras Administraciones Públicas</i>	1,7	1,6	1,6	1,8	2,2	2,5

Fuente: BCE.

de valores distintos de acciones observada en los años anteriores (véase cuadro 2). Como consecuencia de esta evolución, se registró una disminución de la participación del sector público y de las IFM que, a finales del año, se situaron en un 47,5% y en un 38% de total, respectivamente.

**RECUPERACIÓN GENERAL DE LA FINANCIACIÓN DEL SECTOR NO FINANCIERO DE LA ZONA DEL EURO**

La tasa de crecimiento interanual de la financiación de los sectores no financieros de la zona del euro se recuperó ligeramente en el 2003 (véase cuadro 3). En particular, se estima que la tasa de crecimiento interanual del endeudamiento ascendió hasta el 5,75% en el cuarto trimestre del 2003, mientras que la de la financiación mediante acciones cotizadas permaneció en niveles reducidos. Esta evolución obedece a unos costes de financiación muy favorables para la deuda y relativamente elevados para las acciones.

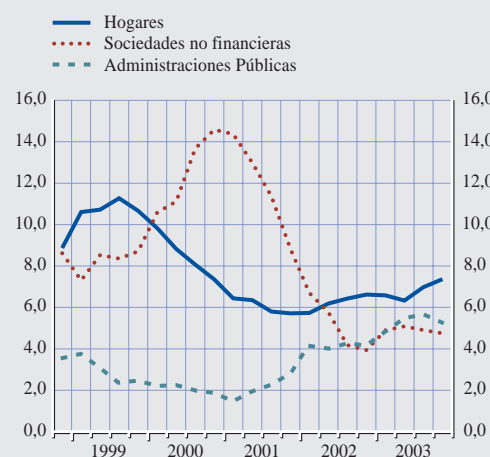
El endeudamiento de los hogares continuó aumentando con intensidad en el 2003, a pesar del moderado crecimiento económico (véase gráfico 7). Esta dinámica estuvo relacionada con la persistente y elevada demanda de préstamos para adquisición de vivienda, impulsada por un nuevo aumento de los precios de la vivienda, sobre todo en algunos países, y por el reducido nivel de los tipos de interés hipotecarios. La tasa de crecimiento interanual del endeudamiento a corto plazo descendió paulatinamente, hasta registrar valores negativos en el segundo trimestre del 2003.

La tasa de crecimiento interanual del endeudamiento de las sociedades no financieras se recuperó levemente en el primer semestre del 2003, en conexión, principalmente, con el crecimiento del endeudamiento a corto plazo. En cambio, en el segundo semestre del año, el crecimiento interanual del endeudamiento de este sector se mantuvo prácticamente estable. En general, la evolución de la financiación mediante deuda de las sociedades no financieras había conducido a que la ratio de deuda en relación con el PIB del sector se estabilizara prácticamente en los últimos años (véase gráfico A del recuadro 3).

En contraste con el crecimiento relativamente intenso de la financiación mediante deuda, la

**Gráfico 7 Endeudamiento de los sectores no financieros de la zona del euro**

(tasas de variación interanuales)



Fuente: BCE.

Nota: Para más detalles, véase el cuadro 3.

**Cuadro 3 Financiación e inversión financiera de los sectores no financieros de la zona del euro**

	Salvo vivo en porcentaje de la financiación/inversión financiera del sector <sup>1)</sup>	Tasas de crecimiento interanuales (fin de período) <sup>2)</sup>						
		2000	2001	2002	2003 I	2003 II	2003 III	2003 IV <sup>2)</sup>
<b>Financiación</b>								
<b>Sectores no financieros</b>	<b>100</b>	<b>6,2</b>	<b>4,5</b>	<b>3,9</b>	<b>4,3</b>	<b>4,7</b>	<b>5,0</b>	<b>5</b>
Endeudamiento <sup>3)</sup>	84,7	7,3	5,6	4,7	5,3	5,6	5,8	5 3/4
<i>del cual:</i> endeudamiento a corto plazo	15,0	11,5	5,4	2,1	5,2	7,1	6,5	5
<i>del cual:</i> endeudamiento a largo plazo	69,7	6,4	5,6	5,3	5,3	5,2	5,6	5 3/4
<b>Hogares<sup>3),4)</sup></b>	<b>23,2</b>	<b>7,4</b>	<b>5,7</b>	<b>6,6</b>	<b>6,6</b>	<b>6,3</b>	<b>7,0</b>	<b>7 1/4</b>
<i>de los cuales:</i> endeudamiento a corto plazo	7,3	6,3	-0,7	1,9	1,0	-1,0	-1,3	-1 1/2
<i>de los cuales:</i> endeudamiento a largo plazo	92,7	7,5	6,3	7,0	7,1	7,0	7,7	8
<b>Sociedades no financieras</b>	<b>43,4</b>	<b>8,4</b>	<b>5,1</b>	<b>2,5</b>	<b>2,9</b>	<b>3,3</b>	<b>3,5</b>	<b>3 1/4</b>
Endeudamiento <sup>3)</sup>	64,8	14,6	8,8	3,9	4,9	5,1	4,9	4 3/4
<i>del cual:</i> endeudamiento a corto plazo	19,3	20,6	4,7	-2,5	0,4	3,9	3,0	3
<i>del cual:</i> endeudamiento a largo plazo	45,5	11,8	10,9	7,0	7,0	5,6	5,7	5 1/2
Acciones cotizadas	35,2	3,4	1,5	0,7	0,4	0,8	1,0	3/4
<b>Administraciones Públicas<sup>3)</sup></b>	<b>33,4</b>	<b>1,9</b>	<b>2,8</b>	<b>4,1</b>	<b>4,8</b>	<b>5,5</b>	<b>5,7</b>	<b>5 1/4</b>
<i>de las cuales:</i> endeudamiento a corto plazo	14,8	-1,9	9,5	11,6	16,5	16,2	15,7	11 1/4
<i>de las cuales:</i> endeudamiento a largo plazo	85,2	2,5	1,8	2,9	3,0	3,7	4,0	4 1/4
<b>Inversión financiera</b>	<b>100</b>	<b>6,0</b>	<b>4,6</b>	<b>4,4</b>	<b>4,5</b>	<b>5,0</b>	<b>5,1</b>	<b>.</b>
<i>de la cual:</i> inversión financiera a corto plazo <sup>5)</sup>	43,1	3,8	5,8	5,3	5,3	5,9	5,4	.
<i>de la cual:</i> inversión financiera a largo plazo <sup>6)</sup>	55,7	7,2	4,3	4,0	4,0	4,1	4,5	.
Efectivo y depósitos	37,9	3,4	4,6	4,9	5,9	6,5	6,7	.
Valores distintos de acciones	13,3	9,2	7,7	4,2	0,7	-0,7	-1,8	.
Participaciones en fondos de inversión	12,2	6,2	5,6	4,3	5,3	6,8	6,7	.
<i>de las cuales:</i> participaciones en fondos de inversión, excluidas las participaciones en fondos del mercado monetario	9,6	7,0	3,7	3,1	4,2	5,6	6,3	.
<i>de las cuales:</i> participaciones en fondos del mercado monetario	2,7	0,1	21,1	11,3	11,2	12,9	8,7	.
Acciones cotizadas	12,2	6,1	-0,4	1,0	1,6	2,4	3,3	.
Reservas técnicas de seguro	24,4	8,5	7,2	6,5	6,4	6,5	6,5	.

Fuente: BCE.

1) A fin del tercer trimestre del 2003. Pueden producirse discrepancias debido al redondeo.

2) Los datos para los períodos más recientes mostrados en el cuadro se han estimado a partir de las operaciones que figuran en las estadísticas monetarias y bancarias y en las estadísticas de emisiones de valores.

3) 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 (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. El endeudamiento a largo plazo (con un plazo a la emisión superior a un año) incluye los préstamos a largo plazo, los valores distintos de acciones a largo plazo y las reservas de fondos de pensiones de las sociedades no financieras.

4) Incluye las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

5) La inversión financiera corto plazo incluye el efectivo y los depósitos (excluidos los depósitos de la Administración Central), los valores distintos de acciones a corto plazo y las participaciones en fondos del mercado monetario. Debido a la exclusión de los depósitos de la Administración Central, la inversión financiera a corto y largo plazo no suma el 100%. Al interpretar estas cifras, debe tenerse en cuenta que tanto los depósitos a corto plazo como los depósitos a largo plazo se incluyen en la inversión a corto plazo.

6) La inversión financiera a largo plazo incluye los valores distintos de acciones a largo plazo, las participaciones en fondos de inversión excluidas las participaciones en fondos del mercado monetario, las acciones cotizadas y los productos de seguros y de pensiones.

tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras se mantuvo moderada en el 2003. Sin embargo, en el transcurso del año se registró una leve recuperación vinculada a la subida de las cotizaciones bursátiles, lo que tiende a reducir el coste de la financiación mediante acciones.

Por último, la tasa de crecimiento interanual del endeudamiento de las Administraciones Públicas aumentó durante la mayor parte del 2003, debido, en gran parte, al débil crecimiento económico, que provocó tensiones en las finanzas públicas.

### Recuadro 3

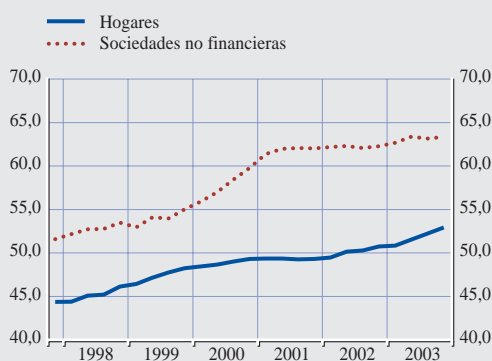
#### EVOLUCIÓN DE LA SITUACIÓN FINANCIERA DE LOS HOGARES Y DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS DE LA ZONA DEL EURO

Entre mediados de la década de los noventa y el año 2000, el endeudamiento de los sectores privados no financieros de la zona del euro aumentó considerablemente, lo que se tradujo en unas ratios de deuda en relación con el PIB relativamente elevadas, sobre todo en lo que respecta a las sociedades no financieras. En el gráfico A se muestra esta evolución.

Como se puede ver en el gráfico B, las sociedades no financieras registraron mayores necesidades de financiación externa en la segunda mitad de los años noventa, ya que su brecha financiera (esto es, la diferencia entre los recursos disponibles—el ahorro bruto más las transferencias de capital—y los gastos de capital brutos) se incrementó. Además, las necesidades de financiación de las sociedades no financieras se elevaron como consecuencia de las cuantiosas adquisiciones netas de activos financieros resultantes de las numerosas fusiones y adquisiciones efectuadas en el citado período. Posteriormente, el deterioro de su situación financiera, junto a un entorno menos favorable tanto económico como en los mercados financieros, hizo que surgieran ciertas inquietudes en relación con la vulnerabilidad del sector de sociedades no financieras. No obstante, al valorar la sostenibilidad de los actuales niveles de deuda, también ha de tomarse en consideración la carga

#### Gráfico A Deuda del sector privado no financiero

(en porcentaje del PIB)

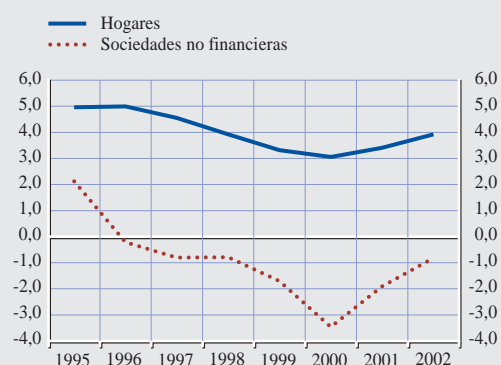


Fuente: BCE.

Nota: Los datos se refieren a la suma de los préstamos y los valores distintos de acciones y de las reservas de fondos de pensiones, en el caso de las sociedades no financieras. Los datos para el último trimestre del 2003 se han estimado a partir de las operaciones que figuran en las estadísticas monetarias y bancarias y en las estadísticas de emisiones de valores. Si se comparan con los datos anuales, la deuda en relación con el PIB es algo más baja, principalmente por el hecho de que no se incluyen los préstamos concedidos por los sectores no financieros y por las entidades de crédito no residentes en la zona del euro. En comparación con los datos anuales, los ratios trimestrales de deuda en relación con el PIB son ligeramente inferiores, principalmente porque no se incluyen los préstamos concedidos por el sector no financiero y por los bancos situados fuera del área del euro. Para realizar la comparación con los datos anuales, véase el gráfico 4 del artículo titulado «Evolución de los balances de situación del sector privado de la zona del euro y de Estados Unidos» en el Boletín Mensual del BCE, de febrero del 2004.

#### Gráfico B Capacidad de financiación/de endeudamiento del sector privado no financiero

(en porcentaje del PIB)



Fuente: BCE.

Nota: Datos anuales. La capacidad de financiación/de endeudamiento se define como el ahorro bruto más las transferencias de capital menos los gastos de capital brutos. En la fecha de publicación de este informe no se disponía de datos para el año 2003.

que representan los pagos por intereses. De hecho, debido al considerable y sostenido descenso del coste del endeudamiento observado en los años noventa, los pagos por intereses de las sociedades no financieras en relación con el PIB se han mantenido prácticamente estables desde 1996.

A partir del 2001, las sociedades no financieras han ajustado sus balances de situación con el fin de reducir paulatinamente los desequilibrios financieros. Las reestructuraciones y las medidas encaminadas a reducir los costes, así como el descenso de la inversión real y financiera, han ocasionado una disminución del crecimiento de la financiación y una recuperación gradual de la generación de fondos internos. En consecuencia, la brecha financiera de las sociedades no financieras de la zona del euro se redujo poco a poco, desde el 3,5% del PIB en el 2000 al 0,8% en el 2002, y se estima que, en líneas generales, ha permanecido estable en el 2003. Al mismo tiempo, la deuda en relación con el PIB creció a un ritmo menor a partir del 2001, y se ha estabilizado hace poco. Teniendo en cuenta, en la medida de lo posible, las diferencias contables, el endeudamiento de las sociedades no financieras de la zona del euro se situó en el 2003 en niveles muy similares al de Estados Unidos e inferiores a los del Reino Unido y Japón<sup>1</sup>.

Desde el 2001 se ha registrado una mejora generalizada de la situación financiera de las sociedades no financieras de la zona del euro. Esto también se ha reflejado en el mayor optimismo de este sector en cuanto a la percepción de riesgos a partir de finales del 2002, como pone de manifiesto el significativo descenso de los diferenciales de los valores de renta fija privada. Con todo, es posible que sea necesario realizar esfuerzos adicionales para aumentar la rentabilidad y mejorar los balances de situación en algunos de los sectores privados.

En lo que respecta a la situación financiera de los hogares de la zona del euro, el endeudamiento de este sector ha aumentado de manera continuada desde la segunda mitad de los años noventa, como reflejo, especialmente, del acusado crecimiento de la inversión en vivienda. Las favorables condiciones de financiación resultantes de un descenso considerable de los tipos de interés hipotecarios impulsaron la demanda de este tipo de préstamos y sustentaron pronunciados incrementos de los precios de la vivienda en algunos países de la zona del euro. Al mismo tiempo, la evolución de los precios de la vivienda generó la necesidad de solicitar préstamos por importes más elevados al adquirir una vivienda, así como a aumentos de la riqueza de los que ya son propietarios, al incrementarse el valor de las garantías que pueden utilizar. No obstante, a pesar de la tendencia al alza registrada en las ratios de deuda de los hogares, la carga que representan los pagos por intereses para los hogares, medida como porcentaje del PIB, se mantuvo por debajo de los niveles registrados a principios de la década de los noventa, como consecuencia de la fuerte disminución del coste de endeudamiento. Además, al comparar las ratios de deuda de los hogares de los principales países industrializados, se observa que los hogares de la zona del euro están significativamente menos endeudados que los de Estados Unidos, Reino Unido y Japón<sup>1</sup>.

A consecuencia de la recuperación de la ratio de ahorro de los hogares registrada desde el 2001 en un contexto de elevada incertidumbre económica (especialmente en relación con el empleo), la capacidad de financiación de los hogares de la zona del euro se incrementó. En el 2002 se situó en niveles ligeramente inferiores a los de mediados de los años noventa (véase gráfico B), y se estima que se estabilizó en el 2003. En consecuencia, la situación financiera de los hogares de la zona del euro parece relativamente saneada, aunque es posible que en algunos países de la zona existan algunos riesgos relacionados con el rápido incremento de los precios de la vivienda.

<sup>1</sup> Véase el artículo titulado «Evolución de los balances de situación del sector privado de la zona del euro y de Estados Unidos» en el Boletín Mensual del BCE de febrero del 2004.



### **RETICENCIAS DEL SECTOR NO FINANCIERO A INVERTIR EN ACCIONES CONTINUARON**

La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera del sector no financiero se recuperó levemente en los tres primeros trimestres del 2003. En los dos primeros trimestres, esta trayectoria se vio impulsada, fundamentalmente, por el mayor crecimiento de la inversión financiera a corto plazo, consecuencia de la preferencia de los agentes económicos por activos líquidos y seguros. No obstante, en el tercer trimestre, la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera a corto plazo descendió ligeramente, en conexión con la mayor pendiente de la curva de rendimientos y con la disminución de la incertidumbre de los mercados financieros.

El crecimiento de la inversión financiera a largo plazo se mantuvo prácticamente estable en el primer semestre del 2003, y aumentó en el tercer trimestre. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de la inversión en valores distintos de acciones a largo plazo cayó en la primera mitad del año y, posteriormente, se mantuvo moderada. Es probable que esta caída estuviera relacionada con el bajo nivel de los tipos de interés, con períodos de volatilidad relativamente elevada de los mercados de renta fija y, a partir del segundo trimestre, con una recuperación de las cotizaciones bursátiles, que elevó el atractivo relativo de la inversión en acciones respecto a los valores de renta fija. La tasa de crecimiento interanual de la inversión en participaciones en fondos de inversión, excluidas las participaciones en fondos del mercado monetario, se elevó considerablemente durante los tres primeros trimestres del 2003. La inversión en acciones cotizadas por parte del sector no financiero también se recuperó, aunque la tasa de crecimiento interanual fue inferior a la de finales de los años noventa, lo que apunta a una mayor cautela por parte de los agentes económicos en lo que concierne a las acciones, tras las pérdidas registradas en las carteras de renta variable desde principios del año 2000 en adelante.

### **NIVELES MUY REDUCIDOS DE LOS TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO**

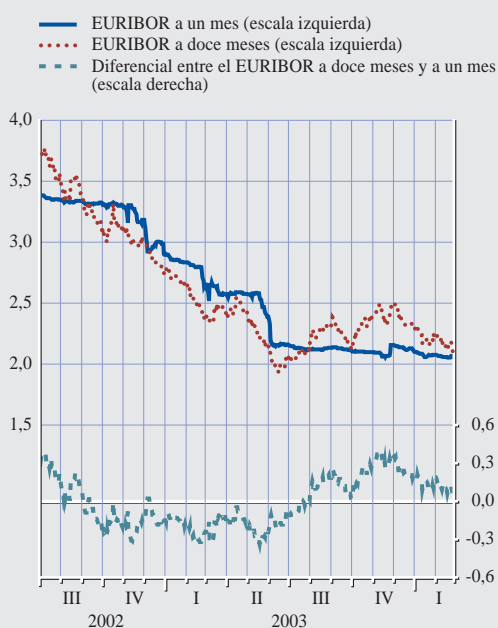
Los tipos de interés del mercado monetario descendieron en el primer semestre del año, en consonancia con las decisiones del Consejo de Gobierno de recortar los tipos de interés oficiales del BCE adoptadas en marzo y junio del 2003, continuando con la tendencia a la baja iniciada a mediados de mayo del 2002. Tras la reducción de los tipos de interés oficiales del BCE de junio del año pasado, la tendencia a la baja de los tipos de interés del mercado monetario se interrumpió. Por su parte, los tipos de interés del mercado monetario a los plazos más largos aumentaron posteriormente, en un entorno de mayor certidumbre en lo que respecta a las perspectivas de recuperación económica.

En general, el mercado esperaba las reducciones de los tipos de interés oficiales del BCE que se produjeron en el primer semestre del 2003. Los tipos de interés del mercado monetario a más largo plazo descendieron a principios de año, en un contexto de moderación del crecimiento económico y de apreciación del tipo de cambio del euro, lo que generó expectativas de disminución de las presiones inflacionistas. La pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario, medida por la diferencia entre el EURIBOR a doce meses y a un mes, apenas experimentó variaciones, registrando valores negativos en la primera mitad del 2003, período en el que los tipos del mercado monetario descendieron de manera similar en los distintos plazos (véase gráfico 8).

A mediados del 2003, la tendencia a la baja de los tipos de interés del mercado monetario empezó a invertirse al disminuir el pesimismo y modificarse paulatinamente las expectativas del mercado de una recuperación económica de la zona del euro, en un entorno en el que se disponía de más liquidez de la necesaria para sostener un crecimiento no inflacionista. Parte de la elevación de los tipos del mercado monetario cambió de signo a finales de año, ya que la apreciación del euro frenó las expectativas de futuros incrementos de los tipos de interés a corto plazo. A finales del 2003, los tipos

### Gráfico 8 Tipos de interés a corto plazo en el mercado de la zona del euro

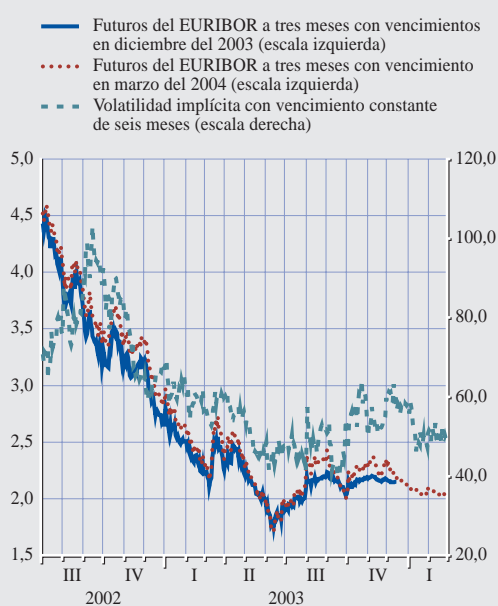
(en porcentaje; puntos porcentuales; datos diarios)



Fuente: Reuters.

### Gráfico 9 Tipos de interés de los futuros del EURIBOR a tres meses y volatilidad implícita

(en porcentaje, puntos básicos; datos diarios)



Fuente: Bloomberg, Reuters y cálculos del BCE.

Nota La volatilidad implícita con vencimiento constante de seis meses se obtiene de una curva de volatilidad por plazo obtenida interpolando las volatilidades implícitas que se derivan de las opciones sobre futuros EURIBOR a tres meses (véase también el recuadro titulado «Medidas de la volatilidad implícita derivada de las opciones sobre futuros de tipos de interés a corto plazo» que figura en el Boletín Mensual de mayo de 2002).

EURIBOR a un mes y a doce meses se situaban en el 2,1% y el 2,31% respectivamente, considerablemente por debajo de los niveles de finales del 2002, pero ligeramente por encima de los tipos de interés de mediados del 2003.

En los dos primeros meses del 2004, los tipos EURIBOR a los plazos más largos disminuyeron levemente, ya que los participantes en el mercado esperaban que los tipos de interés a corto plazo se mantendrían en niveles inferiores a lo previsto a lo largo del 2004. El 27 de febrero de 2004 los tipos EURIBOR a un mes y a doce meses se situaban en el 2,05% y el 2,09%, respectivamente.

Tras la paulatina reducción de las tensiones económicas, financieras y geopolíticas hacia finales

del primer semestre del 2003, la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses disminuyó considerablemente. La reducida volatilidad implícita observada a mediados del 2003 indicó que el nivel de incertidumbre de los participantes en el mercado en torno a la evolución futura de los tipos de interés a corto plazo era muy reducida en esos momentos (véase gráfico 9). Tras mantenerse estable, en niveles relativamente bajos, durante varios meses, la citada volatilidad implícita repuntó ligeramente hacia finales del 2003, pero permaneció considerablemente por debajo de los niveles registrados un año antes.

Durante la mayor parte del año, en los plazos más cortos de la curva de rendimientos del mercado monetario, el tipo de interés a un

día, medido por el EONIA, fluctuó ligeramente por encima del tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del Euro-sistema. El diferencial entre el EONIA y el tipo mínimo de puja se elevó levemente durante los meses de verano, normalizándose en septiembre y en octubre, en un entorno de holgura en la situación de liquidez del mercado monetario (véase sección 1 del capítulo 2.1).

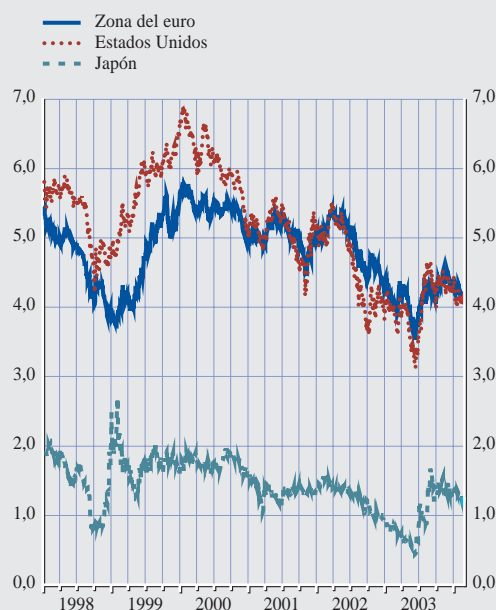
### PRONUNCIADAS FLUCTUACIONES EN LOS MERCADOS DE RENTA FIJA

En el 2003, los mercados internacionales de renta fija se caracterizaron por unas fluctuaciones de los rendimientos muy acusadas, y el rendimiento de dichos valores siguió una trayectoria similar en las principales economías. La volatilidad observada tuvo su origen en los cambios en la percepción de los participantes en el mercado sobre las perspectivas de crecimiento económico, la inflación y la orientación de la política monetaria. La incertidumbre relacionada con las tensiones geopolíticas desempeñó un papel importante, sobre todo durante el primer trimestre del año, ya que la acusada aversión al riesgo provocó que se produjeran reestructuraciones de cartera, desde los mercados de renta variable hacia los mercados de renta fija. La disminución de la citada incertidumbre, así como las claras señales de recuperación en las principales economías, originaron un cambio de sentido parcial de estos flujos en el transcurso del año. En general, el rendimiento de la deuda pública a diez años en la zona del euro y en Estados Unidos se incrementó en torno a 10 y 50 puntos básicos, respectivamente, entre finales del 2002 y finales del 2003, situándose, aproximadamente, en el 4,3% al finalizar el año en ambas áreas económicas (véase gráfico 10). El diferencial entre el rendimiento de la deuda pública a largo plazo en Estados Unidos y en la zona del euro fluctuó en torno a cero en las últimas semanas del 2003, tras permanecer en valores negativos durante la mayor parte del año.

En Estados Unidos, el rendimiento de la deuda pública descendió durante la primera mitad del año, continuando con la tendencia que comenzó en el 2002. Esta evolución se debió al

**Gráfico 10 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo**

(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.

mayor pesimismo de los participantes en el mercado sobre las perspectivas de la actividad económica entre el corto y el medio plazo, en un entorno de tensiones causadas por la incertidumbre geopolítica y por la publicación de datos macroeconómicos decepcionantes. Además, el rendimiento de este tipo de valores disminuyó como consecuencia de la creciente inquietud de los inversores en lo que atañe al riesgo de tendencias deflacionistas en la economía estadounidense. En consecuencia, el rendimiento de la deuda pública a diez años registró un mínimo histórico, el 3,1%, a mediados de junio. La posterior recuperación del rendimiento de la deuda pública se vio principalmente impulsada por las revisiones al alza de las expectativas de los participantes en el mercado sobre el crecimiento económico y la inflación, pero es posible que también estuviera relacionada con la creciente inquietud respecto de la sostenibilidad del elevado déficit público y de la balanza de pagos por cuenta corriente en

Estados Unidos. Las estrategias de cobertura de las agencias de refinanciación hipotecaria estadounidenses pudieron haber reforzado la tendencia a la baja del rendimiento de la deuda pública y el pronunciado repunte observado en el verano. A pesar de esta fuerte recuperación, en Estados Unidos, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo terminó el año en niveles relativamente reducidos debido, en parte, a la percepción de los participantes en el mercado de que la Reserva Federal mantendría los tipos de interés a corto plazo muy bajos durante un período prolongado.

La incertidumbre de los participantes en el mercado en cuanto a la evolución futura del rendimiento de este tipo de valores en el mercado estadounidense continuó siendo relativamente considerable durante todo el año, según indicaba la volatilidad implícita de los futuros sobre bonos del Tesoro estadounidense a diez años, que alcanzaron niveles bastante elevados desde una perspectiva histórica, sobre todo en el verano. Esta incertidumbre pareció reflejar, en cierta medida, el debate que estaba teniendo lugar entre los participantes en el mercado sobre la sostenibilidad de un rendimiento de los bonos estadounidenses a largo plazo tan reducido.

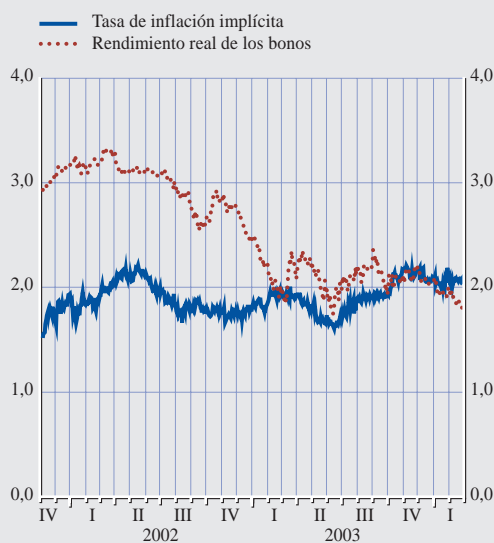
En Japón, el rendimiento de los bonos a largo plazo siguió, en general, la misma pauta que en Estados Unidos y en la zona del euro, aunque se situó en niveles muy inferiores. Durante el primer semestre del 2003, el rendimiento de los bonos japoneses a diez años registró mínimos históricos (en torno al 0,4% a mediados de junio), como consecuencia del creciente pesimismo de los inversores sobre las perspectivas de la economía japonesa. La inquietud de los participantes en el mercado se debía a la fuerte apreciación del yen frente al dólar estadounidense, percibida como que afectaba negativamente a los exportadores japoneses, así como a los efectos de la epidemia del virus de la neumonía asiática. El rendimiento de los bonos a diez años repuntó con fuerza en el tercer trimestre y, a finales de año se estabilizó, situándose en el 1,4% el 31 de diciembre, próximo a niveles no observados desde principios del

2002. Las expectativas de una recuperación económica más rápida, así como los desplazamientos de cartera de valores de renta fija a valores de renta variable, contribuyeron al incremento del rendimiento de los bonos a largo plazo durante la segunda mitad del año.

En la zona del euro, la evolución de los mercados de renta fija en el 2003 fue, en gran medida, similar a la de Estados Unidos, si bien el rendimiento de los bonos de la zona experimentó menos fluctuaciones. Durante la primera mitad del 2003, el optimismo de los participantes en el mercado sobre las perspectivas de crecimiento disminuyó paulatinamente, lo que supuso una presión a la baja sobre los tipos de interés a largo plazo. El elevado nivel de incertidumbre en torno a la situación geopolítica se reflejó en una mayor aversión al riesgo de los participantes en el mercado, lo que provocó un desplazamiento de fondos hacia activos más

**Gráfico 11 Rendimiento real de los bonos a largo plazo y tasa de inflación implícita de la zona del euro**

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Reuters, Tesoro francés e ISMA.

Nota: El rendimiento real de los bonos de la zona del euro se obtiene a partir de los precios de mercado de la deuda pública francesa indexada 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.

seguros, desde los mercados de renta variable a los mercados de renta fija. A partir de mediados de junio, el rendimiento de los bonos de la zona del euro empezó a mejorar, aunque con menor intensidad que en Estados Unidos. Esta evolución fue consecuencia de la revisión al alza de las expectativas de crecimiento económico por parte de los participantes en el mercado y, en cierta medida, de las expectativas de inflación. De hecho, la tasa de inflación implícita, medida por la diferencia entre el rendimiento de los bonos nominales y de los bonos indexados con la inflación, ambos a diez años, se incrementó ligeramente desde mediados de junio, aunque, en parte, esto se debió a factores técnicos (véase gráfico 11). El grado de incertidumbre imperante en los mercados de renta fija de la zona del euro apenas se modificó en el 2003, según la trayectoria de la volatilidad implícita de estos mercados. Por otra parte, en contraste con la situación de Estados Unidos, la volatilidad implícita de los mercados de renta fija de la zona del euro no fue, en general, particularmente elevada el pasado año.

Las condiciones de financiación de los mercados de renta fija privada de la zona del euro mejoraron sustancialmente en la primera parte del año, y continuaron siendo muy favorables hasta finales del 2003. El coste relativo de la financiación para empresas con calificación crediticia BBB, por ejemplo, medido por el diferencial entre el rendimiento de los bonos emitidos por dichas empresas y el de la deuda pública comparable, descendió considerablemente—en torno a 150 puntos básicos— a finales del 2003, cuando se situó en 80 puntos básicos, un nivel muy bajo en términos históricos. Esta mejora de las condiciones de financiación se atribuye a una percepción más positiva de los inversores en lo que respecta al riesgo de crédito de las empresas y a una mayor preferencia por activos con rendimientos más elevados, lo que refleja unos niveles de los tipos de interés sin riesgo históricamente bajos.

A principios del 2004, el rendimiento de los bonos a largo plazo se redujo ligeramente en los principales mercados. Entre finales de

diciembre del 2003 y el 27 de febrero de 2004, los rendimientos de la deuda pública a diez años de la zona del euro y de Estados Unidos cayeron en torno a 20 y 25 puntos básicos, respectivamente. El diferencial entre el rendimiento de la renta fija privada con calificación BBB y el de la deuda pública comparable en la zona del euro se mantuvo prácticamente sin cambios en este período.

#### **LOS TIPOS DE INTERÉS APLICADOS POR LAS IFM SIGUIERON LA TRAYECTORIA GENERAL DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE MERCADO**

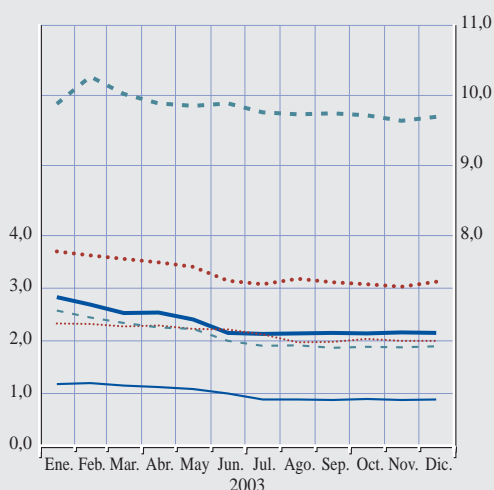
Los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM<sup>6</sup> descendieron durante la primera mitad del 2003, y posteriormente se estabilizaron (véase gráfico 12). En el período comprendido entre enero y diciembre, los tipos de los depósitos de ahorro a corto plazo de los hogares (disponibles con preaviso igual o inferior a tres meses) y los de los depósitos a la vista de las sociedades no financieras cayeron 30 puntos básicos, aproximadamente, situándose en el 2% y el 0,9%, respectivamente. Los tipos de interés de los préstamos y créditos a corto plazo también descendieron, aunque en distinta medida, en función del tipo de prestatario. Desde comienzos del 2003, los tipos a corto plazo de los préstamos y créditos a las sociedades no financieras—préstamos por importe superior a un millón de euros sin fijación del tipo o con período inicial de fijación del tipo igual o inferior a un año—cayeron unos 60 puntos básicos, hasta el 3,1% en diciembre, mientras que los tipos aplicados a los descubiertos bancarios de los hogares se redujeron levemente, 20 puntos básicos aproximadamente, hasta el 9,7%. Esta evolución de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM tuvo lugar en el contexto de una disminución de 70 puntos básicos

6 En diciembre del 2003, el BCE publicó por primera vez estadísticas sobre los tipos de interés aplicados por las IFM de la zona del euro desde enero del 2003 en adelante. Estas estadísticas sustituyen a las estadísticas sobre los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito de la zona del euro a su clientela publicadas hasta ahora, elaboradas a partir de las estadísticas nacionales sobre tipos de interés existentes con anterioridad a 1999. Las nuevas estadísticas sobre los tipos de interés aplicados por las IFM están armonizadas y permiten la comparación entre países.

### Gráfico 12 Tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM y tipo de mercado comparable

(en porcentaje; tipos de las nuevas operaciones)

- Tipo del mercado monetario a tres meses (escala izquierda)
- ..... Préstamos a corto plazo a sociedades no financieras <sup>1)</sup> (escala izquierda)
- - - Descubiertos en cuenta de los hogares (escala izquierda)
- Depósitos a la vista de las sociedades no financieras (escala izquierda)
- ..... Depósitos de ahorro a corto plazo de los hogares <sup>2)</sup> (escala izquierda)
- - - Depósitos a corto plazo de los hogares <sup>3)</sup> (escala izquierda)



Fuente: BCE.

1) Incluye los préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a 1 millón de euros sin fijación del tipo de interés o con periodo inicial de fijación del tipo inferior o igual a un año.

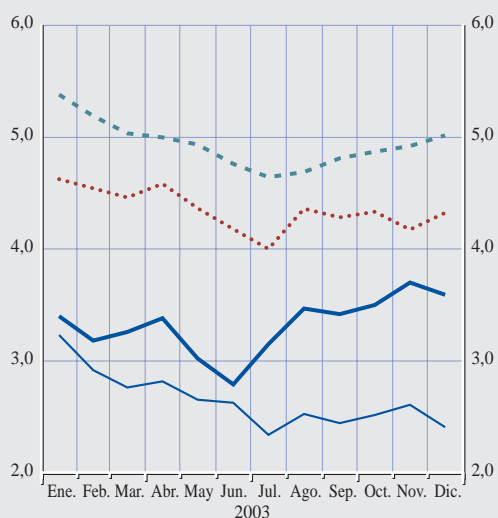
2) Incluye los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses de los hogares.

3) Incluye los depósitos a plazo hasta un año de los hogares.

### Gráfico 13 Tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM y tipo de mercado comparable

(en porcentaje; tipos de las nuevas operaciones)

- Rendimiento de la deuda pública a cinco años
- ..... Préstamos a largo plazo a las sociedades no financieras <sup>1)</sup>
- - - Préstamos a largo plazo a hogares para adquisición de vivienda <sup>2)</sup>
- Depósitos a largo plazo de los hogares <sup>3)</sup>



Fuentes: BCE y Reuters.

1) Incluye los préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a 1 millón de euros con periodo inicial de fijación del tipo de interés de más de cinco años.

2) Incluye los préstamos a los hogares con periodo inicial de fijación del tipo de interés de más de cinco años y hasta diez años.

3) Incluye los depósitos a plazo a más de dos años de los hogares.

cos, aproximadamente, del tipo de interés a tres meses del mercado monetario registrada en el 2003. La transmisión de la pronunciada caída de los tipos de mercado a los tipos de interés a corto plazo aplicados por las entidades de crédito estuvo en consonancia, en general, con la pauta histórica, sobre todo con el hecho de que los tipos de interés de los depósitos a la vista y de los depósitos de ahorro a corto plazo tradicionales tienden a ajustarse con especial lentitud a las variaciones de los tipos de mercado.

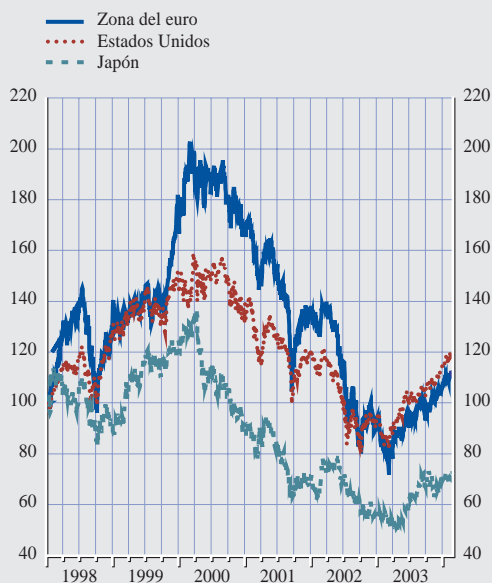
Los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a las nuevas operaciones descendieron durante la primera mitad del 2003, pero repuntaron a partir de agosto, reflejando, en general,

la pauta observada en el rendimiento de la deuda pública comparable (véase gráfico 13). Los tipos de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda con vencimiento entre cinco años y diez años y los de los préstamos a largo plazo a las sociedades no financieras superiores a un millón de euros con vencimiento superior a cinco años descendieron en torno a 35 y 30 puntos básicos, hasta el 5% y el 4,3%, respectivamente. De este modo, la evolución general de los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM constituye una indicación más de las muy favorables condiciones de financiación imperantes en el 2003. En cuanto a los tipos de interés con que las IFM remuneran los depósitos a largo plazo de los



**Gráfico 14 (a) Índices bursátiles**

(índice: 1 de enero de 1998 = 100; datos diarios)

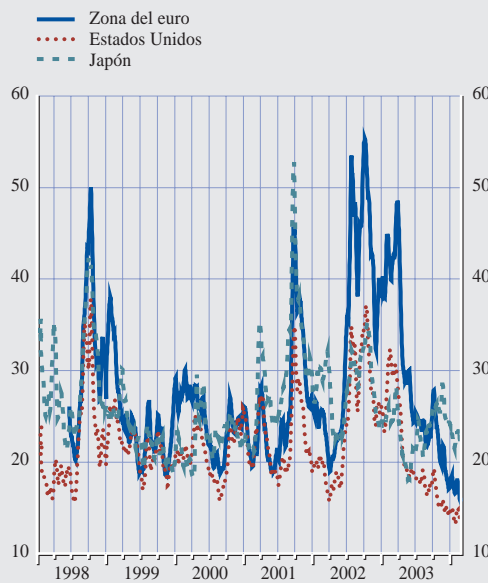


Fuente: Reuters.

Nota: Índice 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.

**Gráfico 14 (b) Volatilidad implícita de los mercados de renta variable**

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



Fuente: Bloomberg.

Nota: Las series de volatilidad implícita representan la desviación típica esperada de las tasas de variación de las cotizaciones bursátiles en un periodo de hasta tres meses, implícitas as 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.

hogares, el nivel correspondiente a un plazo superior a dos años cayó unos 80 puntos básicos en el año, hasta situarse, aproximadamente, en el 2,4% en diciembre del 2003.

#### **FUERTE SUBIDA DE LAS COTIZACIONES BURSÁTILES EN LOS MERCADOS INTERNACIONALES**

En el 2003, las cotizaciones bursátiles experimentaron importantes subidas en los principales mercados, lo que puso fin a la revisión a la baja que se inició en marzo del 2000, y registraron sus primeros incrementos interanuales desde 1999 (véase gráfico 14a). El alza de las cotizaciones fue acompañada de una reducción considerable de la volatilidad implícita de los mercados de renta variable, que constituye una medida del grado de incertidumbre de los participantes en el mercado (véase gráfico 14b).

En general, los índices bursátiles amplios de Estados Unidos, Japón y la zona del euro registraron una evolución similar en el 2003. Hasta mediados de marzo, las cotizaciones bursátiles cayeron en estos mercados, debido al mayor pesimismo de los inversores en cuanto a las perspectivas de crecimiento de la economía internacional y a un aumento de la incertidumbre y de la aversión al riesgo. Todos estos factores parecieron estar estrechamente relacionados con la intensificación de las tensiones geopolíticas y de la posibilidad de guerra en Iraq. La «huída» de los valores de renta variable que, aparentemente, se produjo a nivel mundial, también se vio estimulada por la mayor inquietud sobre la calidad de los beneficios empresariales tras varios escándalos contables. Durante el resto del año, las cotizaciones bur-

sátiles siguieron una sólida tendencia al alza en los principales mercados. Al principio, el repunte observado en los mercados de renta variable fue consecuencia de la normalización de las condiciones de mercado resultante de la disminución de la incertidumbre de los participantes en el mercado al comienzo de las operaciones militares en Iraq. En el segundo semestre del año, las cotizaciones bursátiles cobraron nuevo impulso gracias a la persistente mejora de los beneficios empresariales, que redujo la incertidumbre de los mercados de renta variable, y a unas perspectivas más halagüeñas para la economía mundial.

En general, entre finales del 2002 y finales del 2003, las cotizaciones bursátiles de Estados Unidos, medidas por el índice Standard & Poor's 500, y las de Japón, medidas por el Nikkei 225, se incrementaron el 26% y el 24%, respectivamente, mientras que, en la zona del euro, el índice Dow Jones EURO STOXX ganó un 18%.

En Estados Unidos, la pronunciada subida de las cotizaciones bursátiles observada en el 2003 también podría haber sido alentada por el conjunto de medidas para estimular la economía aprobado por el congreso estadounidense a finales de mayo, incluida una reducción de los tipos impositivos sobre los dividendos y las plusvalías. Las mejores perspectivas de las empresas se vieron corroboradas por los anuncios de beneficios empresariales que, durante la mayor parte del 2003, superaron las expectativas. Si bien el hecho de que los beneficios empresariales fueran mejores de lo esperado pareció deberse, fundamentalmente, a las medidas de reducción de costes aplicadas con éxito en la primera mitad del 2003, se sustentaron en la recuperación de la actividad empresarial general durante el segundo semestre.

En Japón, las cotizaciones bursátiles descendieron durante los cuatro primeros meses del 2003, como consecuencia de la inquietud del mercado sobre la morosidad en el sector bancario, que continuó influyendo negativamente en las cotizaciones. Por otra parte, las

cotizaciones de las empresas exportadoras resultaron adversamente afectadas por el fortalecimiento del yen frente al dólar estadounidense. Posteriormente, entre el mes de abril y mediados de septiembre del 2003, los mercados de renta variable japoneses se recuperaron con fuerza en un entorno de datos económicos más positivos y de informes sobre beneficios empresariales más sólidos, y posiblemente también como consecuencia del efecto de contagio del mercado de valores estadounidense. En general, a partir de mediados de septiembre, las cotizaciones bursátiles se estabilizaron.

En la zona del euro, la evolución de las cotizaciones bursátiles tendió a estar muy sincronizada con la trayectoria de los mercados de valores estadounidenses. Al igual que en Estados Unidos, el alza general de las cotizaciones bursátiles de la zona del euro obedeció a la disminución de la incertidumbre en los mercados de renta variable, así como a una percepción del mercado más favorable respecto de las perspectivas económicas y empresariales. En cuanto al detalle por sectores, la subida general observada en los mercados de renta variable de la zona del euro se vio particularmente estimulada por los sectores tecnológico, financiero y de bienes de consumo cíclico, que habían registrado descensos proporcionalmente mayores durante el 2002. Además, en el sector financiero, la mejora de las condiciones del mercado financiero desde finales de marzo del 2003, junto con los esfuerzos por reducir costes y la menor dotación a provisiones para insolvencias, parecieron tener un efecto positivo en la rentabilidad de las entidades de crédito.

En el período transcurrido entre finales del 2003 y el 27 de febrero de 2004, los índices Dow Jones EURO STOXX, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225 se elevaron de nuevo, hasta situarse en el 5%, 3% y 3%, respectivamente, posiblemente como consecuencia de nuevas señales de mejora de la rentabilidad empresarial, de tipos de interés a largo plazo más bajos y de la disminución de la incertidumbre en los mercados de renta variable.

## 2.2 EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS

A pesar de la debilidad de la actividad económica y de la apreciación del euro, la tasa media de inflación de la zona del euro, medida por el IAPC, se situó en el 2,1% en el año 2003, sólo 0,2 puntos porcentuales por debajo de la registrada en los dos años precedentes (véase cuadro 4). El motivo principal del descenso observado con respecto al 2002 radicó en unas menores tasas de crecimiento interanuales de los precios de los bienes industriales no energéticos y de los servicios, que también contribuyeron a la disminución de la tasa media de crecimiento del IAPC excluidos los alimentos no elaborados y la energía, hasta situarse en el 2%, desde el 2,5% registrado en el 2002. En este contexto, la evolución de la inflación medida por el IAPC a lo largo del 2003 fue reflejo de las fluctuaciones de sus componentes más volátiles, a saber, los precios de la energía y de los alimentos no elaborados. Las presiones por el lado de los costes se vieron atenuadas en el 2003 a consecuencia de las moderadas tasas de crecimiento de los precios industriales y de la estabilización del crecimiento de los costes laborales en términos nominales. No obstante, la disminución del crecimiento de la productividad en un contexto de debilidad de la actividad económica condujo a una aceleración de la tasa de crecimiento de

los costes laborales unitarios en el primer semestre del 2003.

En enero del 2004, la inflación medida por el IAPC disminuyó hasta el 1,9%, un descenso de 0,1 puntos porcentuales con respecto a diciembre del 2003. Esta evolución cabe atribuirla principalmente a que los considerables efectos de base de los precios del tabaco y de la energía se vieron parcialmente compensados por el impacto alcista de los precios administrados y de los cambios en la imposición indirecta. La tasa de variación interanual del IAPC excluidos los precios de la energía y de los alimentos no elaborados se mantuvo en el 1,9%.

### LA INFLACIÓN REFLEJÓ LA EVOLUCIÓN DE LOS COMPONENTES MÁS VOLÁTILES

La evolución de la inflación medida por el IAPC fue bastante errática en el conjunto del año 2003 (véase gráfico 15). La inflación aumentó a comienzos del año, a medida que la incertidumbre geopolítica asociada a la guerra en Iraq introducía presiones al alza sobre los precios de la energía. Una vez atenuada esa incertidumbre, y dada la continua apreciación del euro frente al dólar estadounidense, los efectos de las fluctuaciones de los precios de la energía se atemperaron y la inflación retomó su tendencia a la baja, hasta alcanzar el 1,8% en los meses de mayo, la tasa de variación más reducida

**Cuadro 4 Evolución de los precios**

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

	2001	2002	2003	2002 IV	2003 I	2003 II	2003 III	2003 IV	2003 Dic.	2004 Ene.
<b>IAPC y sus componentes</b>										
Índice general	2,3	2,3	2,1	2,3	2,3	1,9	2,0	2,0	2,0	1,9
Energía	2,2	-0,6	3,0	2,9	7,0	1,5	2,1	1,6	1,8	-0,4
Alimentos elaborados	2,9	3,1	3,3	2,6	3,1	3,3	3,1	3,8	3,8	3,3
Alimentos no elaborados	7,0	3,1	2,1	1,6	0,1	1,5	3,4	3,6	3,2	2,9
Bienes industriales no energéticos	0,9	1,5	0,8	1,2	0,7	0,9	0,7	0,8	0,7	0,6
Servicios	2,5	3,1	2,5	3,1	2,7	2,6	2,4	2,4	2,3	2,5
<b>Otros indicadores de precios y costes</b>										
Precios industriales <sup>1)</sup>	2,1	-0,1	1,6	1,2	2,4	1,5	1,2	1,1	1,0	0,3
Precios del petróleo (EUR/barril) <sup>2)</sup>	27,8	26,5	25,1	26,5	28,4	22,7	25,1	24,5	24,0	24,2
Precios de las materias primas <sup>3)</sup>	-8,1	-0,9	-4,5	5,6	-3,2	-7,9	-5,8	-1,2	-0,2	5,1

Fuentes: Eurostat, Thomson Financial Datastream y HWWA (Instituto de Economía Internacional de Hamburgo).

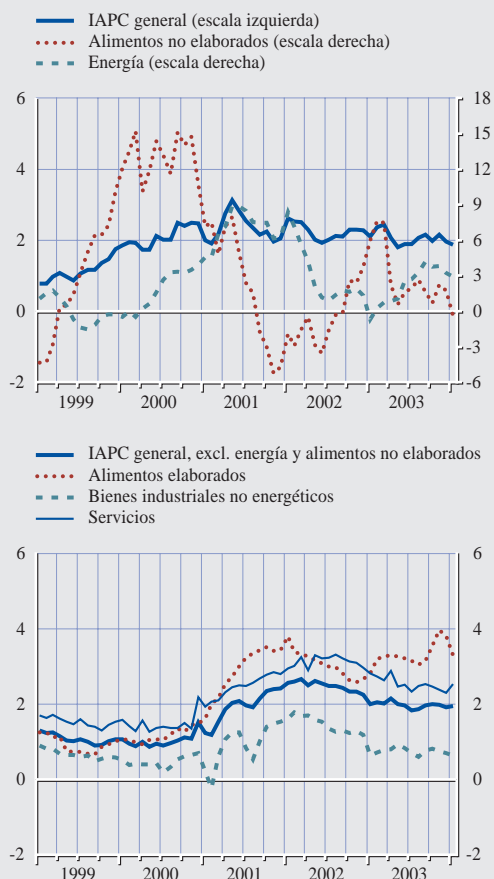
1) Excluida la construcción.

2) Brent (para entrega en un mes).

3) Excluida la energía. En euros.

**Gráfico 15 Principales componentes del IAPC**

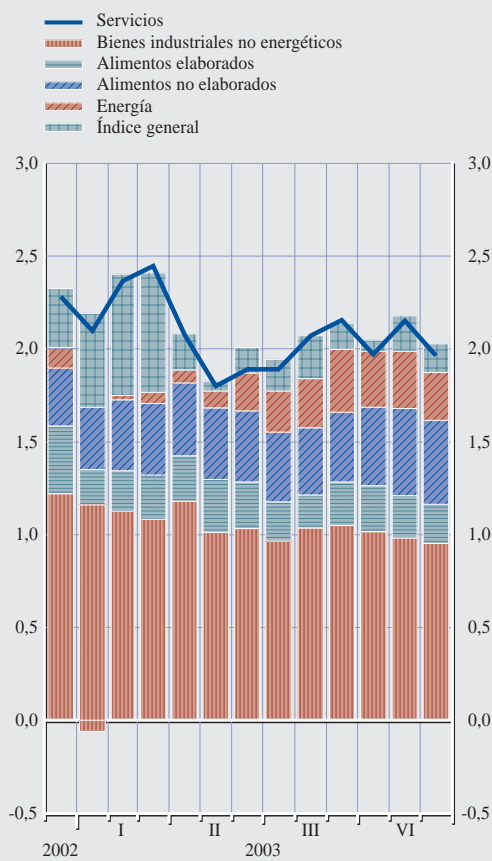
(tasas de variación interanuales; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

**Gráfico 16 Contribuciones al IAPC por componentes**

(contribuciones anuales en puntos porcentuales; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

de los tres años precedentes (véase gráfico 16). Sin embargo, durante el segundo semestre del año, la inflación osciló en torno al 2%, principalmente como resultado de dos influencias de signo contrario: Por un lado, se produjo un incremento de la contribución de los precios de los alimentos—los precios de los alimentos no elaborados aumentaron a consecuencia de la ola de calor vivida en Europa, al tiempo que las subidas de los impuestos sobre el tabaco empujaban también al alza los precios de los alimentos elaborados. Por otro, se registró un descenso de la contribución de los precios de la energía con respecto al primer semestre del año, debido a la apreciación del euro, que atenuó los efectos de la subida de los precios del petróleo

denominados en dólares estadounidenses (véase gráfico 16).

En el 2003, la inflación mostró una especial resistencia frente a la debilidad de la actividad económica y a la apreciación del euro, a pesar de determinados efectos directos a través de los precios de la energía. También se observó este hecho en el caso del IAPC excluidos la energía y los alimentos no elaborados.

La principal influencia sobre los precios de los alimentos elaborados en el 2003 provino de las subidas de los precios del tabaco que se derivaron del aumento de la imposición indirecta registrado en varios países, tanto en los prime-

#### Recuadro 4

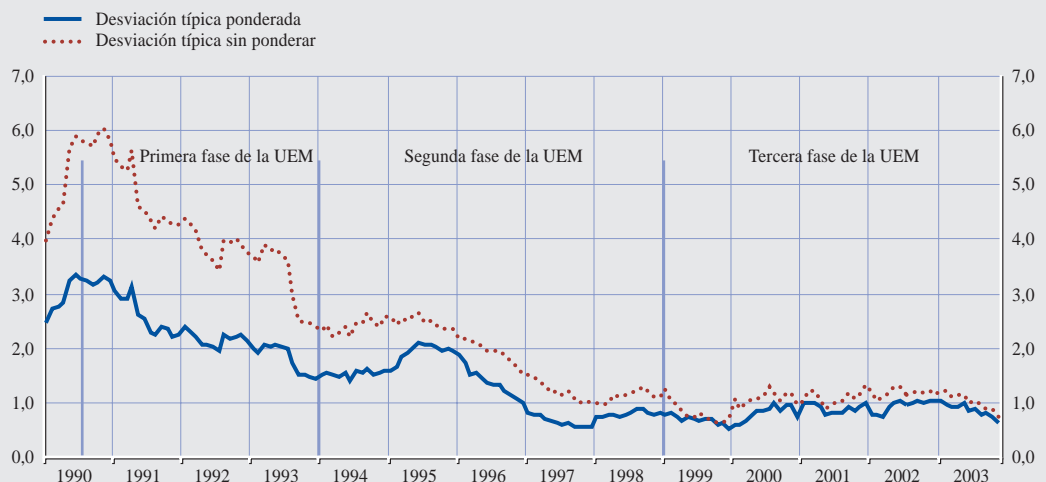
### DIFERENCIALES DE INFLACIÓN EN LA ZONA DEL EURO: POSIBLES CAUSAS E IMPLICACIONES DE POLÍTICA ECONÓMICA

La diversidad que presenta la evolución de la inflación en los distintos países de la zona del euro –captada mediante diferentes indicadores de dispersión– se redujo de manera sustancial a lo largo de la década de los noventa. Tras el inicio de la tercera fase de la UEM en 1999, la dispersión de la inflación continuó disminuyendo, alcanzando su nivel más bajo en el segundo semestre de 1999. Con posterioridad, sin embargo, aumentó de forma moderada hasta comienzos del año 2001. Desde entonces, la dispersión de la inflación en la zona del euro se ha mantenido estable, en líneas generales, antes de volver a descender durante el 2003 hasta niveles cercanos a los observados en el segundo semestre de 1999. En conjunto, la dispersión de la inflación observada actualmente en la zona del euro no presenta diferencias notables con la de Estados Unidos.

Pese a que los actuales niveles de dispersión de la inflación en la zona del euro son bajos, en términos históricos, en los últimos cuatro años se han observado diferenciales de inflación relativamente persistentes. Desde 1999, con la excepción de Bélgica, Francia, Luxemburgo y Finlandia, todos los países de la zona del euro han registrado tasas de inflación sistemáticamente por encima o por debajo de la media de la zona del euro<sup>1</sup>. En particular, en cinco países (Grecia, España, Irlanda, los Países Bajos y Portugal) se han apreciado unos diferenciales de inflación relativamente elevados y persistentemente positivos frente a la zona del euro, que, sin embargo, han empezado a estrecharse a partir del 2002 en Portugal y, a lo largo del 2003, en España, Grecia e Irlanda. Mientras tanto, en los Países Bajos, el diferencial de inflación frente

#### Dispersión de la inflación en la zona del euro

(desviación típica en puntos porcentuales)



Fuente: Eurostat.

<sup>1</sup> Basada en las tasas medias de inflación interanuales durante el periodo 1999-2003.

a la zona del euro se ha tornado negativo últimamente. Por el contrario, en Alemania y Austria se han observado unos diferenciales de inflación continuamente negativos. Las posibles causas de la dispersión de la inflación en la zona del euro, así como sus implicaciones de política económica<sup>2</sup>. Se analizan a continuación.

### Posibles causas

En relación con los diferenciales de inflación observados en la zona del euro, es preciso resaltar que la política monetaria única supuso un cambio de régimen, con unos efectos sobre los procesos de formación de precios tardarían varios años en manifestarse plenamente. En particular, el paso a la tercera fase dio lugar a fuertes caídas de los tipos de interés en Irlanda, Portugal y España y, posteriormente, en Grecia, es decir, en aquellos países cuyas tasas de inflación se habían situado sistemáticamente por encima de la media de la zona del euro antes de mediados de la década de los noventa. En la mayoría de los restantes países de la zona del euro, la magnitud de los efectos de la convergencia nominal fue considerablemente menor. No obstante, es probable que el impacto equilibrador de las variaciones en la competitividad nacional generadas por los diferenciales de inflación limite el tamaño y la persistencia de las disparidades de inflación que emanan del ajuste al nuevo régimen monetario. A este respecto, los países con tasas de inflación inferiores a la media deberían beneficiarse de una ganancia de competitividad y también, a corto plazo, de un menor impacto de los efectos adversos que tiene la inflación sobre la renta real disponible y la riqueza real. Por otra parte, si el resto de factores se mantiene constante, sería de esperar que los países con tasas de inflación por encima de la media sufrieran pérdidas de competitividad y un mayor impacto negativo de la inflación sobre la renta y la riqueza reales.

Además de los efectos específicos relacionados con el inicio de la tercera fase, los diferenciales de inflación han podido surgir por una combinación de factores, tanto de índole transitoria como de naturaleza más permanente. Entre los factores transitorios se encuentran las medidas puntuales de política económica interna, tales como las modificaciones de los precios administrados y de los impuestos indirectos, que han sido distintas en los países de la zona. Sin embargo, dichas medidas posiblemente no hayan influido mucho en los diferenciales de inflación registrados desde el inicio de la tercera fase y es poco probable que su influencia aumente, a menos que en el futuro se acrecienten las discrepancias entre las medidas de política económica interna aplicadas en los distintos países. También son transitorias las disparidades en la velocidad de aplicación de las reformas estructurales en los diversos países, que pueden traducirse, de forma temporal, en unos mayores diferenciales de inflación. Al mismo tiempo, hay que tener en cuenta que la existencia de distintos niveles de exposición a las perturbaciones externas —a consecuencia de las divergencias nacionales en el grado de apertura al comercio con países no pertenecientes a la zona del euro y en la dependencia del petróleo— también puede contribuir, aunque transitoriamente, a la creación de diferenciales de inflación.

Asimismo, existe una relación entre la situación cíclica de las economías y las tasas de inflación: los países de la zona del euro con tasas de inflación por encima de la media han regis-

<sup>2</sup> Para un análisis más pormenorizado de los diferenciales de inflación en la zona del euro, véase el informe del BCE titulado «Inflation differentials in the euro area: potential causes and policy implications», publicado en la dirección del BCE en Internet, [www.ecb.int](http://www.ecb.int), el 30 de septiembre de 2003.



trado, en promedio, las mayores tasas de crecimiento de la demanda interna, junto con unas brechas de producción positivas y de dimensiones relativamente importantes. La situación opuesta es aplicable a los países de la zona del euro con tasas de inflación inferiores a la media. Las diferencias entre los distintos países en cuanto a la orientación de la política fiscal podrían haber constituido también un factor explicativo de los diferenciales de inflación, especialmente en países como Grecia e Irlanda, donde las políticas fiscales han sido relativamente expansivas en los últimos años.

Por último, en relación con los factores más persistentes, la convergencia en niveles de precios y rentas y/o los denominados efectos Balassa-Samuelson (BS)<sup>3</sup> podrían haber dado lugar a los diferenciales de inflación en Grecia, Irlanda y Portugal y, en menor medida, España. Por el contrario, en Alemania, los reducidos diferenciales de crecimiento de la productividad entre los sectores de bienes comerciables y no comerciables podrían haber contribuido a que ese país registrase una tasa de inflación inferior a la media. Sin embargo, con arreglo a las estimaciones disponibles, los diferenciales de inflación observados entre algunos países de la zona del euro han sido sustancialmente superiores a señalados por el modelo BS. Otros factores de carácter estructural, como las rigideces de salarios y precios o el grado de competencia en los mercados internos más importantes, podrían haber contribuido también a la formación de los diferenciales de inflación observados y a su persistencia. A este respecto, los estudios empíricos revelan que el grado relativo de competencia en los mercados parece ser un parámetro de importancia a la hora de explicar el tamaño y la volatilidad de las respuestas de los precios relativos ante perturbaciones en los distintos países de la zona del euro. En cualquier caso, la continuidad del proceso de convergencia entre los países de la zona debería resultar en un descenso de la dispersión de la inflación, a consecuencia de la convergencia de los niveles de precios y rentas a largo plazo. No obstante, dada la heterogeneidad actual de las estructuras económicas nacionales y la exposición de los países a perturbaciones idiosincrásicas, parece probable que en el futuro continúen observándose algunas discrepancias entre las tasas de inflación.

### **Implicaciones de política económica**

A partir del inicio de la tercera fase de la UEM, los países de la zona del euro no han podido utilizar su política monetaria para actuar sobre los desequilibrios económicos regionales y hacer frente a perturbaciones asimétricas, puesto que la política monetaria única del BCE se orienta exclusivamente hacia la consecución del objetivo de estabilidad de precios en el conjunto de la zona del euro. Al igual que en cualquier unión monetaria, los diferenciales de inflación dentro de la zona del euro son el reflejo de variadas dinámicas regionales de precios, así como de ajustes diversos de los precios relativos, y, como tal, la política monetaria única no puede darles tratamiento. Al mismo tiempo, la estrategia de política monetaria del BCE atribuye una función secundaria a los diferenciales de inflación en su análisis del nivel de infla-

3 El efecto BS explica que los precios de los bienes no comerciables aumentan habitualmente a mayor velocidad que los precios de los bienes comerciables, porque el crecimiento de la productividad suele ser más reducido en el sector de bienes no comerciables. Dado que los salarios en el sector de bienes comerciables se ven impulsados al alza por el crecimiento de la productividad, los salarios en el sector de bienes no comerciables tienden también a subir. En la medida en que estos últimos incrementos salariales no se vean acompañados de un aumento al mismo ritmo de la productividad, los costes laborales y los precios crecerán más deprisa en el sector de bienes no comerciables. Como los precios en el sector de bienes comerciables se fijan en los mercados internacionales, en los países con elevadas diferencias de productividad entre sectores se observará una tendencia hacia mayores subidas del índice general de precios.

ción admisible dentro de un margen de seguridad, puesto que su existencia podría tener repercusiones sobre las regiones con menor inflación. Asimismo, los diferenciales de inflación siguen representando un importante desafío para la estrategia de comunicación del BCE, ya que la política monetaria se discute a menudo desde la óptica de las tasas de inflación nacionales y de sus implicaciones con respecto a las políticas económicas nacionales.

Unos diferenciales de inflación elevados y persistentes podrían justificar la aplicación en algunos países de medidas de ámbito nacional al objeto de evitar excesivas pérdidas de competitividad. Es preciso introducir ajustes en las políticas económicas nacionales, tales como las políticas fiscales y estructurales, a fin de contrarrestar diferenciales de inflación sistemáticos y potencialmente perjudiciales. Las reformas estructurales, en especial las medidas orientadas a eliminar las rigideces de precios y salarios y conducentes a procesos de fijación de salarios más diversificados dentro de los distintos países de la zona del euro, pueden acelerar los ajustes de precios y salarios necesarios para hacer frente a las perturbaciones, incluida una respuesta más sincronizada de los precios nacionales ante estos choques. A su vez, tales políticas reducirían la probabilidad de que se registraran diferenciales de inflación persistentes en la zona del euro. Por último, dados sus considerables retardos, cabe la posibilidad de que la política fiscal resulte inadecuada para efectuar ajustes a corto plazo en la evolución de los precios, aunque podría utilizarse para actuar a largo plazo sobre los diferenciales de inflación, especialmente cuando los registrados en un país son positivos y persistentes.

ros meses del año como, especialmente, en la última parte de éste. Todo ello se tradujo en una contribución de este componente a la inflación general de, aproximadamente, 0,4 puntos porcentuales.

El crecimiento de los precios de los servicios registró en el 2003 un descenso gradual a partir del nivel que alcanzó en el 2002, que fue bastante elevado. La tasa de crecimiento interanual de los precios de los servicios mostró una tendencia a la baja en el transcurso del año, situándose en el 2,3% en diciembre, alrededor de 0,7 puntos porcentuales por debajo de la tasa observada en diciembre del 2002. A consecuencia de esta caída, la contribución del crecimiento de los precios de los servicios al índice general se redujo, hasta situarse en torno a un punto porcentual, una contribución que, aún así, representó casi la mitad de la tasa de inflación, medida por el IAPC, observada durante gran parte del año 2003. Por el contrario, la tasa de inflación interanual de los bienes industriales no energéticos se mantuvo prácticamente constante en torno al 0,8% a lo largo del 2003, es decir, prácticamente la mitad de la tasa registrada en el 2002, dando lugar a que su

contribución a la inflación oscilase en torno a 0,2 ó 0,3 puntos porcentuales.

La dispersión de la inflación en la zona del euro se redujo en el 2003, tras haberse mantenido prácticamente estable durante los dos años precedentes. En el recuadro 4 se revisan y analizan las posibles explicaciones de los diferenciales de inflación observados en la zona del euro.

La percepción de la inflación pasada por parte de los ciudadanos, medida por el indicador cualitativo de la Comisión Europea sobre inflación percibida en los doce meses precedentes, mostró un descenso gradual durante el primer semestre del 2003. Sin embargo, esta disminución se vio interrumpida en el verano como resultado de las subidas de los precios de los alimentos no elaborados, consecuencia de la ola de calor registrada en Europa. Este hecho proporciona cierta base al argumento de que la percepción de la inflación por parte de los consumidores se ve influida en gran medida por la evolución de los precios de determinados bienes y servicios de consumo frecuente. Del mismo modo, también contribuye a explicar la

### Gráfico 17 Detalle de los precios industriales

(tasas de variación interanuales; datos mensuales)



evolución ligeramente volátil que sigue la percepción de la inflación. Durante el segundo semestre del 2003, las percepciones de la inflación por parte de los consumidores parece haberse estabilizado en unos niveles bastante elevados en términos históricos. Por el contrario, las expectativas de los consumidores acerca de la inflación en los doce meses siguientes se mantuvieron en unos niveles muy bajos, en términos históricos

#### LOS PRECIOS INDUSTRIALES SOPORTARON PRESIONES MODERADAS

La tasa de crecimiento interanual de los precios industriales (excluida la construcción) se redujo a lo largo del 2003, a causa de los efectos de la apreciación del tipo de cambio del euro, que contrarrestaron los impactos procedentes de unos precios de las materias primas petrolíferas y no petrolíferas más elevados (véase gráfico 17). Estos hechos dieron lugar a un incremento interanual medio de los precios industriales del 1,6% en el año 2003. La situación de debilidad económica podría haber impedido también la subida de los precios

industriales por parte de las empresas durante buena parte del año.

La evolución de la tasa de crecimiento interanual de los precios industriales en el 2003 fue, en gran medida, resultado de las trayectorias seguidas por los precios de la energía y de los bienes intermedios. Como consecuencia de la evolución de los precios del petróleo, la tasa de variación interanual del componente energético de los precios industriales aumentó en los primeros meses del año, pero posteriormente se contuvo, apoyada en la moderación de los precios del petróleo y en la apreciación del euro. La tasa media de crecimiento interanual de los bienes intermedios, que se situó en el 0,8% en el conjunto del año, fue más elevada en el primer semestre, disminuyendo en el segundo a medida que actuaban los efectos de la apreciación del tipo de cambio. Como resulta habitual, las tasas de crecimiento de los otros dos componentes principales de los precios industriales, bienes de equipo y bienes de consumo, mostraron mucha mayor estabilidad en términos interanuales. Esta evolución sugiere que la situación de debilidad de la demanda podría haber impedido a comienzos del 2003 un traslado, por parte de las empresas, de los aumentos de los precios de la energía y de los bienes intermedios a fases posteriores de la cadena de producción. Las tasas medias de crecimiento interanual de los precios de los bienes de consumo y de los bienes de equipo fueron, respectivamente, de un 1,1% y de un 0,4%.

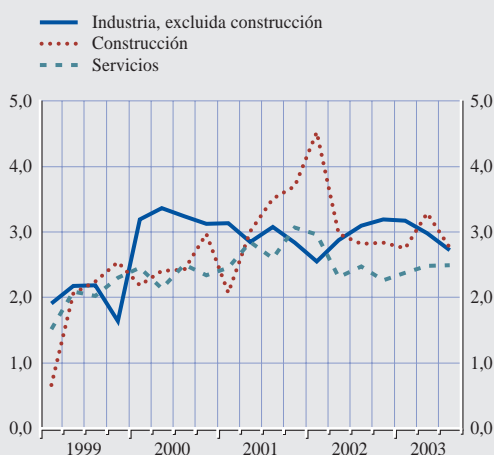
#### EL CRECIMIENTO DE LOS COSTES LABORALES NOMINALES SE ESTABILIZÓ EN EL 2003

La tendencia gradual al alza de las tasas de crecimiento de los indicadores de costes laborales y salariales del conjunto de la zona del euro, observada desde 1999, se estabilizó a comienzos del año 2003 (véase cuadro 5).

El crecimiento de la remuneración por asalariado registró un descenso en el segundo semestre del 2002 y se mantuvo apenas sin cambios en los tres primeros trimestres del año 2003.

**Gráfico 18 Remuneración por asalariado, por sectores**

(tasas de variación interanuales; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

La información disponible sobre la remuneración por asalariado, relativa a los tres primeros trimestres del 2003, muestra algunas notables diferencias de ámbito sectorial. En el sector de la construcción, la tasa de crecimiento se elevó en el primer semestre del 2003, y disminuyó posteriormente, mientras que en la industria, excluida la construcción, pareció registrarse un descenso gradual durante ese año. En cuanto a los servicios, el crecimiento de la remuneración por asalariado pareció estabilizarse en el conjunto del sector en el año 2003. No obstante, se apreciaron ciertos efectos compensatorios en los distintos subsectores: el crecimiento observado en los servicios de mercado (entre los que se incluyen comercio,

hostelería y servicios financieros y empresariales) durante los dos primeros trimestres se ralentizó en el tercero, al tiempo que la tasa de crecimiento registrada en los servicios no de mercado se elevó en el tercer trimestre. Esta evolución sugiere que las menores tasas de crecimiento de la actividad industrial podrían ser un factor explicativo de la desaceleración de los costes laborales en el sector industrial durante los tres primeros trimestres del 2003. La evolución de los costes laborales en el sector servicios podría también contribuir a explicar una cierta resistencia observada en los precios de los servicios en el conjunto del año, dada la mayor participación relativa de los costes laborales en dicho sector.

La tasa de crecimiento de los salarios negociados se redujo en el 2003, en comparación con la del 2002, mientras que los costes laborales brutos mensuales parecieron seguir una tendencia similar. Asimismo, se observó una moderación reseñable en el crecimiento de los costes laborales calculados en función de las horas trabajadas, puesto que la tasa de crecimiento de los costes laborales por hora se situó durante los tres primeros trimestres del 2003 por debajo del crecimiento medio registrado en los años 2001 y 2002.

Dado que el crecimiento de la remuneración por asalariado se mantuvo prácticamente sin cambios durante los tres primeros trimestres del año, la desaceleración del crecimiento de la productividad en el segundo y tercer trimestres del 2003 dio origen a un incremento de los

**Cuadro 5 Indicadores de costes laborales**

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

	2001	2002	2003	2002 IV	2003 I	2003 II	2003 III	2003 IV
Salarios negociados	2,6	2,7	2,4	2,7	2,7	2,4	2,5	2,2
Costes laborales totales por hora	3,3	3,5	.	3,5	3,1	3,2	2,9	.
Coste laboral bruto mensual	2,9	3,0	.	3,1	2,9	2,8	2,6	.
Remuneración por asalariado	2,8	2,6	.	2,5	2,6	2,7	2,6	.
Productividad del trabajo	0,2	0,4	.	0,9	0,6	0,0	0,2	.
Costes laborales unitarios	2,6	2,2	.	1,6	2,0	2,7	2,4	.

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

## Cuadro 6 Composición del crecimiento del PIB real

(tasas de variación, salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

	Tasas interanuales <sup>1)</sup>								Tasas intertrimestrales <sup>2)</sup>				
	2001	2002	2003	2002 IV	2003 I	2003 II	2003 III	2003 IV	2002 IV	2003 I	2003 II	2003 III	2003 IV
Producto interior bruto real	1,6	0,9	0,4	1,1	0,7	0,1	0,3	0,6	0,0	0,0	-0,1	0,4	0,3
<i>del cual:</i>													
Demanda interna	1,0	0,3	1,0	0,9	1,3	1,0	0,5	1,3	0,3	0,4	0,1	-0,2	1,0
Consumo privado	1,7	0,1	1,0	0,6	1,3	1,0	0,9	0,7	0,3	0,4	0,0	0,2	0,1
Consumo público	2,5	2,9	1,9	2,2	1,9	1,7	1,8	2,3	0,1	0,5	0,6	0,6	0,6
Formación bruta de capital fijo	-0,3	-2,8	-1,2	-1,6	-1,9	-0,8	-1,2	-0,8	0,3	-0,9	-0,4	-0,2	0,6
Variación de existencias <sup>3),4)</sup>	-0,5	0,2	0,3	0,5	0,5	0,2	-0,1	0,5	0,0	0,2	0,1	-0,4	0,7
Demanda exterior neta <sup>3)</sup>	0,7	0,6	-0,6	0,2	-0,5	-0,8	-0,2	-0,6	-0,2	-0,4	-0,2	0,6	-0,7
Exportaciones <sup>5)</sup>	3,4	1,5	0,0	3,6	1,9	-1,5	-0,5	0,1	-0,4	-1,5	-0,9	2,3	0,2
Importaciones <sup>5)</sup>	1,7	-0,1	1,5	3,3	3,6	0,8	0,0	1,8	0,3	-0,6	-0,4	0,8	2,1
Valor añadido bruto real													
<i>del cual:</i>													
Industria, excl. construcción	0,5	0,2	-0,1	1,4	0,7	-1,0	-0,6	0,7	-0,6	0,3	-0,8	0,5	0,7
Construcción	-0,6	-1,1	-0,8	-1,5	-2,0	-0,4	-0,4	-0,4	0,0	-0,6	0,1	0,0	0,1
Servicios de mercado <sup>6)</sup>	3,1	1,1	0,7	1,1	0,9	0,4	0,9	0,6	0,2	-0,1	0,1	0,7	-0,1

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Tasas interanuales: tasas de variación respecto al mismo período del año anterior.

2) Tasas intertrimestrales: tasas de variación respecto al trimestre anterior.

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

4) Incluidas las adquisiciones menos la 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, reparaciones, hostelería, comunicaciones, finanzas, actividades empresariales, servicios inmobiliarios y de alquiler.

costes laborales unitarios, desde un 2% en tasa interanual en el primer trimestre, hasta un 2,4% en el tercero, pasando por un 2,7% en el segundo. La evolución de los márgenes, aproximados mediante la diferencia entre las tasas de crecimiento interanuales del deflactor del PIB y los costes laborales unitarios, indica que el retraso en la recuperación de la actividad económica de la zona del euro continuó ejerciendo presiones sobre los beneficios. No obstante, en el segundo semestre del 2003, ciertas mejoras en el crecimiento de la productividad deberían haber contribuido a moderar el crecimiento de los costes laborales unitarios en el segundo semestre del año.

### 2.3 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

#### RECUPERACIÓN DE LA ACTIVIDAD EN EL 2003

La actividad económica de la zona del euro se recuperó en el segundo semestre del 2003, tras haber permanecido prácticamente estan-

cada desde el cuarto trimestre del 2002 (véase cuadro 6). Sin embargo, las expectativas de crecimiento previstas para el conjunto del 2003 tuvieron que recortarse. El PIB en términos reales creció un 0,4%, ralentizándose desde el 0,9% observado en el 2002 y situándose por debajo de la tasa tendencial de crecimiento del producto potencial por tercer año consecutivo. Además, en el mercado de trabajo se observó una evolución moderada a lo largo de todo el año. Esta evolución tan poco dinámica puso de manifiesto la necesidad de profundizar la flexibilidad estructural y la resistencia a las perturbaciones de la zona del euro. En el recuadro 5 se pasa revista a los progresos realizados dentro del calendario de reformas de la UE.

En los inicios del 2003, una serie de factores como, por ejemplo, el mantenimiento de la moderación en la actividad económica mundial, contribuyeron a la debilidad de la situación económica. Además, el empeoramiento de la confianza empresarial y de los consumidores se vio reforzado por el elevado grado de incer-

## Recuadro 5

### AVANCE DE LAS REFORMAS ESTRUCTURALES EN LOS MERCADOS DE TRABAJO Y DE PRODUCTOS DE LA ZONA DEL EURO

Las reformas estructurales de los mercados de trabajo y de productos son esenciales para reforzar el potencial de crecimiento económico de la zona del euro y facilitar el ajuste a los cambios económicos. Las medidas para aumentar la tasa potencial de crecimiento económico son de la mayor importancia en vista del efecto a la baja que el envejecimiento de la población puede tener sobre la oferta de mano de obra. En marzo del 2000, el Consejo Europeo de Lisboa se centró en la importancia de modernizar el marco normativo e introdujo un ambicioso calendario de reformas, encaminado a convertir a la Unión Europea en la economía basada en el conocimiento más competitiva y dinámica del mundo en el año 2010. En este recuadro se examinan brevemente los avances realizados en la aplicación del calendario de reformas de la UE en los últimos años y, especialmente, en el 2003.

La UE realiza un seguimiento y evalúa el funcionamiento de los mercados de productos como parte del «proceso de Cardiff», mientras que la reforma de los mercados de trabajo se evalúa según el «proceso de Luxemburgo». Ambos procesos examinan las reformas en cada uno de los países y proporcionan información para las Orientaciones generales de política económica, que definen las prioridades en varios campos de la política económica. Estas prioridades conforman la base de las recomendaciones de política que se formulan para cada Estado miembro<sup>1</sup>.

En lo que se refiere a los *mercados de trabajo*, las Orientaciones para el período 2003-2005 destacan la necesidad de: (i) mejorar los efectos incentivadores combinados de los impuestos y las prestaciones sociales para que merezca la pena trabajar, (ii) garantizar políticas laborales eficientes y activas dirigidas a los grupos más desfavorecidos, (iii) fomentar una organización del trabajo más flexible y revisar la reglamentación relativa a los contratos laborales, (iv) facilitar la movilidad funcional y geográfica, y (v) garantizar que los sistemas de negociación salarial permitan que los salarios reflejen la productividad.

Una serie de países han emprendido reformas en sus sistemas impositivos y de prestaciones, con el fin de reducir los costes laborales no salariales y de fomentar la oferta de mano de obra. Los tipos impositivos que gravan las rentas medias y bajas se han reducido; las cotizaciones sociales a cargo de los empleados y de las empresas han descendido, sobre todo para los asalariados peor retribuidos. Además, se ha avanzado en cuanto al aumento de la tasa de participación de las personas situadas al margen del mercado de trabajo. Algunos Estados miembros han potenciado la función de las agencias de empleo temporal, y se han eliminado determinados obstáculos para el empleo a tiempo parcial.

En conjunto, la mayoría de los países de la UE introdujeron reformas laborales en el 2003. Sin embargo, considerando también el elevado nivel de desempleo estructural aún existente, parece que las reformas van por detrás de lo que parecen indicar los anuncios de los Gobiernos. Se ha avanzado poco en lo que se refiere a atraer a un mayor número de personas al mercado de trabajo, a invertir en el aumento del capital humano y a mejorar la adaptación tanto de trabajadores como de empresas a las cambiantes condiciones macroeconómicas. Las medidas

<sup>1</sup> Recomendación del Consejo, de 26 de junio de 2002, sobre las orientaciones generales de política económica para los Estados miembros y la Comunidad. Las orientaciones se adoptaron para el período 2003-2005.



encaminadas a reducir el paro de larga duración mediante el reciclaje y a mejorar la capacidad de inserción profesional de los trabajadores peor capacitados y de más edad han de considerarse áreas de reforma prioritarias. Además, es preciso acometer nuevas reformas para fomentar la movilidad laboral mejorando la transferencia de los derechos de pensiones y de asistencia sanitaria y permitiendo la diferenciación salarial según disparidades en la productividad de carácter local, regional y sectorial.

El calendario de reformas estructurales para los *mercados de productos* abarca un gran número de áreas. Entre otras, en las Orientaciones se urge a los Estados miembros a fomentar la competencia en los mercados de bienes y servicios (i) transponiendo de forma más rápida a las legislaciones nacionales las directivas relativas al mercado interior (ii) prosiguiendo la apertura de la contratación pública, (iii) aportando las competencias y los recursos adecuados a las autoridades reguladoras y garantizando su independencia, (iv) reduciendo la ayuda estatal, y (v) fomentando el acceso al mercado y la competencia efectiva en las industrias de red.

Tras muchos años de progreso continuado, el porcentaje de legislación de la UE relativa al mercado interior que los Estados miembros no han incorporado aún a sus legislaciones nacionales (denominado «déficit de trasposición») empezó a aumentar en el 2002, y lo siguió haciendo en el 2003. La Comisión Europea ha adoptado diversas iniciativas para mejorar el funcionamiento del mercado interior. Persisten, sin embargo, considerables barreras para el funcionamiento de este mercado, sobre todo en los servicios. Muchas de estas barreras parecen deberse a la normativa nacional relativa, por ejemplo, a los procedimientos administrativos para establecer filiales en otros países de la zona del euro. Por lo que respecta a la intensificación de la competencia, hay indicios de que muchos países de la zona del euro han adoptado medidas para mejorar la eficiencia y la transparencia de los procedimientos de contratación pública. Además, en algunos países se han aumentado las atribuciones de las autoridades reguladoras y de defensa de la competencia. Por otra parte, parece haber continuado la tendencia a reducir y redirigir las ayudas públicas en los últimos años, aunque siguen desempeñando un papel importante en algunos sectores, como el transporte. Los países de la zona del euro han seguido aplicando las reformas regulatorias en las industrias de red, aunque en distinta medida. No obstante, aún puede mejorarse la competencia efectiva en estos sectores, hasta ahora muy protegidos.

Para resumir, el ritmo de las reformas continuó de modo bastante pausado en el 2003, lo que acrecienta la preocupación relativa a que la UE pueda no ser capaz de lograr los objetivos establecidos en Lisboa, a menos que los Estados miembros intensifiquen sus esfuerzos. Además de ofrecer el beneficio del crecimiento a largo plazo, el nuevo impulso dado al proceso de reformas estructurales favorecería la confianza de los consumidores y de los inversores, lo que supondría un estímulo a corto plazo para el crecimiento.

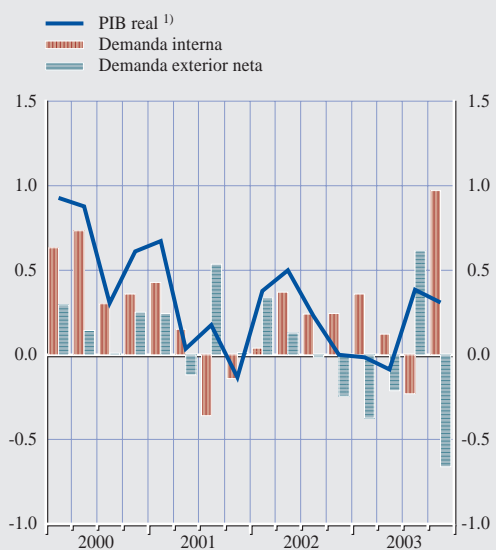
tidumbre observado en el período previo al inicio de la guerra en Iraq. Hacia mediados de año, la incertidumbre geopolítica se disipó gradualmente, dando paso a una confianza creciente y a una recuperación de la actividad favorecida por la demanda externa.

#### **LAS EXPORTACIONES IMPULSAN LA RECUPERACIÓN DEL GASTO**

El repunte observado en la actividad en el segundo semestre del año 2003 fue consecuencia del efecto favorable ejercido por la mejora de la demanda exterior en las exportaciones de la zona del euro, aunque este efecto se

### Gráfico 19 Contribuciones al crecimiento trimestral del PIB real

(contribuciones trimestrales en puntos porcentuales; datos desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Tasa de variación respecto al trimestre anterior.

vio atenuado por la apreciación del euro. La contribución de la demanda exterior neta al crecimiento intertrimestral, que se había tornado positiva en el tercer trimestre, volvió a ser negativa en el cuarto trimestre, debido al intenso crecimiento de las importaciones (véase gráfico 19). En el 2003 en su conjunto, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento fue negativa en 0,6 puntos porcentuales.

Los cambios en la contribución de la demanda interna al crecimiento durante el año 2003 fueron atribuibles, fundamentalmente, a la evolución de la variación de existencias. La reposición de existencias en el primer semestre del año, tras dos años de reducciones, se produjo a causa de la incertidumbre relativa a la oferta de bienes intermedios importados y a la inesperada caída de la demanda asociada a la guerra en Iraq. Esta reposición de existencias se invirtió, en parte, en el tercer trimestre, pero se reanudó en el último trimestre. La contribución de la variación de existencias al crecimiento

del PIB en términos reales en el 2003 fue de 0,3 puntos porcentuales, ligeramente por encima de la registrada el año anterior.

La demanda interna, excluida la variación de existencias, mantuvo su moderación durante la mayor parte del 2003, recuperándose ligeramente en el segundo semestre del año. Su contribución total al crecimiento del PIB real en el citado año fue de 0,7 puntos porcentuales. La evolución de la formación de capital fijo y del consumo privado a lo largo del año fue divergente. La formación de capital fijo disminuyó en los tres primeros trimestres del año, pero su ritmo de descenso se ralentizó gradualmente y, en el cuarto trimestre, recuperó las tasas de crecimiento positivas. Por el contrario, el consumo privado creció a una tasa intertrimestral del 0,4% a principios del 2003, pero permaneció casi estancado durante el resto del año.

Un factor común que tuvo una incidencia negativa sobre la formación de capital fijo y el consumo privado en la primera mitad del 2003 fue la incertidumbre asociada a la guerra en Iraq y a las perspectivas económicas de sus consecuencias. En otros términos, los hogares no se decidieron a efectuar grandes compras y las empresas fueron reacias a ampliar su capacidad de producción, lo que vino a ocultar una situación subyacente para el consumo y la inversión relativamente favorable. En concreto, el reducido nivel de los tipos de interés mitigó la carga de la deuda de hogares y empresas, y, además, las ganancias en la relación de intercambio derivadas de la apreciación del euro incrementaron la renta real de las economías nacionales.

La incertidumbre con respecto a las perspectivas económicas generales se produjo al mismo tiempo que las empresas trataban de consolidar sus balances. En tal situación, las mejoras logradas en la rentabilidad podrían haberse utilizado para reducir aún más el apalancamiento en lugar de emplearlas en gastos de capital. La continua incertidumbre relativa a las perspectivas del mercado de trabajo y a la seguridad en el empleo podría haber llevado a los hogares a

**Gráfico 20 Indicadores de confianza**

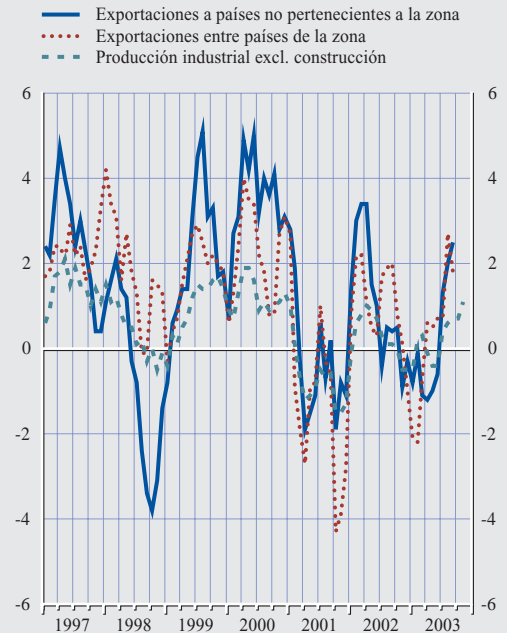
(saldos netos)



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.

**Gráfico 21 Exportaciones de bienes y producción industrial**

(en términos reales, datos desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.  
Nota: Los datos se calculan a partir de medias móviles de tres meses centradas.

ajustar su ahorro por motivos de precaución más que a respaldar el consumo. En una serie de países, los debates en torno a la implementación de reformas en los sistemas sanitarios y de Seguridad Social pueden haber acrecentado la incertidumbre de los hogares y el ahorro por motivos de precaución. Cuando en el segundo semestre del año se observaron señales más claras de recuperación de la actividad económica, las empresas dudaron menos a la hora de invertir, mientras que el gasto de los hogares en consumo continuó siendo moderado.

### LA INDUSTRIA IMPULSA LA RECUPERACIÓN DEL PRODUCTO

Tanto la industria como los servicios de mercado contribuyeron a la recuperación del producto en el año 2003, pero la contribución de la industria fue mayor. La actividad de los servicios de mercado, medida por el valor añadido en términos reales, repuntó algo antes que en la industria (excluida la construcción),

lo que era, en líneas generales, congruente con la observación de que la confianza de los servicios había comenzado a mejorar en el segundo trimestre del 2003, mientras que la confianza industrial lo había hecho en el tercer trimestre (véase gráfico 20). No obstante, la evolución fue divergente en el último trimestre del año, pues la actividad de la industria se aceleró de nuevo, mientras que la de los servicios de mercado se redujo ligeramente.

Si se compara la tasa media de crecimiento de la actividad en el año 2003 con las tasas registradas en años anteriores y a lo largo del ciclo económico, se aprecia que la evolución de los servicios fue relativamente débil. El crecimiento del valor añadido en los servicios de mercado en términos reales fue del 0,7%, mucho menor que el registrado en los dos años previos y de un nivel inferior al observado en la recesión de 1993. Por el contrario, el crecimiento de la industria (excluida la construc-

## Cuadro 7 Evolución del mercado de trabajo

(tasas de variación interanuales y porcentajes)

	2001	2002	2003	2001	2001	2002	2002	2002	2002	2002	2003	2003	2003	2003
				III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	
Población activa	0,9	0,9	.	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9	0,7	0,6	0,6	0,5	.	.
Empleo	1,4	0,4	.	1,2	0,8	0,7	0,5	0,4	0,2	0,1	0,1	0,2	.	.
Agricultura <sup>1)</sup>	-0,8	-2,1	.	-1,1	-1,5	-2,4	-2,1	-2,0	-2,0	-2,2	-1,9	-1,5	.	.
Industria <sup>2)</sup>	0,4	-1,3	.	0,1	-0,4	-1,0	-1,2	-1,4	-1,6	-1,5	-1,4	-1,5	.	.
– excl. construcción	0,3	-1,4	.	0,0	-0,5	-1,1	-1,3	-1,4	-1,8	-1,8	-1,9	-1,9	.	.
– construcción	0,4	-0,9	.	0,4	-0,1	-0,7	-0,8	-1,2	-1,0	-0,8	0,1	-0,2	.	.
Servicios <sup>3)</sup>	1,9	1,3	.	1,7	1,5	1,6	1,4	1,2	1,1	0,8	0,8	0,9	.	.
<b>Tasas de desempleo<sup>4)</sup></b>														
Total	8,0	8,4	8,8	8,0	8,1	8,2	8,3	8,5	8,6	8,7	8,8	8,8	8,8	
Menores de 25 años	15,7	16,2	16,8	15,7	15,8	16,0	16,2	16,3	16,4	16,8	16,8	16,7	16,7	
De 25 años o mayores	7,0	7,4	7,7	7,0	7,1	7,2	7,3	7,4	7,6	7,7	7,8	7,8	7,8	

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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.

ción) fue del -0,1%, ligeramente por debajo del registrado en los dos años anteriores, pero acorde con las tasas de crecimiento observadas habitualmente en las recesiones económicas

El repunte de la actividad industrial en el segundo semestre del 2003 tuvo su origen, principalmente, en las exportaciones de bienes, lo que es congruente con la marcada sensibilidad cíclica de la producción de los países de la zona del euro a la situación externa. Tanto las exportaciones entre países de la zona como a países no pertenecientes a ella parecen haber impulsado la recuperación de la producción industrial (excluida la construcción) en el segundo semestre del 2003 (véase gráfico 21).

### MENOR DISPERSIÓN DEL CRECIMIENTO DEL PRODUCTO ENTRE LOS DISTINTOS PAÍSES

Distintas medidas de dispersión indican que la divergencia de las tasas de crecimiento del PIB real entre los países de la zona del euro disminuyeron. A causa, en parte, de la desaceleración económica, el crecimiento medio interanual del PIB real se redujo en la mayoría de los países de la zona durante el 2003 en comparación con el año anterior, salvo en Bélgica, España y Grecia, donde el crecimiento aumentó moderadamente, e Italia, donde el crecimiento se mantuvo casi sin cambios.

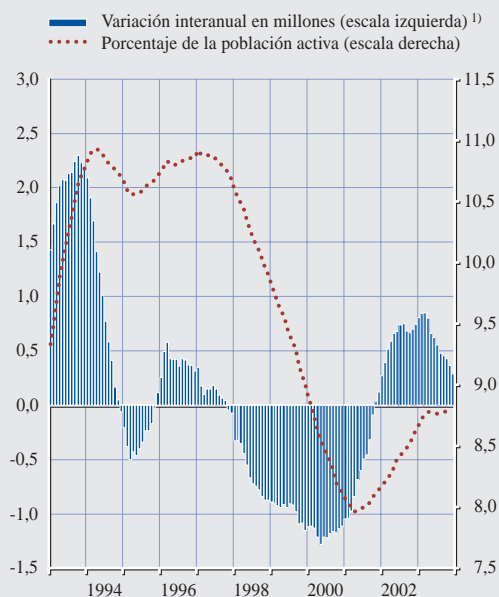
### EL EMPLEO SE MANTUVO PRÁCTICAMENTE ESTABILIZADO EN EL 2003

Al contrario de lo ocurrido en la actividad, el nivel de empleo en la zona del euro parece haberse mantenido bastante estabilizado a lo largo del 2003 (véase cuadro 7), al igual que sucedió en la mayor parte del 2002. Los datos nacionales disponibles para el cuarto trimestre del 2003 sugieren que el crecimiento medio del empleo total fluctuó entre el 0,1% y el 0,2% en el 2003. Así pues, el empleo resultó ser más resistente de lo que cabría haber esperado, dado el prolongado período de moderación de la actividad económica. No obstante, si bien el empleo se mantuvo estabilizado en gran medida, los datos disponibles procedentes de las encuestas de población activa sugieren que las horas trabajadas por asalariado descendieron de manera relativamente intensa en los últimos años, explicándose así gran parte del ajuste realizado en el mercado de trabajo, que suele asociarse con una desaceleración económica. Hasta cierto punto esta evolución contrastaría con la observada en anteriores desaceleraciones económicas, en donde el ajuste se produjo en el empleo y no en las horas trabajadas.

Los ajustes efectuados en las horas trabajadas por asalariado podrían reflejar parcialmente la

**Gráfico 22 Desempleo**

(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.

flexibilidad del mercado de trabajo, al permitir, por ejemplo, que las horas trabajadas se calculen y se establezcan para años completos, en lugar de para semanas o meses, o al utilizar más el empleo a tiempo parcial. La estabilidad del empleo en el año 2003 implica que, si se midiesen por asalariado, las mejoras en la productividad laboral agregada sólo se pondrían de manifiesto en el segundo semestre del año, cuando la actividad comenzó a recuperarse. Medidas por hora trabajada, las ganancias en productividad podrían desaparecer con más rapidez, dado que el anterior ajuste a la baja del promedio de horas trabajadas podría revertir a medida que se extiende la recuperación.

El nivel del empleo en el año 2003, que apenas registró cambios, oculta trayectorias opuestas en la industria y los servicios. En los tres primeros trimestres del 2003, el empleo se redujo en la industria, lo que se vio compensado

por la creación neta de puestos de trabajo en los servicios. No obstante, en ambos sectores, el crecimiento medio del empleo en el 2003 fue, probablemente, inferior al del año 2002. Además, los datos procedentes de las encuestas de población activa indican que el ajuste del factor trabajo mediante las horas trabajadas por asalariado se produjo tanto en la industria como en los servicios.

### EL AUMENTO DE LA TASA DE DESEMPLEO SE DETUVO EN EL 2003

El aumento de la tasa de paro en la zona del euro registrada desde comienzos del 2001 se detuvo en la primavera del 2003, estabilizándose en el 8,8% durante el resto del año. En promedio, en el año 2003 la tasa de paro se situó 0,4 puntos porcentuales por encima de la tasa observada en el 2002. Este incremento se distribuyó de forma generalizada en todos los grupos de edad y sexo, aunque la diferencia entre la tasa de paro del colectivo de menos de 25 años y el de 25 años y más se elevó ligeramente, mientras que la diferencia entre la tasa de desempleo de las mujeres y de los hombres siguió descendiendo.

La mayor parte de los países de la zona del euro registraron un aumento de la tasa de paro entre los años 2002 y 2003, a excepción de Grecia e Italia, donde el desempleo disminuyó, y Finlandia y España, cuya tasa de desempleo fue prácticamente constante. En resumen, el grado de dispersión de las tasas de paro de los distintos países de la zona se redujo en el 2003. No obstante, en algunos de ellos, las cifras de paro registradas en dicho año reflejan, en parte, las salidas de las estadísticas oficiales debidas a cambios introducidos en la forma de contabilizar a los parados o como consecuencia de las reformas acometidas en el mercado de trabajo.

Mientras que la tasa de desempleo para toda la zona del euro se mantuvo prácticamente estabilizada en 2003, el número de parados aumentó ligeramente durante la mayor parte del año. En diciembre, el número total de desempleados fue de 12,3 millones, un incremento cercano a

las 270.000 personas con respecto al año anterior (véase gráfico 22). Con un nivel de empleo prácticamente estable, el aumento del número de parados es atribuible al crecimiento continuado de la población activa. No obstante, el crecimiento de la población activa en 2003 fue algo menor que en el año anterior. Es muy probable que el aumento de la tasa de paro y la nueva caída de la tasa de vacantes desalentara la participación en el mercado de trabajo, retrasando, por ejemplo, la incorporación a dicho mercado.

## 2.4 EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

### LOS SALDOS PRESUPUESTARIOS SUFRIERON UN NUEVO DETERIORO

En el año 2003, el saldo presupuestario de la zona del euro experimentó un deterioro por tercer año consecutivo. Los últimos datos disponibles de Eurostat muestran un déficit medio del 2,7% del PIB en el 2003, frente al 2,3% registrado en el año 2002 (véase cuadro 8). Este acusado deterioro obedeció básicamente al funcionamiento de los estabilizadores automáticos en un entorno macroeconómico notablemente menos favorable de lo esperado. En la mayoría de los Estados miembros se incumplieron los objetivos establecidos en los programas de estabilidad presentados a finales del 2002 y a comienzos del 2003. Las desviaciones con respecto a esos objetivos fueron de casi un 1% del PIB.

La evolución de las finanzas públicas continuó siendo motivo de preocupación en los países que, ya en el año 2002, habían registrado sustanciales déficits presupuestarios. Los déficits de Alemania y Francia se situaron próximos o por encima del 4% del PIB en el 2003, mientras que Portugal registró un déficit cercano al 3% del PIB a pesar de la aplicación de medidas transitorias de gran alcance en este país. El déficit público de los Países Bajos fue del 3% del PIB en el año 2003.

Por lo que se refiere a la vertiente del gasto, la ratio de gasto público sobre PIB aumentó con respecto a la registrada en el 2002. Los gastos corrientes recibieron una persistente presión al alza como consecuencia de unas mayores prestaciones por desempleo y transferencias sociales. El gasto por intereses disminuyó ligeramente durante el 2003. En cuanto a la vertiente de los ingresos, el lento crecimiento de la recaudación impositiva durante el pasado ejercicio cabe atribuirlo en buena medida a la debilidad de la actividad económica y a otras caídas inesperadas de los ingresos tributarios.

La desfavorable evolución presupuestaria afectó de manera negativa a la ratio media de deuda pública. Tras varios años de descenso ininterrumpido, aunque moderado, la ratio de deuda sobre PIB de la zona del euro aumentó hasta el 70,4% en el año 2003. Este deterioro es reflejo del prolongado empeoramiento del superávit primario y del moderado crecimiento del PIB nominal. En el 2003, la ratio de deuda sobrepasó el 60% del PIB en Francia, mientras que en Alemania y Austria permaneció por encima de ese valor de referencia, al tiempo que en Bélgica, Grecia e Italia se mantuvo por encima del 100% del PIB.

La orientación de la política fiscal de la zona del euro, medida por la variación del saldo primario ajustado de ciclo, conforme a las estimaciones de la Comisión Europea, fue prácticamente neutral en el 2003. Este hecho refleja el control del gasto primario ajustado de ciclo y los aumentos de los impuestos indirectos y de las cotizaciones a la seguridad social en algunos países, los cuales compensaron, en general, los efectos de la aplicación en varios Estados miembros de nuevas rebajas en los impuestos sobre la renta de las personas físicas.

### EL MARCO FISCAL EUROPEO, EN RIESGO

El 25 de noviembre de 2003, el Consejo ECOFIN decidió no actuar sobre la base de las recomendaciones de la Comisión Europea respecto a Alemania y a Francia y mantener en suspenso el procedimiento de déficit excesivo iniciado contra estos dos países. En sus conclusiones, el



## Cuadro 8 Situación presupuestaria de la zona del euro

(en porcentaje del PIB)

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

	2000	2001	2002	2003
<b>Zona del euro</b>	-0,9	-1,7	-2,3	-2,7
Bélgica	0,2	0,4	0,1	0,2
Alemania	-1,2	-2,8	-3,5	-3,9
Grecia	-2,0	-2,0	-1,4	-1,7
España	-1,0	-0,4	0,0	0,3
Francia	-1,4	-1,6	-3,3	-4,1
Irlanda	4,4	1,1	-0,4	0,2
Italia	-1,8	-2,6	-2,3	-2,4
Luxemburgo	6,3	6,3	2,7	-0,1
Países Bajos	1,5	0,0	-1,9	-3,0
Austria	-1,9	0,2	-0,2	-1,1
Portugal	-3,2	-4,4	-2,7	-2,8
Finlandia	7,1	5,2	4,3	2,3

### Deuda bruta de las Administraciones Públicas

	2000	2001	2002	2003
<b>Zona del euro</b>	70,4	69,4	69,2	70,4
Bélgica	109,1	108,1	105,8	100,5
Alemania	60,2	59,4	60,8	64,2
Grecia	106,2	106,9	104,7	102,4
España	61,2	57,5	54,6	50,8
Francia	57,2	56,8	58,6	63,0
Irlanda	38,4	36,1	32,3	32,0
Italia	111,2	110,6	108,0	106,2
Luxemburgo	5,5	5,5	5,7	4,9
Países Bajos	55,9	52,9	52,6	54,8
Austria	67,0	67,1	66,6	65,0
Portugal	53,3	55,6	58,1	59,4
Finlandia	44,6	43,9	42,6	45,3

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos se basan en la definición del procedimiento de déficit excesivo. Los saldos presupuestarios excluyen los ingresos procedentes de la venta de licencias UMTS.

Consejo ECOFIN recomendó a Francia una reducción de su déficit ajustado del ciclo del 0,8% del PIB en el año 2004 y, al menos, de un 0,6% en el 2005, a fin de que el déficit se sitúe por debajo del 3% del PIB en el año 2005, a más tardar. Al mismo tiempo, el Consejo ECOFIN recomendó a Alemania que redujera su déficit ajustado del ciclo un 0,6% del PIB en el 2004 y, al menos, un 0,5% en el 2005, al objeto de que el déficit se sitúe por debajo del 3% del PIB en ese año 2005, a más tardar (véase capítulo 4). La decisión del Consejo ECOFIN ha generado incertidumbre acerca de la aplicación futura de las normas que regulan la política fiscal en los países de la zona del euro. Asimismo, crea un precedente de aplicación laxa del procedimiento de déficit excesivo que podría debilitar los incentivos al saneamiento presupuestario en el futuro.

El mantenimiento de la confianza en la solidez de los fundamentos institucionales de la UEM resulta crucial. Alemania y Francia deben ahora hacer frente a sus responsabilidades y ser fieles a su compromiso de corregir sus déficit excesivos con la mayor brevedad posible y, a más tardar, en el 2005. También es necesario que los países que aún registran desequilibrios presupuestarios realicen avances en pos de la consecución de situaciones presupuestarias cercanas al equilibrio o con superávit en el medio plazo, mediante la reducción del déficit estructural por un importe mínimo anual de un 0,5% del PIB.

La aplicación de políticas fiscales responsables redundará en beneficio de todos los países. Las situaciones presupuestarias cercanas al equilibrio o con superávit conceden un margen de maniobra para el libre funcionamiento de los

estabilizadores automáticos, lo que contribuye a suavizar los ciclos económicos. Unas finanzas públicas saneadas, con una reducción de los ratios de deuda pública, permiten también a los distintos países afrontar en una mejor situación el impacto del envejecimiento de la población. Por el contrario, la ausencia de disciplina eleva la incertidumbre acerca de la solidez futura de las finanzas públicas, afectando así negativamente a la toma de decisiones a largo plazo por parte de los agentes económicos. Asimismo, la falta de disciplina fiscal podría generar externalidades con posibles efectos adversos sobre otros Estados miembros.

Con arreglo a los programas de estabilidad presentados a finales del 2003 y a comienzos del 2004, se estima una reducción del déficit público de la zona del euro de 0,3 puntos porcentuales en el año 2004, hasta situarse en el 2,4% del PIB. El saneamiento presupuestario procedente de la contención del gasto, la caída de los pagos por intereses y la recuperación gradual de la actividad económica deberían compensar el impacto expansivo de los recortes impositivos programados en una serie de países. Para el 2004, se estima una mejora del saldo presupuestario ajustado del ciclo de la zona del euro. Asimismo, se espera una disminución de los déficits de Alemania y Francia, aunque manteniéndose por encima del 3% del PIB. Conforme a los dictámenes del Consejo ECOFIN, la senda de ajuste incluida en el programa de estabilidad de Francia parece insuficiente para eliminar el déficit excesivo en el año 2005, mientras que la senda de ajuste de Alemania puede, asimismo, ser insuficiente para corregir el déficit excesivo en ese año. Además, según los cálculos de la Comisión, tal y como se recoge en el dictamen del Consejo ECOFIN, resulta poco probable que Grecia, Italia y Portugal reduzcan sus déficits ajustados del ciclo en la cuantía mínima del 0,5% del PIB durante el año 2004.

### **LA REFORMA ESTRUCTURAL DE LAS FINANZAS PÚBLICAS CONTINÚA SIENDO IMPRESCINDIBLE**

Las reformas del sistema de pensiones aplicadas o previstas en algunos países tendrán efectos positivos sobre la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas. No obstante, será necesaria la introducción de ajustes adicionales como consecuencia del notable envejecimiento de la población europea (véase recuadro 6). El saneamiento presupuestario debería formar parte de un paquete creíble de medidas de reforma a medio plazo. La combinación de un saneamiento presupuestario con las reformas estructurales podría contrarrestar los efectos negativos a corto plazo sobre la demanda resultantes de la contención presupuestaria, mediante el fomento de la credibilidad en los Gobiernos de la zona del euro y el aumento de la confianza en la capacidad de éstos para cumplir las reglas convenidas y garantizar la sostenibilidad presupuestaria a largo plazo.

Las reformas estructurales son especialmente importantes en la vertiente del gasto. A fin de promover la calidad de las finanzas públicas, debería tener lugar una modificación de las prioridades en favor de los gastos productivos que estimulan el crecimiento económico potencial. El compromiso de reducir el gasto total permitirá una disminución de la presión fiscal, contribuyendo así al crecimiento económico.

### **2.5 ENTORNO MACROECONÓMICO MUNDIAL, TIPOS DE CAMBIO Y BALANZA DE PAGOS**

#### **LA RECUPERACIÓN ECONÓMICA MUNDIAL COBRÓ IMPULSO EN EL 2003**

Tras el período de incertidumbre acaecido en la primera mitad del 2003 –relacionado fundamentalmente con las tensiones geopolíticas, las amenazas terroristas, la epidemia de neumonía asiática y los temores de deflación–, la recuperación de la economía mundial cobró impulso durante el segundo semestre del año. A finales del 2003, dicha recuperación se había generalizado y fortalecido, impulsada principalmente

## Recuadro 6

### LA IMPORTANCIA DE REFORMAS INTEGRALES PARA LA SOSTENIBILIDAD DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

A fin de garantizar la sostenibilidad presupuestaria a largo plazo, es preciso que los países de la zona del euro adopten importantes medidas de reforma fiscal y de otra índole.

#### Envejecimiento de la población y sostenibilidad presupuestaria

Uno de los riesgos más importantes que se ciernen sobre la sostenibilidad presupuestaria en las economías de la zona del euro se deriva del envejecimiento de la población. Con arreglo a las proyecciones de Eurostat, la tasa de dependencia, es decir, la proporción que representa la población de 65 años o mayor en relación con la población de 15 a 64 años, se incrementará desde un nivel en torno al 25% en el año 2000, hasta situarse por encima del 50% en el año 2050. Este cambio demográfico introducirá presiones en las finanzas públicas al impulsar al alza el gasto relacionado con la población de edad avanzada en pensiones públicas y sanidad, así como con cuidados de larga duración. En Europa, los sistemas públicos de pensiones están basados, en su mayoría, en un principio de reparto, donde las cotizaciones del período corriente financian el gasto actual. Por ello, el creciente número de pensionistas introducirá tensiones en dichos sistemas, al aumentar el gasto sanitario ante la mayor demanda de servicios sanitarios que presentarán las personas con edades avanzadas. La experiencia histórica sugiere que el desarrollo técnico en este ámbito también podría contribuir a elevar el gasto sanitario.

Un reciente estudio encargado por el Consejo ECOFIN y elaborado por el Grupo de Trabajo sobre Envejecimiento del Comité de Política Económica<sup>1</sup> prevé que, en la mayoría de los países de la zona del euro, el aumento del gasto público en pensiones como consecuencia del envejecimiento de la población se situará entre un 3% y un 6% del PIB en el año 2050. Un aumento adicional, entre un 2% y un 4% del PIB, podría relacionarse con un incremento del gasto en asistencia sanitaria y cuidados de larga duración.

#### La estrategia de la UE para abordar el problema del envejecimiento

Dada la necesidad de acometer reformas integrales, la UE acordó, en el año 2001, seguir una triple estrategia para abordar las presiones derivadas del envejecimiento de la población. Esta estrategia se plasmó por vez primera en las Orientaciones generales de política económica correspondientes al año 2001 y prescribe lo siguiente: (i) medidas para elevar las tasas de empleo, (ii) una rápida reducción de la deuda pública y (iii) reformas adicionales de los sistemas sanitarios y de pensiones, incluido un mayor recurso al principio de capitalización. El marco fiscal de la UE establecido en el Tratado constitutivo de las Comunidad Europea y en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento también contempla los desafíos presupuestarios resultantes del envejecimiento de la población mediante la exigencia de situaciones presupuestarias próximas al equilibrio o con superávit en el medio plazo y el establecimiento de límites a los niveles de déficit y deuda públicos.

<sup>1</sup> El estudio se encuentra disponible en el sitio web de la Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros de la Comisión Europea, [www.europa.eu.int/comm/economy\\_finance/epc\\_en.htm](http://www.europa.eu.int/comm/economy_finance/epc_en.htm).

## Políticas actuales

Las actuales políticas fiscales de la zona del euro presentan un panorama dispar en cuanto a las medidas orientadas hacia una mayor sostenibilidad. En primer lugar, si bien las reformas de los sistemas de salud y de pensiones apuntan en la dirección correcta, las medidas previstas no serán, por lo general, suficientes para garantizar la sostenibilidad de esos sistemas, por lo que resulta necesario introducir modificaciones adicionales. El objetivo de la mayoría de los esfuerzos de reforma de los sistemas de pensiones consiste en elevar la edad de jubilación efectiva, por ejemplo, mediante la creación de incentivos a la permanencia en la población activa y a través del aumento de los períodos de cotización necesarios para adquirir el derecho a percibir la pensión completa. Los esfuerzos en el sistema sanitario tienden a centrarse en la contención del crecimiento a corto plazo del gasto, mediante, por ejemplo, una mayor concienciación acerca del coste de los tratamientos médicos a través de un aumento de los pagos realizados por los pacientes. En segundo lugar, los elevados déficit presupuestarios actuales son, en gran medida, de naturaleza estructural. Este hecho implica que, además de satisfacer las exigencias presupuestarias impuestas por los cambios demográficos previstos, los países en cuestión deberán adoptar políticas de saneamiento estructural ambiciosas a fin de alcanzar unas situaciones presupuestarias saneadas.

por la dinámica del crecimiento en Estados Unidos y Asia. Aunque el consumo privado y las políticas económicas expansivas estimularon la mejora gradual de la actividad económica internacional, la inversión empresarial, en concreto, se mantuvo relativamente estancada en algunos países industrializados, como consecuencia del exceso de capacidad productiva y del grado de endeudamiento de las empresas. Las presiones inflacionistas continuaron siendo relativamente reducidas, dados el intenso crecimiento de la productividad, especialmente en Estados Unidos, y el mantenimiento de un importante exceso de capacidad productiva. Los desequilibrios persistieron a lo largo del año 2003. En particular, el déficit de la balanza por cuenta corriente de Estados Unidos empeoró, a pesar de la considerable depreciación del dólar estadounidense.

La recuperación se generalizó en Estados Unidos a lo largo del 2003, donde la tasa de crecimiento del PIB llegó al 3,1%, desde el 2,2% registrado en el 2002. A principios del año 2003, la elevada incertidumbre geopolítica previa a la guerra en Iraq debilitó la confianza de inversores y consumidores, retrasando así la recuperación económica estadounidense. No

obstante, la actividad económica mejoró de nuevo en el segundo trimestre a medida que esa incertidumbre geopolítica iba desapareciendo, dando lugar a una aceleración significativa del crecimiento a lo largo del segundo semestre del año. El gasto de los hogares mantuvo su fortaleza y contribuyó de manera sustancial al crecimiento del PIB. El consumo privado en términos reales creció a un ritmo del 3,1% en el 2003, registrando un fuerte incremento especialmente durante los meses de verano. Un factor importante de estímulo del gasto de los hogares fue el efecto de los recortes impositivos, que contribuyó a mantener el crecimiento de la renta disponible en un 4,3% en el 2003, frente al 5,2% registrado el año anterior. Un impulso adicional provino de la refinanciación de los préstamos hipotecarios durante el primer semestre del año. En conjunto, todos estos factores compensaron con creces hasta el tercer trimestre las repercusiones negativas en el gasto de los hogares de la escasa confianza y de la desfavorable situación del empleo. En el contexto de un mercado de la vivienda pujante y de unos tipos de interés hipotecarios históricamente bajos, la inversión en vivienda experimentó una intensa aceleración en el 2003, del 5,2% en términos reales.

La fuente notable de debilidad durante buena parte del 2003 fue un mercado de trabajo en retroceso, aunque en el tercer trimestre hicieron aparición algunas señales de mejora. El nivel de empleo en el sector privado se contrajo de forma significativa durante el primer semestre del 2003, para recuperarse moderadamente más tarde. Tras alcanzar un máximo del 6,4% en el mes de junio, la tasa de desempleo comenzó a descender en el verano, situándose en el 5,6% en enero del 2004, una mejora que obedece en parte a la desaceleración de la población activa.

Después de dos años de contracción, la inversión empresarial creció un 4,3% en el año 2003. Tras la recuperación inicial registrada en el segundo trimestre, el crecimiento de la inversión empresarial aumentó durante el resto del año, alcanzando cifras de dos dígitos en términos anualizados. La recuperación del gasto de capital se basó en unas condiciones de financiación favorables, unos beneficios crecientes y unas perspectivas de fuerte demanda. Dicha recuperación aún no era generalizada, puesto que se concentraba en el gasto en hardware y software. En cuanto al comercio, el crecimiento en términos reales de las importaciones fue superior al de las exportaciones durante el año 2003, en consonancia con el mayor crecimiento registrado por la demanda interna en Estados Unidos que en sus principales socios comerciales. En consecuencia, el déficit de la balanza por cuenta corriente aumentó hasta situarse por encima del 5% del PIB en el 2003, reflejando, en gran medida, los desequilibrios del sector público.

La inflación aumentó en Estados Unidos durante el pasado año, medida tanto por los precios de consumo como por los precios industriales. No obstante, una vez corregido el efecto de los precios de la energía, las presiones inflacionistas continuaron, por lo general, siendo relativamente débiles a lo largo del año, debido a las bajas tasas de utilización de la capacidad productiva y al fuerte crecimiento de la productividad. La inflación, medida por los índices de precios de consumo y de precios industriales, se incrementó, respectivamente, hasta el 2,3% y el 3,2% en el

2003, desde el 1,6% y el -1,3% registrados en el 2002. Una vez excluidos los alimentos y la energía de ambos índices, la inflación, medida por el índice de precios de consumo, descendió hasta un 1,4% en el 2003, desde el 2,4% observado en el 2002 y la inflación, medida por el índice de precios industriales (excluidos los alimentos y la energía), permaneció estancada.

Durante el 2003, los tipos de interés se mantuvieron en mínimos históricos. En junio del pasado año, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC) redujo en 25 puntos básicos, hasta el 1%, el tipo de interés de referencia de los fondos federales. Las declaraciones posteriores a las reuniones del FOMC celebradas hasta diciembre afirmaban que la orientación acomodaticia de la política monetaria se mantendría durante un «período considerable», dados los riesgos existentes de un descenso no deseado de la inflación. Sin embargo, en la reunión celebrada en enero del 2004, la citada afirmación fue sustituida por la referencia a un enfoque «paciente» por parte del FOMC en relación con un cambio de orientación de esa política acomodaticia. La política fiscal continuó siendo notablemente expansiva en el 2003, puesto que el déficit del presupuesto federal aumentó hasta el 3,5% del PIB en el ejercicio 2003, desde el 1,5% del PIB registrado durante el ejercicio 2002. Este incremento del déficit público obedeció, sobre todo, a la aplicación de medidas discrecionales y, en menor grado, a la respuesta automática del saldo presupuestario al ciclo económico.

En Japón, la actividad económica se recuperó durante el 2003, impulsada por las exportaciones y por la inversión privada. Tras un cierto debilitamiento inicial de la vitalidad exportadora, el crecimiento de las exportaciones aumentó en el segundo semestre del año. En concreto, las dirigidas al resto de Asia mostraron un fuerte incremento, entre las cuales las destinadas a China representaron más de la mitad del aumento total de las exportaciones niponas. En un entorno donde las existencias se han situado en niveles históricamente redu-

cidos, el crecimiento de las exportaciones se tradujo en una recuperación de la producción industrial durante el segundo semestre del año, con un repunte particularmente intenso en los sectores orientados a la exportación en general y en el sector de maquinaria eléctrica. La inversión privada no residencial creció fuertemente, estimulada por una recuperación de los beneficios de las empresas y por ciertas mejoras estructurales de sus balances. El gasto de consumo privado se mantuvo relativamente estancado, como reflejo de la persistencia de la debilidad del mercado de trabajo y del nivel de rentas. Debido a los continuos esfuerzos por alcanzar un saneamiento presupuestario a medio plazo, el gasto público se redujo, principalmente como consecuencia de los fuertes descensos de la inversión pública.

Las presiones deflacionistas se relajaron en cierta medida durante el 2003. El IPC disminuyó en promedio un 0,3%, en comparación con la caída del 0,9% registrada en el 2002. El Banco de Japón elevó sus objetivos para los saldos bancarios en cuentas corrientes en dicho banco, desde 15 – 20 billones de yenes a comienzos del año 2003, hasta 30 – 35 billones de yenes en enero del 2004. Además, el Banco decidió llevar a cabo compras de bonos de titulación de activos, con el fin de promover una financiación fluida de las pequeñas y medianas empresas.

En Asia, excluido Japón, la evolución económica fue positiva en el 2003, habiéndose consolidado la recuperación observada en el 2002. La región demostró una notable capacidad de resistencia ante perturbaciones adversas, incluidas las incertidumbres geopolíticas y, en concreto, la guerra en Iraq y las tensiones con Corea del Norte y la epidemia de neumonía asiática. El intenso crecimiento de la producción obedeció a la confluencia de factores diversos. En primer lugar, la demanda exterior se vio favorecida por una mejora de la economía internacional y de la depreciación de los tipos de cambio efectivos, como evidencia el ritmo vigoroso de la actividad exportadora en muchos países de la región. En segundo lugar,

la demanda interna – aunque notablemente desacelerada en el segundo trimestre a consecuencia de la aparición del brote de neumonía asiática – creció con posterioridad por encima de lo inicialmente esperado. En el análisis por países se observa que China ha mantenido hasta ahora la primacía como la economía de mayor crecimiento de la región, con un aumento del PIB de un 9,1% en el año 2003.

En los países adherentes a la UE, el crecimiento de la producción se mantuvo robusto en el 2003, a pesar de la debilidad del entorno exterior. El crecimiento del PIB real se vio básicamente impulsado por el consumo privado y la demanda exterior neta, al tiempo que las inversiones mostraban también signos de fortalecimiento en algunos países. Las situaciones presupuestarias continuaron deteriorándose en una serie de países, planteando serios retos a la sostenibilidad de las finanzas públicas. La inflación media, medida por el IAPC, se mantuvo próxima al 2% en el conjunto de los países adherentes, aunque con notables diferencias entre ellos (véase capítulo 7).

Durante el 2003, en América Latina se observaron algunos indicios de mejora de la situación económica en su conjunto, a raíz de la intensa recuperación registrada en Argentina con respecto a la crisis del año precedente. En cuanto a los dos mayores países de la región, el PIB de Brasil se contrajo y en México el producto creció de forma bastante lenta. La economía brasileña registró un crecimiento interanual negativo en los últimos tres trimestres del 2003, como consecuencia, en gran medida, de un retroceso de la demanda interna, pese al ligero descenso de los costes de la financiación. La principal rémora de la economía mexicana se situó en el sector manufacturero, cuyas exportaciones no siguieron el ritmo de la recuperación registrada en Estados Unidos.

En el 2003, los precios del Brent se situaron en promedio en 28,9 dólares estadounidenses por barril, un 15,4% por encima de los observados en el año anterior. Esta subida fue resultado



de las interrupciones en los suministros, la demanda reprimida, los reducidos niveles de existencias y las tensiones geopolíticas. Los precios de las materias primas distintas del petróleo también aumentaron considerablemente en el 2003, a consecuencia de la recuperación de la actividad económica internacional. En particular, la demanda de materias primas por parte de China tuvo un fuerte impacto en los mercados de productos básicos.

### EL EURO EXPERIMENTÓ UNA INTENSA APRECIACIÓN

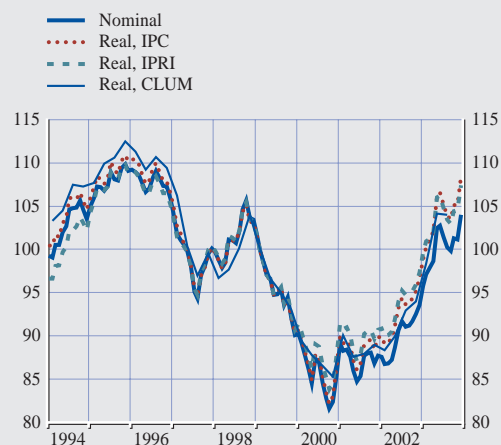
En el año 2003, el euro continuó su fortalecimiento frente a las principales monedas. El grado de apreciación fue más acusado frente al dólar estadounidense y a varias monedas asiáticas, como reflejo del tipo de cambio fijo que, de manera formal o informal, aplican éstas frente al dólar de Estados Unidos. El euro también se apreció, aunque en menor medida, frente al yen japonés, la libra esterlina y el franco suizo, al tiempo que se depreciaba frente al dólar australiano.

Durante el primer semestre del 2003, esta evolución tuvo lugar en un entorno de incertidumbre económica y geopolítica relativamente elevada. La presión al alza sobre la moneda única quedó transitoriamente en suspenso durante el verano ante una revisión favorable de las expectativas existentes en el mercado acerca de la recuperación económica de los principales socios comerciales de la zona del euro. Hacia finales del 2003, el euro experimentó nuevas apreciaciones, a medida que la inquietud acerca de los desequilibrios externos mundiales arraigaba con más fuerza entre los analistas del mercado. Con todo, a finales del 2003, el tipo de cambio efectivo nominal del euro se situaba casi un 11% por encima del registrado al comienzo del año y cerca de un 17% por encima de su nivel medio del año 2002.

En los primeros dos meses del año 2004, el tipo de cambio efectivo del euro no se volvió a apreciar. La evolución de los tipos de cambio del euro a lo largo de ese período parece haberse visto afectada por una conjunción de factores

**Gráfico 23 Tipos de cambio efectivos nominal y real**

(datos mensuales/trimestrales; índice: I 1991 = 100)



Fuente: BCE.

1) Un desplazamiento hacia arriba del índice representa una apreciación del euro. En el caso de los TCE reales, basados en los CLUM, los últimos datos, basados en parte en estimaciones, corresponden al tercer trimestre del 2003.

que apuntaban en distintas direcciones, y entre los que se incluía la reacción de los mercados al Comunicado del Grupo de los Siete (G-7) emitido a inicios de febrero del 2004, relativo a las fluctuaciones de los tipos de cambio. El 27 de febrero de 2004, fecha en que se cerró la recepción de los datos utilizados en la elaboración de este Informe Anual, el tipo de cambio efectivo nominal del euro se había apreciado un 3,8% con respecto al nivel medio del 2003.

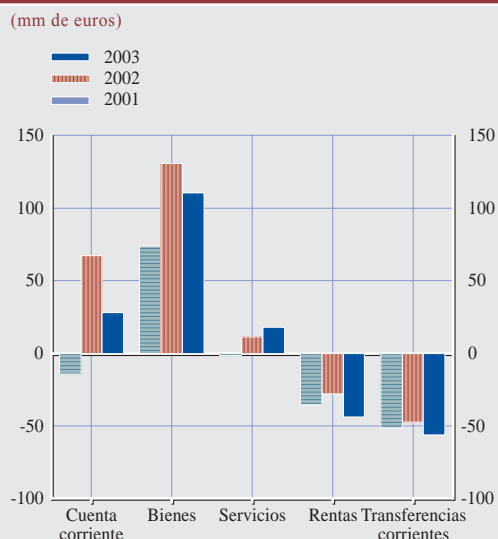
Los tipos de cambio efectivos reales del euro, que tienen en cuenta la evolución de los diferenciales de precios y costes laborales unitarios entre la zona del euro y sus principales socios comerciales, han tenido una evolución bastante paralela a la del índice nominal, habiéndose situado en el cuarto trimestre del 2003 algo por encima de los niveles existentes en el primer trimestre de 1999 (véase gráfico 23).

En el 2003, el fortalecimiento del euro fue particularmente intenso frente al dólar estadounidense, una divisa que tuvo que afrontar presiones a la baja generalizadas. En los primeros meses del año, la incertidumbre generada

por las crecientes tensiones geopolíticas y su impacto probable en las perspectivas económicas internacionales parece que afectaron a la moneda estadounidense. Además, factores como la publicación de una serie de datos económicos estadounidenses más débiles de lo esperado, el aumento del déficit de la balanza por cuenta corriente de ese país y el deterioro de su situación presupuestaria fueron identificados por los mercados como elementos negativos adicionales, que influyeron negativamente en el dólar durante el primer semestre del 2003. En los meses de verano, la divisa norteamericana se estabilizó en un entorno de consolidación de las expectativas existentes en los mercados acerca de unas mejores perspectivas de crecimiento económico en Estados Unidos. Sin embargo, hacia finales del año, la inquietud en los mercados sobre la financiación del déficit de la balanza por cuenta corriente estadounidense pareció eclipsar los citados factores positivos, ejerciendo una nueva presión a la baja sobre el dólar. El 30 de diciembre de 2003, el euro cotizaba a 1,25 dólares, en torno a un 19,5% por encima del nivel registrado al comienzo del año y más de un 32% por encima de la cotización media del año 2002. El 27 de febrero de 2004, el euro se cruzaba a 1,24 dólares, es decir, un 9,8% por encima del nivel medio del año 2003.

Hasta septiembre del pasado año, el euro mostró frente al yen japonés una evolución similar a la registrada frente al dólar estadounidense. La trayectoria de la divisa japonesa parece haber estado relacionada fundamentalmente con la evidencia de una mejora de la actividad económica en Japón y con las intervenciones de las autoridades niponas en el mercado de divisas encaminadas a lograr una estabilización del yen frente al dólar norteamericano. Tras la reunión del G-7 celebrada en Dubai –en la que se puso de manifiesto la conveniencia de una mayor flexibilidad de los tipos de cambio, a fin de promover unos ajustes amplios y fluidos del sistema financiero sobre la base de los mecanismos de mercado–, el yen sufrió intensas presiones al alza de carácter generalizado y naturaleza transitoria. A finales del 2003, el

**Gráfico 24 Balanza por cuenta corriente de la zona del euro y sus componentes**



Fuente: BCE.  
Nota: El saldo para el año 2003 corresponde al saldo acumulado mensual hasta octubre de dicho año.

euro cotizaba a 133,7 yenes japoneses, es decir, un 7,5% por encima del nivel observado al comienzo del año y más de un 13% superior a la cotización media del año 2002. El 27 de febrero de 2004, el euro se cambiaba a 135,6 yenes japoneses, un 3,6% por encima del nivel medio del año 2003.

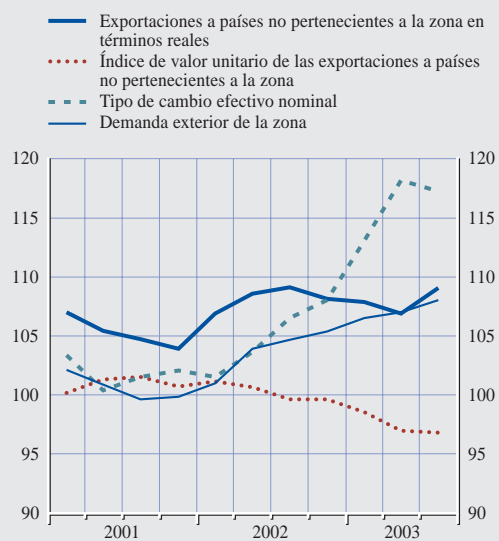
En relación con otras monedas europeas, el euro experimentó una apreciación frente a la libra esterlina, el franco suizo y, de un modo más acusado, frente a la corona noruega, al tiempo que se mantenía prácticamente sin cambios con respecto a la corona sueca y la corona danesa. Esta última continuó fluctuando dentro de un intervalo muy estrecho próximo a su paridad central en el mecanismo de tipos de cambio II (MTC II).

### EL SUPERÁVIT DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE SE REDUJO

El superávit de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro se redujo en el año 2003 hasta los 28,1 mm de euros, correspondiente a un 0,4% del PIB, desde los 67,1 mm de euros, un 0,9% del PIB, del año anterior. Este descenso se debe fundamentalmente a una caída

### Gráfico 25 Exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro, demanda exterior y tipo de cambio efectivo nominal

(índice: 2000 = 100)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE basados en datos de Eurostat. Nota: Los últimos datos corresponden al tercer trimestre del 2003.

del superávit de la balanza de bienes por importe de 20,6 mm de euros y a un incremento del déficit de la balanza de rentas de 16 mm de euros; el déficit de la balanza de transferencias corrientes también registró un incremento. Esta evolución se vio compensada, en parte, por un leve aumento del superávit de la balanza de servicios (véase gráfico 24). La reducción del superávit de la balanza de bienes en 2003 se debió al descenso del 2,2% de las exportaciones de bienes de la zona del euro y al práctico estancamiento de las importaciones con respecto a un año antes<sup>7</sup>.

El incremento del déficit de la balanza de rentas tuvo su origen, principalmente, en una reducción de los ingresos de esta balanza. La apreciación del euro registrada en el 2003 explica, en gran medida, esta evolución, pues el importe de los ingresos recibidos en moneda extranjera es menor cuando se expresa en euros.

Se puede entender mejor la evolución de las exportaciones mediante la descomposición, en cifras reales y en precios, de las exportaciones

de bienes de la zona del euro en términos nominales, basándose en datos hasta el tercer trimestre de 2003 procedentes de las Estadísticas de Comercio Exterior. Tal descomposición sugiere que, si se compara con los niveles medios correspondientes al 2002, la caída de las exportaciones en términos nominales en los primeros tres trimestres del 2003 se debió a un descenso del precio de las exportaciones.<sup>8</sup> Los exportadores de la zona del euro redujeron los precios expresados en la moneda única en un intento de compensar la pérdida de competitividad en términos de precios resultante de la apreciación del euro (véase gráfico 25). Mientras tanto, las exportaciones en términos reales descendieron en el primer semestre del 2003, recuperándose, con posterioridad, en el tercer trimestre. La atonía de la demanda exterior y el impacto de la apreciación del euro contribuyeron a la caída inicial de las exportaciones de la zona del euro en términos reales, mientras que el intenso repunte de esta demanda en el tercer trimestre parece haber sido el factor determinante de la recuperación de las exportaciones. En resumen, en los primeros tres trimestres, las exportaciones en términos reales se situaron ligeramente por encima de su media en el año 2002, aunque aumentaron con menor intensidad que la demanda exterior, lo que indicaba, por lo tanto, una pérdida de cuota de mercado de las exportaciones de la zona del euro.

### LAS INVERSIONES DIRECTAS Y DE CARTERA REGISTRARON UNA SALIDA NETA

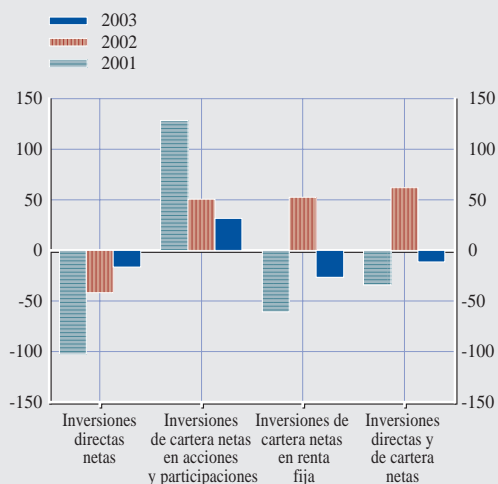
Dentro de la cuenta financiera, el agregado de inversiones directas y de cartera registró unas salidas netas de 9,3 mm de euros en el año 2003, en comparación con las entradas netas de 61,9 mm de euros contabilizadas en el 2002 (véase gráfico 26). Esta evolución se debió, fundamentalmente, a que las inversiones de

7 Las exportaciones y las importaciones hacen siempre referencia al comercio con países no pertenecientes a la zona del euro.

8 La descomposición de los flujos comerciales en cifras reales y precios se basa en las Estadísticas de Comercio Exterior, utilizándose los índices de valor unitario como aproximaciones de los precios. Debido a las diferencias existentes en cuanto a definición, cobertura y momento de cómputo, las cifras de comercio (recopiladas por Eurostat) no son plenamente comparables con las incluidas en la rúbrica de bienes de las estadísticas de balanza de pagos elaboradas por el BCE.

**Gráfico 26 Cuenta financiera de la zona del euro**

(mm de euros)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

cartera generaron unas menores entradas netas (91,6 mm de euros), que se vieron compensadas, en parte, por la reducción de las salidas netas en la rúbrica de inversiones directas (20,3 mm de euros) en el mismo período

La evolución del flujo de las inversiones de cartera netas estuvo dominada, fundamentalmente, por las operaciones con valores de renta fija. Más concretamente, tras haber arrojado unas entradas netas por importe de 52,8 mm de euros en el año 2002, las inversiones netas en dichos valores pasaron a ser negativas en el 2003, dando lugar a unas salidas netas de 27,4 mm de euros (véase gráfico 26). Esta evolución obedeció, principalmente, al notable cambio que se produjo en los instrumentos del mercado monetario, de entradas netas a salidas netas, al empezar los inversores extranjeros a reestructurar su cartera internacional en favor de activos de mayor riesgo, sobre todo en el segundo semestre del 2003. Probablemente, la mejora de las perspectivas económicas mundiales durante este período, como puso de manifiesto la sólida trayectoria de los mercados internacionales de renta variable, ha sido el factor determinante de esta evolución. Al mismo

tiempo, las entradas netas en bonos y obligaciones se redujeron ligeramente durante el año 2003, en comparación con el año anterior. Sin embargo, gran parte de esta reducción reflejó la desinversión de tales valores de no residentes de la zona euro que tuvo lugar en julio y agosto del 2003, cuando se esperaban pérdidas de capital como resultado del aumento del rendimiento de los bonos a largo plazo.

Tanto las inversiones directas como las inversiones de cartera materializadas en acciones y participaciones de la cuenta financiera de la zona del euro evolucionaron en el año 2003, en general, hacia una posición equilibrada. Esto estuvo relacionado, en gran medida, con las incertidumbres económicas y geopolíticas derivadas de la guerra en Iraq y de la epidemia de neumonía asiática que afectaron de manera adversa a las decisiones de inversión durante el primer semestre del año (véase gráfico 26). A medida que las incertidumbres se fueron disipando y que las cotizaciones bursátiles se recuperaron, las operaciones de cartera transfronterizas materializadas en acciones y participaciones se estabilizaron primero y, luego comenzaron a aumentar gradualmente. De manera similar, durante el segundo semestre del 2003, las inversiones directas de la zona del euro en el exterior también iniciaron una recuperación gradual, en vista de la mejora tanto de las perspectivas económicas mundiales como de las internas, al tiempo que las inversiones directas extranjeras en la zona del euro se mantuvieron en niveles moderados.

### 3 EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA DE LOS PAÍSES DE LA UE NO PERTENECIENTES A LA ZONA DEL EURO

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. El examen periódico de la situación macroeconómica, así como de las políticas monetarias y de tipo de cambio, es un elemento crucial de las actividades de coordinación entre el Eurosistema y los tres BCN que aún no participan en la política monetaria única. Aunque estos BCN llevan a cabo su política monetaria en marcos institucionales y operativos diferentes, el objetivo último de la política monetaria es, en todos los casos, el mantenimiento de la estabilidad de precios.

#### DINAMARCA

La economía danesa se desaceleró en el año 2003, registrando una tasa de crecimiento del PIB real del 0%, tras el 1% que se alcanzó en el 2002 (véase cuadro 9). Durante el primer semestre del 2003, la demanda interna, especialmente la inversión, se mantuvo estancada, para, sin embargo, recuperarse en la segunda parte del año en consonancia con un aumento

de la confianza de los consumidores y de las empresas. La recuperación del consumo privado se vio impulsada por los bajos tipos de interés, la introducción de las hipotecas sin cuotas periódicas, la mayor renta real disponible y el aumento de la riqueza inmobiliaria. Como resultado de la debilidad de la demanda exterior, el crecimiento de las exportaciones se redujo con respecto al año anterior. En consecuencia, las importaciones crecieron en el 2003 ligeramente por encima de las exportaciones. Asimismo, la tasa de desempleo aumentó hasta el 5,6% durante el pasado año.

La tasa de inflación interanual se redujo hasta el 2% en el 2003 (véase gráfico 27). Esta evolución se debió principalmente a las rebajas de impuestos indirectos (reducciones de los impuestos especiales sobre el alcohol, el tabaco y las bebidas refrescantes) y a los menores precios de la energía resultantes de la depreciación del dólar. La caída de la inflación también obedeció a un descenso de los precios de los seguros y de las telecomunicaciones. Los costes

**Cuadro 9 Indicadores macroeconómicos de Dinamarca**

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

	1999	2000	2001	2002	2003	2003 I	2003 II	2003 III	2003 IV
PIB real	2,6	2,8	1,6	1,0	0,0	1,4	-1,2	-0,4	0,3
Contribución al crecimiento del PIB real: <sup>1)</sup>									
Demanda interna real, incluidas existencias	0,1	2,4	1,0	1,8	0,1	1,3	-1,5	-0,7	1,4
Demanda exterior neta	2,6	0,5	0,6	-0,8	-0,1	0,1	0,3	0,3	-1,1
IAPC	2,1	2,7	2,3	2,4	2,0	2,8	2,2	1,6	1,3
Remuneración por asalariado	3,6	3,5	4,7	3,4	3,6	3,2	3,6	3,7	3,9
Costes laborales unitarios, total de la economía	2,4	1,4	3,7	2,0	2,2	0,5	3,0	2,7	2,7
Deflactor de las importaciones (bienes y servicios)	-2,4	6,8	0,5	-3,2	-1,9	-2,9	-2,4	-1,2	-1,1
Cuenta corriente más nueva cuenta de capital (en % del PIB) <sup>2)</sup>	1,8	1,5	3,1	2,6	2,8	2,3	2,8	4,5	1,7
Empleo total	1,2	0,5	0,4	-0,6	-1,4	-1,5	-1,8	-1,4	-0,8
Tasa de desempleo (en % de la población activa)	4,8	4,4	4,3	4,6	5,6	5,2	5,6	5,8	6,0
Saldo presupuestario (en % del PIB) <sup>3),4)</sup>	3,3	2,6	3,1	1,7	1,5	.	.	.	.
Deuda bruta consolidada (en % del PIB) <sup>3)</sup>	55,8	50,1	47,8	47,2	45,0	.	.	.	.
Tipo de interés a tres meses (en %) <sup>5)</sup>	3,3	4,9	4,6	3,5	2,4	2,8	2,4	2,1	2,2
Rendimiento de la deuda pública a diez años (en %) <sup>5)</sup>	4,9	5,6	5,1	5,1	4,3	4,3	4,1	4,3	4,5
Tipo de cambio frente al euro <sup>5)</sup>	7,44	7,45	7,45	7,43	7,43	7,43	7,42	7,43	7,44

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

1) Puntos porcentuales.

2) Los datos trimestrales no están ajustados de efectos estacionales ni de días laborables.

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

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

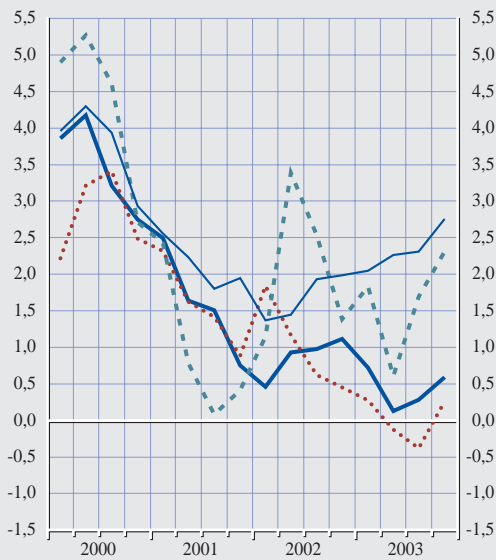
5) Medias de los periodos.

**Gráfico 27 Indicadores económicos y financieros de la zona del euro y de los países de la UE no pertenecientes a la zona**

**Crecimiento del PIB real**

(tasas de variación interanuales)

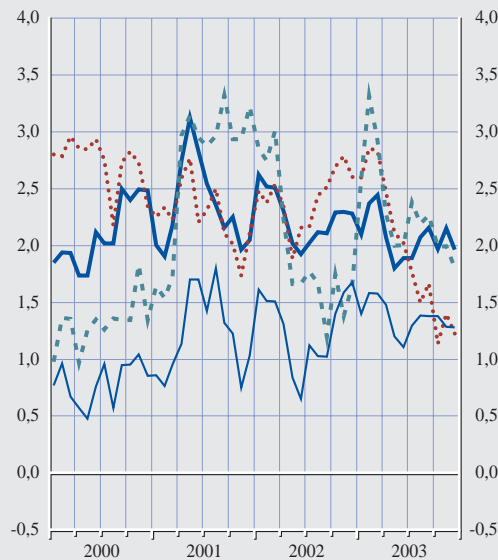
- Zona del euro
- ... Dinamarca
- - Suecia
- Reino Unido



**IAPC**

(tasas de variación interanuales)

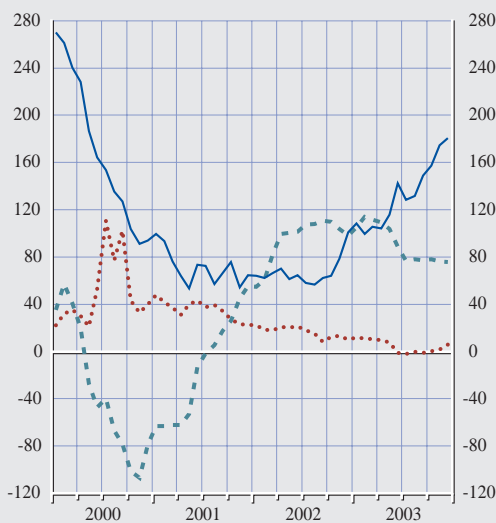
- Zona del euro
- ... Dinamarca
- - Suecia
- Reino Unido



**Diferencial de los tipos de interés a corto plazo con la zona del euro<sup>1)</sup>**

(en puntos básicos)

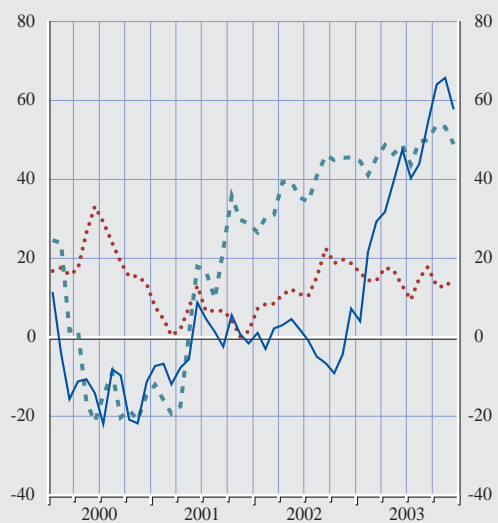
- ... Dinamarca
- - Suecia
- Reino Unido



**Diferencial de los tipos de interés a largo plazo con la zona del euro<sup>2)</sup>**

(en puntos básicos)

- ... Dinamarca
- - Suecia
- Reino Unido



Fuentes: BCE y Eurostat.

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

2) Para el rendimiento de la deuda pública a largo plazo: bonos a diez años o con vencimiento más próximo a este plazo.



laborales unitarios subieron ligeramente en el 2003, puesto que los aumentos salariales registrados en Dinamarca se vieron acompañados de un crecimiento de la productividad levemente inferior.

El superávit presupuestario de las Administraciones Públicas se redujo hasta el 1,5% del PIB en el año 2003, desde el 1,7% registrado en el 2002. Este descenso es atribuible, en parte, a la menor recaudación impositiva y a las mayores transferencias a los hogares en concepto de prestaciones por desempleo como consecuencia de la desaceleración cíclica. La deuda pública disminuyó desde el 47,2% del PIB hasta el 45%. Conforme al Programa de Convergencia actualizado, se espera que las finanzas públicas de Dinamarca continúen saneadas, pues se prevé que los superávits presupuestarios de las Administraciones Públicas alcancen un 1,3% y un 1,8% del PIB en los ejercicios 2004 y 2005, respectivamente. En comparación con las cifras contempladas en la anterior actualización del Programa de Convergencia, el descenso de los superávits previstos cabe atribuirlo fundamentalmente a la introducción progresiva de recortes impositivos con arreglo al Acuerdo Tributario del año 2003. Se espera que la ratio de deuda bruta descienda al 41,2% del PIB en el 2004 y al 38,7% en el 2005.

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, situada en 7,46038 coronas por euro. La evolución de los tipos de interés oficiales y de los tipos de mercado a corto plazo está básicamente en consonancia con las decisiones del BCE en materia de tipos de interés y con la evolución del tipo de cambio de la corona frente a la moneda única. A lo largo del año 2003, la cotización de la corona danesa se mantuvo muy próxima a su paridad central en el MTC II, en un nivel ligeramente más alto que su tipo central. Las reservas exteriores alcanzaron un máximo en junio del 2003, para disminuir levemente hacia finales del año. La fuerza

de la corona se debió principalmente a una inflación relativamente baja y a un considerable superávit de la balanza de pagos.

A lo largo del 2003, el Danmarks Nationalbank rebajó en tres ocasiones el tipo de interés de sus préstamos, reduciéndolo paulatinamente hasta un 2,15%, nivel al que se mantuvo hasta final de año. En el transcurso del 2003, el diferencial del mencionado tipo con respecto al tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del Eurosistema se redujo hasta 15 puntos básicos, mientras que el diferencial entre los tipos de mercado a corto plazo de Dinamarca y de la zona del euro se estrechó hasta situarse en torno a 5 puntos básicos (véase gráfico 27). El rendimiento de la deuda pública a largo plazo danesa aumentó, fluctuando alrededor de un nivel medio del 4,3%.

## SUECIA

El crecimiento del PIB real de Suecia experimentó una ligera desaceleración en el 2003, hasta situarse en el 1,6%, desde el 2,1% registrado en el 2002 (véanse cuadro 10 y gráfico 27). En un entorno caracterizado por la desaparición de los efectos de anteriores rebajas impositivas y por la elevada incertidumbre derivada de la situación geopolítica, el crecimiento del consumo privado y de la inversión permaneció estancado durante el primer semestre del 2003. Asimismo, una huelga en el sector público afectó negativamente al crecimiento del PIB real en el segundo trimestre del año. El consumo privado se recuperó de nuevo a lo largo del segundo semestre del pasado ejercicio, en consonancia con un aumento de la confianza de los consumidores, mientras continuaba la debilidad de la inversión y de la producción industrial. Las exportaciones mantuvieron una relativa fortaleza en el transcurso del año y la demanda exterior neta contribuyó al crecimiento del PIB real, aunque en menor medida que en el año anterior. El empleo descendió ligeramente en el 2003, mientras que el número total de horas trabajadas experimentó un descenso superior, al igual que en el 2002. Esta

## Cuadro 10 Indicadores macroeconómicos de Suecia

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

	1999	2000	2001	2002	2003	2003 I	2003 II	2003 III	2003 IV
PIB real	4,6	4,3	0,9	2,1	1,6	1,8	0,6	1,7	2,3
<i>Contribución al crecimiento del PIB real:</i> <sup>1)</sup>									
Demanda interna real, incluidas las existencias	3,0	3,3	-0,2	0,7	0,7	2,1	0,3	-0,1	0,6
Demanda exterior neta	1,5	1,1	1,1	1,4	0,9	-0,3	0,3	1,8	1,7
IAPC	0,6	1,3	2,7	2,0	2,3	2,9	2,1	2,3	1,9
Remuneración por asalariado	1,3	7,4	4,5	2,2	.	1,8	1,7	2,8	.
Costes laborales unitarios, total de la economía	-1,0	5,4	5,6	0,2	.	-0,4	1,2	0,9	.
Deflactor de las importaciones (bienes y servicios)	1,1	4,9	4,1	0,0	-2,0	0,0	-2,5	-3,2	-2,5
Cuenta corriente más nueva cuenta de capital (en % del PIB) <sup>2)</sup>	2,6	3,8	3,8	4,3	5,4	5,4	4,6	6,2	5,5
Empleo total	2,2	2,2	2,0	0,1	-0,2	-0,3	0,1	-0,3	-0,6
Tasa de desempleo (en % de la población activa)	6,7	5,6	4,9	4,9	5,6	5,3	5,5	5,6	6,0
Saldo presupuestario (en % del PIB) <sup>3), 4)</sup>	2,5	5,1	2,8	0,0	0,7	.	.	.	.
Deuda bruta consolidada (en % del PIB) <sup>3)</sup>	62,7	52,8	54,4	52,6	51,8	.	.	.	.
Tipo de interés a tres meses (en %) <sup>5)</sup>	3,3	4,1	4,1	4,3	3,2	3,8	3,4	2,9	2,9
Rendimiento de la deuda pública a diez años (en %) <sup>5)</sup>	5,0	5,4	5,1	5,3	4,6	4,6	4,4	4,6	4,9
Tipo de cambio frente al euro <sup>5)</sup>	8,81	8,45	9,25	9,16	9,12	9,18	9,14	9,17	9,01

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

1) Puntos porcentuales.

2) Los datos trimestrales no están ajustados de efectos estacionales 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.

evolución se tradujo en un aumento relativamente intenso de la productividad del trabajo (sobre todo si el empleo se mide en términos de horas trabajadas) y, en combinación con un crecimiento modesto de los salarios, dio lugar a una evolución contenida de los costes laborales unitarios. La tasa de desempleo se incrementó durante el segundo semestre del año, situándose en torno al 6% de la población activa.

Las tasas de inflación, medidas por el IAPC, el IPC y el UND1X<sup>9</sup>, crecieron hasta situarse por encima del 3% a comienzos del 2003 (véase gráfico 27), como reflejo del aumento de los precios de la energía resultantes de unas reducidas reservas hidráulicas utilizadas en la producción de energía eléctrica y de la subida de los precios del petróleo. Dado que estos aumentos de precios fueron de naturaleza meramente transitoria, la inflación se desaceleró con rapidez, situándose en torno al 2% a mediados del 2003. Aunque el IPC mantuvo con posterioridad su tendencia a la baja, el IAPC y el UND1X permanecieron en tasas cercanas al 2%. Esta evolución dispar obedeció

fundamentalmente a la caída de los gastos en concepto de intereses, que se encuentran incluidos en el IPC pero que no se contemplan en el IAPC y el UND1X. La tasa media de inflación interanual, medida por el IAPC, aumentó hasta el 2,3% en el 2003, desde el 2% observado en el 2002, mientras que el IPC subió un 2,1% durante el pasado año, frente al 2,4% registrado en el 2002.

El superávit presupuestario de las Administraciones Públicas mejoró, desde un 0% del PIB en el 2002 hasta un 0,7% en el 2003. La ratio de deuda pública en relación con el PIB se redujo ligeramente, desde el 52,6% en el 2002 hasta el 51,9% en el 2003. Con arreglo al Programa de Convergencia actualizado, cabe esperar que

9 El UND1X se define como el IPC excluidos los gastos en concepto de intereses y los efectos directos de la modificación de los impuestos indirectos y de las subvenciones. En Suecia, el IPC general es la variable objetivo de la política monetaria. No obstante, cuando en los últimos años las previsiones de inflación se han visto afectadas por factores de carácter transitorio, las decisiones de política monetaria se han adoptado, en la práctica, sobre la base de una evaluación del UND1X o, como ocurrió en el 2003, del UND1X excluida la energía.

las finanzas públicas suecas se mantengan saneadas, dado que los superávits presupuestarios de las Administraciones Públicas previstos para los años 2004 y 2005 se situarán, respectivamente, en el 0,4% y el 1,2% del PIB. Esta evolución indica una cierta desviación con respecto a la regla fiscal sueca, consistente en mantener un superávit en torno al 2% a lo largo del ciclo económico. Se prevé que la ratio de deuda bruta descienda al 51,5% en el año 2004 y al 50,0% en el 2005.

El Sveriges Riksbank aplica un régimen de tipo de cambio flexible, en el que el objetivo de la política monetaria se expresa en forma de una meta explícita de inflación, fijada en un incremento interanual del IPC del 2%, con un margen de tolerancia de  $\pm 1$  punto porcentual. En el año 2003, el Sveriges Riksbank redujo el tipo de interés que aplica a sus operaciones de cesión temporal en una cuantía acumulada de un punto porcentual, hasta situarlo en el 2,75%. La aplicación de esta política monetaria se produjo en un entorno de riesgo de descenso de la inflación por debajo del objetivo del 2%, debido a las perspectivas de una mayor debilidad de la demanda exterior y de una desaceleración de la utilización de los factores productivos internos. El 5 de febrero de 2004, el Sveriges Riksbank redujo de nuevo, en 0,25 puntos, el tipo de interés aplicado a sus cesiones temporales, en un entorno en el que se esperaban presiones, tanto internas como externas, por el lado de los costes más moderadas. El diferencial entre los tipos de interés de mercado a corto plazo de Suecia y de la zona del euro se mantuvo estable, en líneas generales, durante el primer semestre del 2003, en torno a 100 puntos básicos, aunque disminuyó hasta situarse alrededor de 70 puntos básicos en el segundo semestre del año (véase gráfico 27). Los tipos de interés a largo plazo siguieron una evolución paralela a la de los mercados internacionales de renta fija y el diferencial con respecto a la zona del euro aumentó ligeramente, hasta alrededor de 50 puntos básicos a finales del 2003. La cotización de la divisa sueca fluctuó en torno a 9,2 coronas por euro hasta septiembre del 2003, apreciándose más tarde de forma mode-

rada para situarse alrededor de 9 coronas por euro. Esta evolución obedeció posiblemente a la menor incertidumbre derivada del resultado del referéndum del 14 de septiembre sobre la adopción del euro y al hecho de que las perspectivas de crecimiento mantuviesen una orientación relativamente favorable.

## REINO UNIDO

La tasa media de crecimiento del PIB real del Reino Unido aumentó hasta el 2,3% en el año 2003, en comparación con el 1,7% registrado en el 2002 (véase cuadro 11). A comienzos del pasado año, la economía británica se vio afectada por la incertidumbre derivada del conflicto de Oriente Medio, los elevados precios del petróleo y la volatilidad de los mercados financieros, con efectos adversos sobre la confianza. Estas incertidumbres se fueron disipando a medida que avanzaba el año y los mercados financieros iniciaron un repunte que impulsó una recuperación de la actividad económica. Al igual que en ejercicios precedentes, el crecimiento vino impulsado principalmente por la demanda interna, mientras que la demanda exterior neta realizaba una contribución negativa al crecimiento del PIB real.

El crecimiento del consumo real de los hogares se redujo hasta un 2,9% en el 2003, como resultado de unos menores incrementos de la renta real disponible, una moderación de las subidas de los precios de la vivienda y una ralentización del crecimiento de la riqueza de las familias. Al mismo tiempo, el crédito creció de manera vigorosa y el mercado de la vivienda mantuvo una fortaleza superior a la generalmente prevista. El crecimiento del gasto público experimentó una aceleración, hasta situarse en el 3,6%, desde el 3,3% registrado en el 2002. La formación bruta de capital fijo creció un 2,6%, algo más que en el 2002. La inversión de las empresas se mantuvo contenida a consecuencia del proceso de reestructuración financiera del sector empresarial y de los escasos indicios de presiones sobre la capacidad productiva. Pese a la mejora de la competitivi-

## Cuadro II Indicadores macroeconómicos del Reino Unido

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

	1999	2000	2001	2002	2003	2003 I	2003 II	2003 III	2003 IV
PIB real	2,8	3,8	2,1	1,7	2,3	2,0	2,3	2,3	2,8
<i>Contribución al crecimiento del PIB real:</i> <sup>1)</sup>									
Demanda interna real, incluidas las existencias	4,2	4,1	3,0	3,4	2,8	2,8	2,8	3,1	2,6
Demanda exterior neta	-1,4	-0,3	-0,9	-1,7	-0,5	-0,8	-0,5	-0,8	0,2
IAPC	1,3	0,8	1,2	1,3	1,4	1,5	1,3	1,4	1,3
Remuneración por asalariado	4,6	5,8	5,0	3,3	.	3,3	4,3	4,7	.
Costes laborales unitarios, total de la economía	3,1	3,1	3,6	2,4	.	2,4	2,9	3,4	.
Deflactor de las importaciones (bienes y servicios)	-1,2	3,1	0,1	-2,1	.	-1,2	-0,1	1,3	.
Cuenta corriente más nueva cuenta de capital (en % del PIB) <sup>2)</sup>	-2,6	-2,4	-2,2	-1,6	.	-0,2	-3,5	-2,6	.
Empleo total	1,3	1,1	0,8	0,7	.	1,1	0,9	1,1	.
Tasa de desempleo (en % de la población activa)	5,9	5,4	5,0	5,1	.	5,0	5,0	4,9	.
Saldo presupuestario (en % del PIB) <sup>3), 4)</sup>	1,1	3,8	0,7	-1,6	-3,2	.	.	.	.
Deuda bruta consolidada (en % del PIB) <sup>3)</sup>	45,0	42,1	38,9	38,5	39,8	.	.	.	.
Tipo de interés a tres meses (en %) <sup>5)</sup>	5,4	6,1	5,0	4,0	3,7	3,7	3,6	3,5	3,9
Rendimiento de la deuda pública a diez años (en %) <sup>6)</sup>	5,0	5,3	5,0	4,9	4,6	4,3	4,4	4,6	5,0
Tipo de cambio frente al euro <sup>7)</sup>	0,66	0,61	0,62	0,63	0,69	0,67	0,70	0,70	0,70

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

1) Puntos porcentuales.

2) Los datos trimestrales no están ajustados de efectos estacionales 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: BPI.

7) Medias de los períodos.

dad en términos de precios, las exportaciones continuaron en el año 2003 en su senda de descenso iniciada en el 2002, registrándose una disminución del 0,5%. Esta caída estuvo relacionada con la debilidad de la demanda exterior. A pesar de la desaceleración observada en el crecimiento de las importaciones durante el 2003, el comercio exterior realizó una aportación negativa al crecimiento del PIB real por octavo año consecutivo. El mercado de trabajo mantuvo un tono de resistencia, permaneciendo la tasa de desempleo prácticamente sin cambios en el 5%. El empleo total siguió creciendo a una tasa similar a la registrada en el 2002, una evolución a la que contribuyó el fuerte aumento de la ocupación en el sector público.

Las presiones inflacionistas se mantuvieron contenidas en el 2003. La tasa media de inflación medida por el IAPC se situó en el 1,4%, prácticamente sin variaciones con respecto a la observada en el año anterior. La inflación medida por el RPIX, situada como promedio

del 2003 en el 2,8%, fue considerablemente superior a la inflación medida por el IAPC, en parte como reflejo de la inclusión en el RPIX<sup>10</sup> del componente de coste de la vivienda, que sigue una trayectoria de acelerado incremento. Las presiones de los costes, tanto internas como externas, se mantuvieron contenidas en el 2003. El crecimiento interanual de los costes laborales unitarios en el conjunto de la economía fue ligeramente superior al observado durante el año anterior, aunque continuó siendo moderado. Los precios de importación aumentaron ligeramente, pese a la depreciación de la libra esterlina en el primer semestre del año.

Tras el déficit del 1,6% del PIB registrado en el 2002, el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas experimentó un deterioro adicional en el 2003, hasta situarse en el 3,2% del PIB. Este descenso cabe atribuirlo prin-

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

principalmente a la orientación expansiva de la política fiscal, que reflejó un elevado gasto público primario, así como una caída de los ingresos relacionada con los cambios en la composición del PIB. Como resultado, la ratio de deuda en relación con el PIB aumentó desde el 38,5% en el 2002 hasta el 39,8% en el 2003. El Programa de Convergencia actualizado se fija como metas unos déficit presupuestarios del 3,3% y del 2,6% del PIB en los ejercicios 2003/04 y 2004/05, respectivamente. Se espera que en los citados ejercicios la ratio de deuda bruta con respecto al PIB se eleve, desde el 39,3% hasta el 40,2%, respectivamente.

El Banco de Inglaterra ejecuta la política monetaria en el marco de un régimen de tipo de cambio flexible, con un objetivo de inflación explícito y simétrico. En junio del 2003, el gobierno anunció su decisión de aplazar el referéndum sobre la adopción del euro, sobre la base de la evaluación por parte del Tesoro del cumplimiento de cinco condiciones económicas previas, cuya conclusión fue la ausencia, por el momento, de la suficiente convergencia y flexibilidad para hacer frente a las posibles dificultades que pudieran manifestarse una vez dentro de la UEM. A fin de garantizar un mantenimiento de las expectativas de inflación en consonancia con las existentes en la zona del euro, el gobierno británico anunció en diciembre del 2003 un nuevo objetivo de inflación, procediendo a una redefinición del mismo en términos del IAPC (denominado IPC en el Reino Unido), en sustitución del índice nacional RPIX previamente utilizado. El nuevo objetivo de inflación se define como un incremento interanual del IAPC del 2%.

Durante el 2003, el Banco de Inglaterra modificó en tres ocasiones el tipo de interés oficial que aplica a sus cesiones temporales. El 6 de febrero y el 10 de julio se redujo el mencionado tipo 0,25 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 3,5%, y el 6 de noviembre se elevó de nuevo en la misma cuantía, hasta el 3,75%. El 5 de febrero de 2004, el Banco de Inglaterra elevó de nuevo 0,25 puntos porcentuales, hasta el 4%, el tipo de interés aplicado a sus cesiones

temporales. Las decisiones de aumentar el tipo de interés se adoptaron en un entorno caracterizado por la mejora de las perspectivas económicas, el vigoroso crecimiento del crédito y la fortaleza del mercado de la vivienda. El Banco de Inglaterra consideraba que, en dicho entorno, se producirían presiones al alza sobre la inflación futura. Los diferenciales de tipos de interés, tanto a corto como a largo plazo, con respecto a la zona del euro se ampliaron en el transcurso del 2003, como reflejo de una mejora relativamente rápida de las perspectivas económicas y del aumento de las expectativas de inflación (véase gráfico 27). Tras la depreciación registrada durante el primer semestre del 2003, el tipo de cambio de la libra esterlina frente al euro fluctuó en torno a 0,70 libras por euro hasta el final del año.





**Artista**

José María Sicilia

**Título**

La luz que se apaga, 1997

**Técnica**

Cera, óleo y papel sobre  
madera

**Tamaño**

185 × 157 cm



## **CAPÍTULO 2**

# **OPERACIONES Y ACTIVIDADES COMO BANCO CENTRAL**

# I OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA, OPERACIONES EN DIVISAS Y ACTIVIDADES DE INVERSIÓN

## I.1 OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA

Una de las funciones fundamentales que ha de desempeñar el Eurosistema es la ejecución de la política monetaria de la zona del euro. A estos efectos, el Eurosistema cuenta con un marco operativo de instrumentos y procedimientos de política monetaria<sup>1</sup>.

Basándose en la evaluación de la situación de liquidez existente en el mercado y en las necesidades del sector bancario, el BCE gestiona la liquidez de la zona del euro mediante las operaciones principales de financiación (OPF), las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) y, si procede, las operaciones de ajuste. Las entidades de contrapartida pueden hacer uso de las facilidades permanentes (es decir, la facilidad marginal de crédito y la facilidad de depósito) para obtener liquidez a un día de los BCN o efectuar depósitos también a un día. El Eurosistema exige a las entidades de crédito el mantenimiento de unas reservas mínimas en cuentas abiertas en los BCN. Todas las operaciones de crédito del Eurosistema han de garantizarse con activos adecuados proporcionados por las entidades de contrapartida. Por último, debido a la importancia del mercado monetario para la puesta en práctica de la política monetaria, el Eurosistema efectúa un atento seguimiento de la evolución del citado mercado<sup>2</sup>.

En el año 2003, el marco operativo para la política monetaria del Eurosistema siguió funcionando correctamente, proporcionando condiciones estables en el mercado monetario con una reducida volatilidad de los tipos de interés de mercado a corto plazo y una señalización clara de la orientación de la política monetaria.

### EVALUACIÓN DE LA SITUACIÓN DE LIQUIDEZ

La gestión de la liquidez que realiza el BCE se basa en la evaluación diaria de la situación de liquidez del sistema bancario de la zona del euro, con el fin de determinar las necesidades de liquidez del sistema y, por lo tanto, el volumen de liquidez que se ha de adjudicar en las OPF semanales, y, potencialmente, en la ejecución de otras operaciones de mercado abierto,

tales como las operaciones de ajuste o las operaciones estructurales. Las necesidades de liquidez del sistema bancario se definen como la suma de las reservas obligatorias exigidas a las entidades de crédito, los fondos que superen esta exigencia en cuentas corrientes de las entidades de crédito en sus BCN (exceso de reservas) y los factores autónomos. Estos últimos consisten en un conjunto de partidas del balance del Eurosistema que afectan a las necesidades de liquidez de las entidades de crédito, pero que no se encuentran bajo control directo de la gestión de liquidez del BCE (por ejemplo, los billetes en circulación, los depósitos de las Administraciones Públicas y los activos exteriores netos).

En el 2003, las necesidades diarias de liquidez del sistema bancario de la zona del euro ascendieron, en promedio, a 241,5 mm de euros, lo que supuso un incremento del 24% en relación con el año 2002. En promedio, las reservas obligatorias se situaron en 130,9 mm de euros, prácticamente sin cambios con respecto a 2002. El exceso de reservas alcanzó los 0,7 mm de euros, cifra también similar a la del año 2002. Los factores autónomos, por el contrario, aumentaron sustancialmente, absorbiendo liquidez por un importe de 109,9 mm de euros, casi el doble del importe drenado en el año 2002 (véase el panel superior del gráfico 28). Este aumento es atribuible a un fuerte incremento de los billetes en circulación, que, en gran medida, reflejaba aún el proceso de vuelta a niveles previos, tras el descenso transitorio experimentado en torno a la introducción de los billetes y monedas denominados en euros.

Para ayudar a las entidades de crédito a preparar sus pujas para las OPF, el BCE continuó publicando el día en que se anuncia la OPF semanal una previsión de los factores autónomos medios que abarca el período desde el día

1 Una descripción detallada del marco operativo se encuentra en «La aplicación de la política monetaria en la zona del euro: Documentación general sobre los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del Eurosistema», BCE, febrero del 2004.

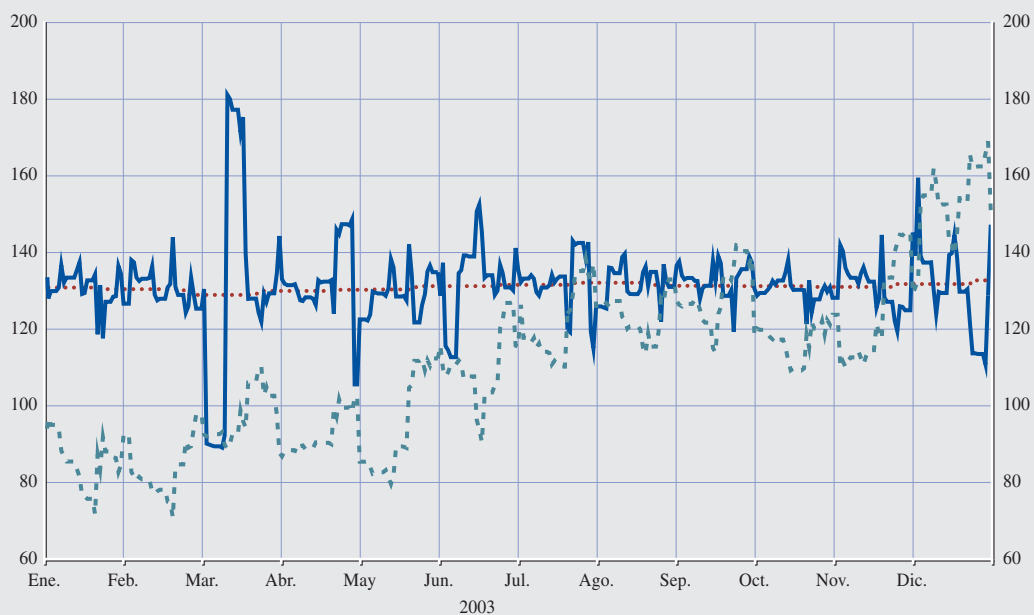
2 «Money Market Study 2002», BCE, noviembre del 2003 y «Money Market Study 2003», BCE, enero 2004.

## Gráfico 28 Factores de liquidez y uso de las facilidades permanentes en la zona del euro en el año 2003

(mm de euros)

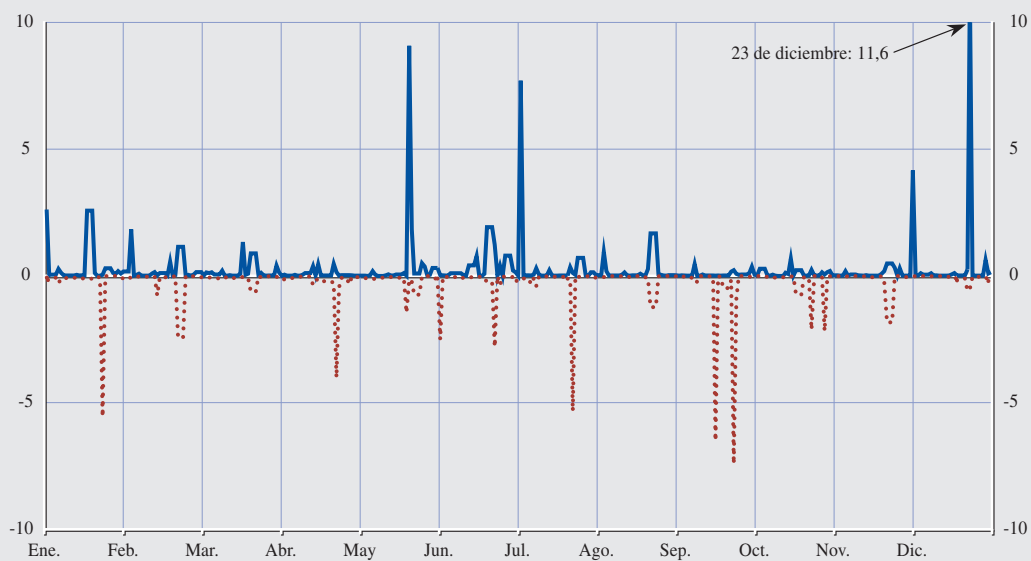
### Factores de liquidez

- Cuentas corrientes
- ..... Reservas obligatorias
- - - Factores autónomos



### Facilidades permanentes

- Facilidad marginal de crédito
- ..... Facilidad de depósito



Fuente: BCE.

de anuncio de la subasta hasta el día anterior a la liquidación de la siguiente OPF. La diferencia absoluta entre la previsión y el resultado efectivo fue, en promedio, de 1,4 mm de euros en el año 2003, frente a los 1,8 mm de euros en el 2002, y a los 1,9 mm de euros en el 2001, lo que muestra que, en los últimos años, han mejorado las previsiones<sup>3</sup>.

### OPERACIONES PRINCIPALES DE FINANCIACIÓN

Las OPF son las operaciones de mercado abierto más importantes realizadas por el Euro-sistema. Son operaciones de inyección de liquidez de carácter regular, periodicidad semanal y vencimiento habitual de dos semanas. Como puede verse en la sección sobre la revisión del marco operativo, a partir del 9 de marzo de 2004 estas operaciones tienen un vencimiento de una semana.. Desempeñan un papel primordial en el control de los tipos de interés, en la gestión de la liquidez en el mercado y en la señalización de la orientación de la política monetaria mediante la fijación del tipo mínimo de puja. Proporcionan, también, la mayor parte de la financiación que necesita el sistema bancario.

En el 2003, los importes adjudicados en las OPF se situaron entre los 38 mm de euros y los 150 mm de euros, con un importe medio de 95,9 mm de euros. La liquidez suministrada mediante las OPF ascendió, en promedio, a 194,4 mm de euros, lo que supuso el 81% de la liquidez neta total proporcionada por el Euro-sistema a través de las operaciones de mercado abierto. Al igual que en el año 2002, estas operaciones se instrumentaron mediante subastas a tipo de interés variable, con un tipo mínimo de puja y un procedimiento de adjudicación a tipo múltiple. Según este procedimiento, las pujas con el tipo de interés más elevado se adjudican en primer lugar hasta que se agota el importe que se ha previsto adjudicar. El tipo de interés más bajo al que se adjudica la liquidez es el tipo marginal. Las pujas efectuadas al tipo marginal se prorratean<sup>4</sup>.

El tipo marginal y el tipo medio ponderado son habitualmente más elevados que el tipo mínimo

de puja. El diferencial medio entre el tipo marginal y el tipo mínimo de puja se mantuvo prácticamente sin cambios en 4,7 puntos básicos, frente a los 4,8 puntos básicos del año 2002. El diferencial medio entre el tipo medio ponderado y el tipo marginal se situó en 1,5 puntos básicos, frente a 1,4 puntos básicos del año 2002. Estos diferenciales tan reducidos muestran el alto grado de homogeneidad y precisión entre las entidades de crédito a la hora de predecir el resultado del procedimiento de adjudicación, así como los tipos de las subastas. El porcentaje de pujas que se adjudicaron en cada OPF se situó entre el 36% y el 100%, registrándose una media del 74% en el período en estudio, frente a una horquilla situada entre el 19% y el 100% y una media del 60% en el año 2002.

El marco operativo para la política monetaria del Euro-sistema sólo se vio sometido a algunos episodios de cierta tensión, ocurridos, principalmente, en relación con los tres casos de insuficiencia de pujas en los que el importe total de las pujas presentadas por las entidades de crédito no alcanzó el importe necesario para permitir el adecuado cumplimiento de las reservas mínimas. El 3 de marzo y el 3 de junio de 2003, los casos de insuficiencia de pujas ocurrieron inmediatamente antes de las reuniones del Consejo de Gobierno en el que las entidades participantes esperaban que se tomara la decisión de reducir los tipos de interés oficiales del BCE. Estos casos de insuficiencia de pujas generaron unas condiciones de liquidez muy restrictivas, que hicieron aumentar temporalmente los tipos de interés de mercado. Por el contrario, el caso de insuficiencia de pujas del 25 de noviembre no tuvo lugar en un entorno

3 Entre los factores autónomos, los depósitos de las Administraciones Públicas en los BCN constituyeron el factor más volátil en el 2003. La volatilidad de estos depósitos, medida por la desviación típica de los variaciones diarias, ascendió a 4,2 mm de euros, frente a los 3,9 mm de euros del año 2002. La volatilidad de los billetes en circulación fue de 1,3 mm de euros en el año 2003, frente a los 6,7 mm de euros en el año 2002.

4 El «prorrateo» funciona de la manera siguiente: el importe total adjudicado al tipo marginal se divide por el importe total por el que se ha pujado al tipo marginal, con el fin de obtener el porcentaje de pujas adjudicadas. El importe por el que puja cada entidad participante al tipo marginal se multiplica por este porcentaje para obtener el importe que se ha de adjudicar.

en el que se esperara un recorte de los tipos de interés, sino que constituyó una sorpresa, incluso para las propias entidades participantes, como pone de manifiesto el hecho de que el tipo medio ponderado fuera del 2,02%, es decir, dos puntos básicos por encima del tipo marginal (que fue igual al tipo mínimo de puja). Si el mercado hubiera esperado de forma generalizada este episodio de insuficiencia de pujas, éstas se habrían agrupado en torno al tipo mínimo de puja y el tipo medio ponderado habría sido el 2%.

Por último, durante el verano, se observó un diferencial relativamente amplio entre el EONIA (índice medio del tipo del euro a un día) y el tipo mínimo de puja. Como reacción, el BCE decidió proporcionar durante algún tiempo al sistema bancario liquidez en una cuantía ligeramente superior a la necesaria, lo que permitió que el diferencial volviera a niveles más normales en el otoño.

### **OPERACIONES DE FINANCIACIÓN A PLAZO MÁS LARGO**

Las OFPML son operaciones de inyección de liquidez de periodicidad mensual y vencimiento habitual de tres meses, que proporcionan a las entidades de contrapartida financiación adicional a plazo más largo. Al contrario que las OPF, estas operaciones no se efectúan con la intención de gestionar la situación de liquidez ni de señalar la orientación de la política monetaria. En ellas el Eurosistema actúa como aceptante de tipos de interés, ya que las OFPML se instrumentan mediante subastas a tipo de interés variable, habiéndose anunciado previamente el importe que se va a subastar.

El Eurosistema llevó a cabo doce OFPML en el año 2003, cada una de ellas con un importe anunciado previamente de 15 mm de euros. En enero del 2004, el volumen se incrementó a 25 mm de euros. En promedio, las OFPML representaron el 19% de la liquidez neta total suministrada por medio de operaciones de mercado abierto. Al igual que en años anteriores, la dispersión de las pujas en las OFPML fue ligeramente mayor que en las OPF. En media anual,

el tipo medio ponderado superó el tipo marginal en 1,7 puntos básicos, frente a 1,9 puntos básicos en el año 2002. El porcentaje de pujas satisfechas en cada OFPML se situó entre el 42% y el 60%, con un promedio del 51%, frente al rango comprendido entre el 36% y el 72%, con un promedio del 50%, del año 2002.

### **OTRAS OPERACIONES**

El 23 de mayo de 2003, el Eurosistema ejecutó una operación de ajuste de absorción de liquidez para restablecer el equilibrio en la situación de liquidez. El importante recurso que se había hecho de la facilidad marginal de crédito en los dos días anteriores había dado lugar a una situación de liquidez más holgada en el último día del período de mantenimiento y a un descenso del tipo de interés a un día. La operación de ajuste consistió en una captación de depósitos a plazo fijo con un tipo de interés fijo del 2,5% (el tipo mínimo de puja de la OPF en ese momento), vencimiento a un día y un importe de 5 mm de euros anunciado previamente como la cuantía que se pretendía adjudicar. Participaron 12 entidades de contrapartida, de las 100 que podían haber participado, y se presentaron pujas por un importe de 3,9 mm de euros, que se adjudicó totalmente. El período de mantenimiento de reservas terminó sin problemas con un reducido recurso neto a la facilidad de depósito de 0,6 mm de euros.

### **FACILIDADES PERMANENTES**

Las dos facilidades permanente del Eurosistema, es decir, 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 delimitar los tipos de interés de mercado a un día estableciendo los límites superior e inferior de dichos tipos. En el año 2003, la amplitud de la banda de tipos de interés determinada por las dos facilidades permanentes se mantuvo en 200 puntos básicos, centrada en torno al tipo mínimo de puja de las OPF.



Las entidades de crédito recurren normalmente a las facilidades permanentes por dos motivos.

- En primer lugar, por la existencia de desequilibrios agregados de liquidez, cuando el conjunto del sistema bancario dispone de muy poca liquidez, o tiene un exceso de ella, en relación con las reservas mínimas agregadas. La utilización agregada de estas facilidades se produce habitualmente hacia el final del período de mantenimiento, cuando el sistema bancario tiene que compensar, a través de las facilidades permanentes, sus posiciones frente a cualesquiera desequilibrios agregados de liquidez que se hubieran acumulado. Los picos más importantes registrados en el recurso a las facilidades permanentes durante el 2003, que se muestran en el panel inferior del gráfico 28, reflejan principalmente la compensación de tales desequilibrios agregados.
- En segundo lugar, los pagos que se producen de forma inesperada entre entidades de crédito al final del día, cuando el mercado monetario ya no es líquido, pueden dar lugar a un recurso individual a las facilidades permanentes. Este recurso suele distribuirse de manera bastante uniforme a lo largo del período de mantenimiento. El recurso individual puede llegar a ser considerable en días concretos, en caso de que haya problemas en los componentes del sistema de pagos, como ocurrió el 3 de julio, fecha en la que el recurso a la facilidad marginal de crédito ascendió a 7,7 mm de euros.

En el 2003, la media diaria del recurso total a la facilidad marginal de crédito ascendió a 269 millones de euros, mientras que la media diaria del recurso total a la facilidad de depósito alcanzó los 242 millones. Suponiendo que el recurso agregado se produce el último día del período de mantenimiento, mientras que el recurso individual tiene lugar durante el resto del período, estos importes podrían distribuirse como sigue: 49 millones de euros corresponderían al recurso agregado y 221 millones al recurso individual, en el caso de la facilidad

marginal de crédito; y 107 millones de euros corresponderían al recurso agregado y 135 millones al recurso individual, en el caso de la facilidad de depósito.

El recurso total a las facilidades permanentes en el año 2003 se mantuvo en los reducidos niveles observados en el año anterior, lo que indica la calidad de las previsiones de los factores autónomos y la elevada eficiencia del mercado interbancario.

#### **PARTICIPACIÓN DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO EN LAS OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA**

El marco de política monetaria del Eurosistema siguió posibilitando que un conjunto amplio de entidades de crédito participara en las operaciones de política monetaria. De las 6.593 entidades de crédito de la zona del euro sujetas al sistema de reservas mínimas a finales del 2003 (una variación del -5% con respecto al año anterior), 2.149 (-7%) podían participar en operaciones de mercado abierto, 3.083 (-5%) podían utilizar la facilidad de depósito y a 2.629 (-8%) les estaba permitido emplear la facilidad marginal de crédito.

Los participantes en las OPF y en las OFPML mantuvieron la tendencia descendente iniciada a mediados del 2000. En el año 2003, el número medio de entidades de crédito participantes en las OPF fue de 267, frente a las 307 del año 2002. Del mismo modo, las entidades de crédito participantes en las OFPML pasaron a ser 133 en el 2003, frente a las 186 del año 2002. Esta tendencia parece ser atribuible a la conjunción de varios factores, como la competitividad del mercado interbancario, la concentración del sector bancario y la centralización de la gestión de tesorería en los grupos bancarios. No hay indicios de que este descenso continuado en la participación en las OPF y en las OFPML haya puesto en peligro la adecuada asignación de liquidez del banco central al sistema bancario de la zona del euro. El Eurosistema siguió contando con más entidades de contrapartida en las operaciones de mercado abierto que cualquier otro banco central del mundo.

### SISTEMA DE RESERVAS MÍNIMAS

El sistema de reservas mínimas del Eurosistema se aplica a las entidades de crédito de la zona del euro y, fundamentalmente, pretende estabilizar los tipos de interés del mercado monetario y crear, o ampliar, un déficit de liquidez estructural. Las reservas obligatorias de cada entidad se determinan en relación con algunas partidas de su balance. El mecanismo de promedios, que permite que las entidades de crédito cumplan con las exigencias de reservas en promedio a lo largo de un período de mantenimiento de un mes<sup>5</sup>, contribuye a atenuar el efecto de las perturbaciones transitorias de liquidez en los tipos de interés a corto plazo.

En el 2003, las reservas obligatorias representaron el 54% de las necesidades totales de liquidez del sistema bancario de la zona del euro. El nivel medio de las reservas mínimas agregadas mantenidas por las entidades de crédito de la zona del euro ascendió a 130,9 mm de euros, lo que constituye un reducido incremento de aproximadamente 1 mm de euros con respecto al año anterior. Las reservas obligatorias se situaron entre los 128,9 mm de euros en el período de mantenimiento que finalizó el 23 de marzo de 2003 y los 132,1 mm de euros del período de mantenimiento que terminó el 23 de agosto de 2003.

Los saldos que las entidades de crédito mantienen en cuentas corrientes en los BCN para cubrir la exigencia de reservas mínimas fluctuaron entre 89,1 mm de euros y 181,2 mm a lo largo del año, lo que muestra que siempre se dispuso de un considerable «colchón» frente a retiradas inesperadas de fondos (véase el panel superior del gráfico 28). A consecuencia, principalmente, del mecanismo de promedios del sistema de reservas mínimas, y teniendo en cuenta la baja frecuencia con la que se ejecutan las operaciones de mercado abierto, la volatilidad del EONIA continuó siendo reducida en el 2003, según criterios internacionales. La desviación típica de las variaciones diarias del EONIA fue de 14 puntos básicos, 2 puntos por encima de la observada durante el año anterior.

En cada período de mantenimiento del año 2003 se registraron, en promedio, 19 casos de incumplimiento de la obligación de mantener reservas mínimas, frente a los 28 casos observados en el 2002. El déficit medio diario ascendió a 6,7 millones de euros, frente a los 10,5 millones del año 2002. En el 58% de los casos se impusieron sanciones relativamente reducidas, inferiores a 500 euros. Sin embargo, también se produjeron siete infracciones bastante importantes, que se penalizaron con multas superiores a los 10.000 euros.

### REVISIÓN DEL MARCO OPERATIVO

En respuesta a algunas perturbaciones ocasionales registradas en el año anterior, el Consejo de Gobierno decidió modificar algunas características del marco operativo del Eurosistema, con efectos a partir de marzo del 2004, que se exponen a continuación:

- modificar el calendario de los períodos de mantenimiento de reservas, de modo que cada período empiece siempre el día de liquidación de la OPF siguiente a la reunión del Consejo de Gobierno en la que se evalúa la orientación de la política monetaria. Asimismo, como regla general, la aplicación de las variaciones de los tipos correspondientes a las facilidades permanentes coincidirá con el comienzo del nuevo período de mantenimiento de reservas;
- reducir el plazo de vencimiento de las OPF de dos semanas a una semana.

La combinación de ambas medidas contribuirá a eliminar las expectativas del mercado de variación de los tipos de interés durante un período de mantenimiento dado, puesto que las variaciones de los tipos de interés oficiales del BCE no se aplicarán, por regla general, hasta el siguiente período de mantenimiento de reservas, y la situación de liquidez de un período de mantenimiento de reservas no se trasladará al siguiente. En consecuencia, en un período de

5 A partir del 10 de marzo de 2004, el período de mantenimiento de reservas dejará de durar un mes natural, y variará su duración.

mantenimiento concreto, el tipo de interés de mercado a un día no debería volver a verse afectado por las expectativas de variación de los tipos. Así pues, a causa de la política de gestión de liquidez del BCE, que, en general, es neutral, el tipo de interés a un día tendría que mantenerse cercano al tipo mínimo de puja. Ello evitaría, finalmente, que consideraciones especulativas influyeran en el comportamiento de las entidades de crédito a la hora de demandar liquidez a través de las OPF. Estas medidas contribuirán a estabilizar las condiciones en las que se presentan las pujas.

Debido a los plazos técnicos y legales, se decidió que las modificaciones no entrarían en vigor hasta el 10 de marzo de 2004<sup>6</sup>. Para ayudar a que las entidades de crédito logren aplicar correctamente los cambios efectuados en el marco operativo de la política monetaria, se acordó ampliar el período transitorio de mantenimiento de reservas, del 24 de enero al 9 de marzo de 2004.

#### **ACTIVOS DE GARANTÍA ADMITIDOS EN LAS OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA**

Los Estatutos del SEBC exigen que todas las operaciones de crédito del Eurosistema estén cubiertas con activos de garantía adecuados. El sistema de activos de garantía está concebido para evitar que el Eurosistema incurra en pérdidas a consecuencia de sus operaciones de política monetaria y de sistemas de pago. (véase recuadro 7). También garantiza la igualdad de trato de las entidades de contrapartida y mejora la eficiencia operativa.

A fin de tener en cuenta las diferencias existentes en la estructura financiera de los países de la zona del euro, los activos aceptados como garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema incluyen un gran número de instrumentos distintos. Existen dos categorías de activos de garantía para estas operaciones de crédito, 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, salvo que no se espera que el Eurosistema utilice los activos

de la lista «dos» en las operaciones simples, que en la actualidad no se llevan a cabo. La lista «uno» incluye instrumentos de renta fija negociables que cumplen los criterios de selección uniformes especificados por el BCE. La lista «dos» consta de activos que son de especial importancia para los distintos mercados financieros y sistemas bancarios nacionales, y cuyos criterios de selección son establecidos por los BCN, de conformidad con los requisitos mínimos definidos por el BCE. Los activos de la lista «dos» pueden ser instrumentos de renta fija negociables y no negociables o acciones.

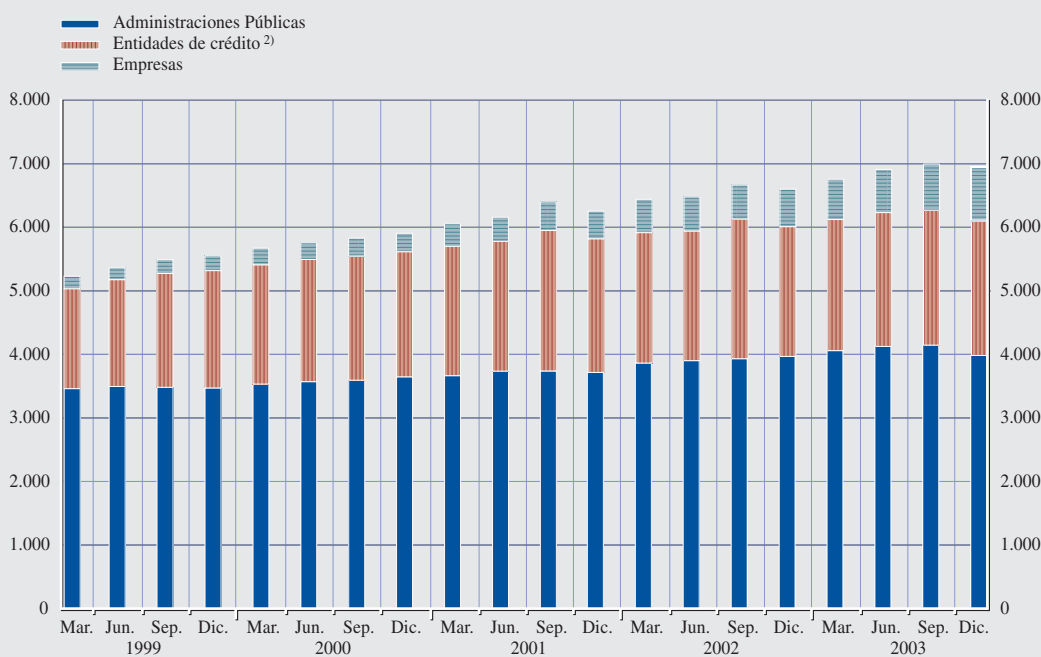
Una parte sustancial de los activos de la lista «uno» está compuesta por deuda pública emitida por las administraciones centrales, regionales y locales, y por valores tipo *Pfandbrief*, que titulizan hipotecas o deudas del sector público y que son emitidos por entidades de crédito. Tomados en su conjunto, la deuda pública y los valores tipo *Pfandbrief* representaron el 57% y el 31%, respectivamente, del total de activos de la lista «uno» a finales del 2003. Otros tipos de activos incluidos en la lista «uno» son valores del sector privado (es decir, bonos simples de entidades de crédito, obligaciones de empresa y bonos de titulación distintos de los valores tipo *Pfandbrief*) y valores emitidos por instituciones internacionales y supranacionales, que representaban menos del 2% a finales del 2003. En concreto, la cuantía de las obligaciones de empresa mantuvo una tendencia ascendente en el año.

Los activos de la lista «dos» incluyen instrumentos de renta fija negociables y no negociables, tales como préstamos bancarios, efectos comerciales y pagarés hipotecarios incluidos por algunos BCN en esta categoría.

<sup>6</sup> El 12 de septiembre de 2003 se adoptó un nuevo Reglamento (BCE/2003/9) sobre la aplicación de las reservas mínimas, DO L 250, de 2.10.2003, p. 10. A partir del 8 de marzo de 2004 se aplicará la versión revisada del documento titulado «La aplicación de la política monetaria en la zona del euro: Documentación general sobre los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del Eurosistema» (véase nota 1).

**Gráfico 29 Activos de garantía de la lista «uno» para las operaciones de crédito del Eurosistema<sup>1</sup>**

(datos de fin de mes; mm de euros)



Fuente: BCE.

1) Los valores emitidos por instituciones internacionales y supranacionales no están incluidos.

2) Esta categoría incluye valores tipo *Pfandbrief* y bonos simples de entidad de crédito.

El importe total de los activos de la lista «uno» admitidos como garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema fue de 7 billones de euros a finales del 2003, frente a los 6,6 billones de euros del año 2002. (véase gráfico 29). En conjunto, la proporción de activos de la lista «uno» en los activos admitidos fue abrumadora (96% a finales del 2003). El importe total de los activos negociables de la lista «dos» se mantuvo estable, situándose en 261 mm de euros a finales del 2003, frente a los 265 mm de euros del año anterior. No se dispone del importe absoluto de los activos no negociables incluidos en la lista «dos».

Todas las operaciones de crédito del Eurosistema se basan en los activos de garantía presentados por las entidades de contrapartida, bien en forma de transferencia de titularidad de los activos, con un sistema de identificación individual, o bien en forma de prenda constituida sobre los activos correspondientes, el denominado sistema de fondo común.

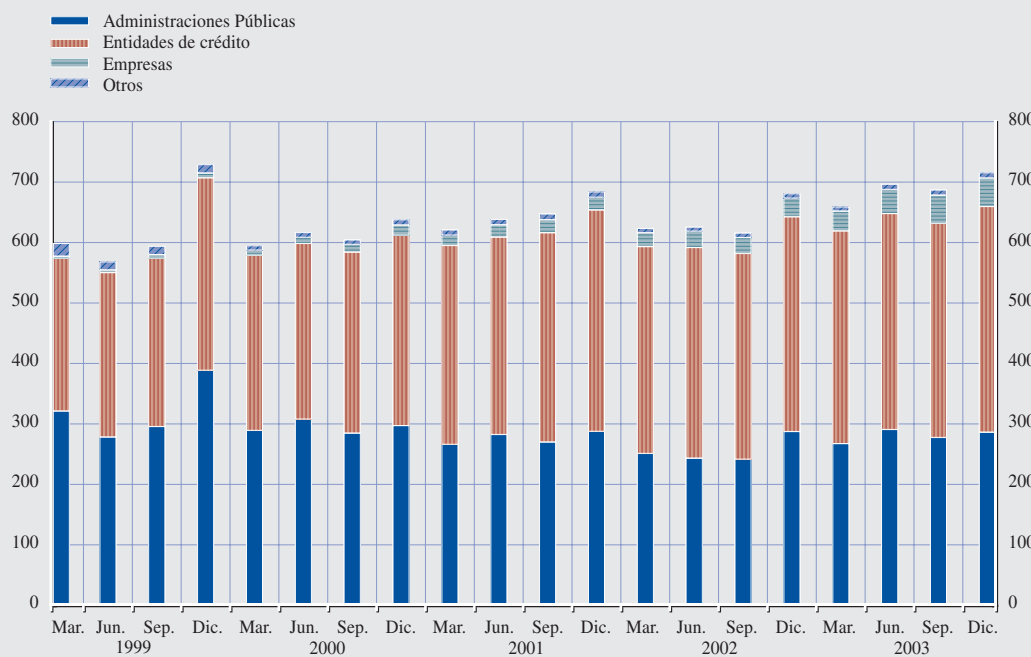
El importe total de los activos negociables presentados como garantía por las entidades de contrapartida en las operaciones de crédito del Eurosistema se situó en torno a 750 mm de euros a finales del 2003, frente a los poco más de 700 mm de euros a finales del 2002 (véase gráfico 30)<sup>7</sup>.

En conjunto, el porcentaje de instrumentos de renta fija emitidos por las entidades de crédito en el importe total de los activos negociables presentados a finales del 2003 se mantuvo estable en el 51%, frente al 52% de finales del año anterior. La deuda pública también fue muy estable, situándose en torno al 38%. En el porcentaje de las obligaciones de empresa se ha

7 El importe total de los activos depositados como garantía en el sistema de fondo común rondó los 650 mm de euros (a finales del 2003), frente a los 600 mm de euros, aproximadamente, de finales del 2002. Con respecto al sistema de identificación individual, en el que es posible identificar la operación concreta para la que se utiliza el activo de garantía, el importe total empleado por las entidades de contrapartida en las operaciones de crédito del Eurosistema (operaciones de política monetaria y necesidades de crédito intradía) fue de 107 mm de euros a finales del 2003, frente a los 115 mm de euros de finales del 2002.

### Gráfico 30 Uso de activos de garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema

(datos de fin de mes; mm de euros)



Fuente: BCE.

observado una tendencia creciente, del 4% de finales del 2002 al 6% de finales del 2003. El porcentaje de préstamos bancarios no negociables apenas ha variado en los últimos cinco años, situándose alrededor del 4% de todos los activos presentados como garantía.

Las entidades de contrapartida del Eurosistema pueden utilizar activos de garantía de forma transfronteriza, es decir, una entidad puede obtener financiación del BCN del país en el que esté radicada mediante el empleo de activos ubicados en otro país de la zona del euro. El porcentaje de activos de garantía transfronterizos en el total de activos presentados por las entidades de contrapartida para participar en las operaciones de crédito del Eurosistema siguió aumentando, pasando del 33% de finales del 2002 al 40% de finales del 2003. Este incremento afectó a todos los tipos de activos, pero especialmente a los emitidos por entidades de crédito y por empresas (para más detalles, véase la sección 2.3 del presente capítulo)

La gestión y publicación de la lista completa de activos aceptados 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 información al BCE sobre los activos admitidos en sus respectivos mercados nacionales. Se considera que los activos están admitidos para su uso en las operaciones de crédito del Eurosistema cuando figuran en la lista, actualizada diariamente y publicada en la dirección del BCE en Internet ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)). En el año 2003, el Eurosistema ha mejorado la calidad, la eficiencia y la fiabilidad del servicio prestado a sus entidades de contrapartida y también ha modificado el contenido de la lista de activos admitidos, proporcionando información adicional sobre el grupo de emisores y los tipos de activos, en línea con las nuevas medidas de control de riesgos aplicadas desde marzo del 2004 (véase recuadro 7).

## Recuadro 7

### GESTIÓN DE RIESGOS RELACIONADA CON LA CONCESIÓN DE CRÉDITO EN LAS OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA Y DE SISTEMAS DE PAGO

En las operaciones de política monetaria o de sistemas de pago, el Eurosistema, al efectuar una transacción con una entidad de contrapartida, incurre en el riesgo de que la citada entidad no pueda satisfacer sus obligaciones. Este riesgo de crédito se ve atenuado por la exigencia de que la entidad de contrapartida presente los activos adecuados para garantizar el crédito concedido.

El marco para gestionar el riesgo asociado a las operaciones mencionadas cuenta con tres componentes fundamentales: las medidas de control de riesgos de los activos de garantía, los principios de valoración y la evaluación del riesgo de crédito de los activos de garantía.

En el año 2003 se completó un nuevo esquema de recortes en el contexto de las medidas de control de riesgos de los activos de garantía. El nuevo esquema pretende diferenciar mejor entre los tipos de activos, en función de sus características percibidas de riesgo de liquidez. La clasificación de los activos de garantía por grupos de liquidez se sustenta en el examen de distintos indicadores de liquidez, tales como las diferencias de la curva de rendimientos entre los bonos emitidos por emisores con la misma calidad crediticia, la oferta efectiva y el tamaño medio de la emisión, así como en indicadores relacionados con el diferencial entre los tipos de oferta y de demanda. La clasificación de los emisores por categorías de liquidez queda reflejada, posteriormente, en el nivel de los controles de riesgo o recortes.

Los nuevos controles de riesgo de la lista «uno» se han venido aplicando desde marzo del 2004. Los principales cambios son los siguientes:

- Los activos de la lista «uno» se clasifican en cuatro categorías de liquidez, y a cada una de ellas se le asigna un recorte específico:

Categoría I	Categoría II	Categoría III	Categoría IV
Instrumentos de renta fija emitidos por las administraciones centrales	Instrumentos de renta fija emitidos por las administraciones regionales y locales	Emisiones de instrumentos de renta fija tipo <i>Pfandbrief</i>	Bonos de titulación
Instrumentos de renta fija emitidos por bancos centrales	Grandes emisiones de instrumentos de renta fija tipo <i>Pfandbrief</i>	Instrumentos de renta fija emitidos por entidades de crédito	
	Instrumentos de renta fija emitidos por institutos públicos de financiación	Instrumentos de renta fija emitidos por empresas y otros emisores	
	Instrumentos de renta fija emitidos por organismos supranacionales		

- Las divisiones por vida residual se han elegido de forma que se consiga una distribución uniforme del saldo vivo. Las nuevas divisiones van de 0 a 1 año, de 1 a 3 años, de 3 a 5 años, de 5 a 7 años, de 7 a 10 años y a más de 10 años. Se han dejado de aplicar los márgenes iniciales y se han reducido los umbrales del 1% al 0,5%. Para garantizar la coherencia entre los nuevos esquemas de recortes aplicables a los activos de garantía de la lista «uno» y los apli-



cables a la lista «dos», estos últimos también se han modificado teniendo en cuenta la eliminación de los márgenes iniciales y las nuevas divisiones por vida residual.

- Los recortes de valoración aplicados a los activos de la lista «dos» reflejan los riesgos asociados a estos activos y son, al menos, tan severos como los recortes aplicados a los activos de la lista «uno». Se han mantenido cuatro grupos de recortes distintos para los activos de la lista «dos», que reflejan las diferencias tanto en sus características intrínsecas como en la liquidez: acciones, instrumentos de renta fija negociables con liquidez limitada, instrumentos de renta fija con liquidez reducida y características especiales e instrumentos de renta fija no negociables.

### LA LISTA ÚNICA DE ACTIVOS DE GARANTÍA

Durante los cinco primeros años de la tercera fase de la UEM, las entidades de contrapartida han dispuesto de importantes volúmenes de activos de distinto tipo para garantizar las operaciones de política monetaria y de crédito intradía del Eurosistema. Sin embargo, la heterogeneidad de los activos incluidos en la lista «dos» de los distintos BCN de la zona del euro podría no asegurar la igualdad de trato entre las entidades de contrapartida y podría, de alguna manera, disminuir la transparencia del sistema de activos de garantía. Por ello, el Eurosistema está estudiando la posibilidad de reducir la heterogeneidad y el modo de hacerlo, así como las condiciones en las que las dos listas de activos podrían agruparse en una lista única. En junio del 2003, el Eurosistema inició una consulta pública en la que se invitaba a los participantes en el mercado a expresar sus opiniones acerca de los posibles cambios en el sistema de activos de garantía del Eurosistema. La idea básica planteada a los participantes en el mercado fue la de pasar gradualmente de un sistema de dos listas a una lista única. Los activos incluidos en la lista «uno» ya aceptados como garantía por el Eurosistema formarían parte de la lista única. Se revisaron las categorías principales de activos admitidos actualmente en la lista «dos», con vistas a su posible inclusión en la lista mencionada. Además, se examinó la posibilidad de crear una nueva categoría de activos, a saber, instrumentos de renta fija denominados en euros emitidos en el Espacio Económico Europeo (EEE) por emisores

establecidos en países del G-10 no pertenecientes al EEE.

Se recibieron respuestas de bancos a título individual, asociaciones de participantes en el mercado y de algunas asociaciones bancarias nacionales y supranacionales. Casi todas las respuestas respaldaban la propuesta de sustituir el sistema de dos listas por una lista única de activos admitidos. El apoyo a la reforma se basaba, fundamentalmente, en el deseo de establecer un sistema de activos de garantía armonizado en el que las entidades de contrapartida recibieran un trato más equitativo. Los participantes en el mercado argumentaron que la nueva política en materia de activos de garantía debería favorecer una mayor disponibilidad de activos admitidos, debido al uso creciente de activos de garantía en el mercado, como por ejemplo, en los mercados de préstamos garantizados y de repos, y en el sistema *Continuous Linked Settlement* (CLS). Algunos participantes destacaron la necesidad de que se admitieran en la zona del euro todas las categorías de activos que actualmente sólo son aceptadas en la lista «dos» por algunos BCN. En algunas respuestas también se mencionaron nuevas categorías de activos que serían bien acogidas como garantía, tales como activos «exteriores» e instrumentos de renta fija denominados en divisas.

El Eurosistema es consciente de que la revisión del sistema de activos de garantía, siempre y cuando se decida, exigirá una aplicación gra-

dual a lo largo de una serie de años, que será necesaria a consecuencia de la adaptación que requerirán los sistemas y procedimientos operativos, tanto de los bancos centrales del Euro-sistema como de las entidades de contrapartida, así como de las modificaciones legislativas que habrá que realizar en algunos países.

### GRUPOS DE CONTACTO CON EL MERCADO

El BCE continuó utilizando el Grupo de Contacto con el Mercado Monetario y el Grupo de Contacto con el Mercado de Divisas, establecidos ambos en 1999, así como el Grupo de Gestores de Operaciones, establecido en el 2002, como foros para debatir con los participantes en el mercado la evolución del mercado, los asuntos estructurales que afectan a los mercados y las prácticas de negociación, así como cuestiones operativas relacionadas con el mercado monetario y con la liquidación de las operaciones en divisas. Entre los asuntos que se debatieron en el Grupo de Contacto con el Mercado Monetario en el año 2003 se incluyen aquellas relacionadas con el examen efectuado en el 2002 del mercado monetario de la zona del euro, del mercado europeo de repos, de la iniciativa de ACI relativa al proyecto STEP (*Short-term European Paper*) (vease sección 3 del capítulo 3) y de las consultas del BCE sobre el sistema de activos de garantía del Euro-sistema. En el año 2003, se discutieron en el Grupo de Contacto con el Mercado de Divisas asuntos tales como los progresos del recién creado CLS, la situación del comercio electrónico y el posible estudio de las prácticas de mercado.

### 1.2 OPERACIONES EN DIVISAS

En el año 2003, el BCE no efectuó ninguna intervención en el mercado de divisas.

El acuerdo existente entre el BCE y el FMI, firmado en abril del 2001, para facilitar que el FMI inicie, por cuenta del BCE, operaciones de derechos especiales de giro (DEG) con otros tenedores de DEG se activó en una ocasión en el año 2003.

### 1.3 ACTIVIDADES DE INVERSIÓN

#### 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 del BCE. Sin perjuicio de estas limitaciones, los activos de reserva del BCE se gestionan buscando maximizar su rentabilidad. Se han establecido una serie de normas y procedimientos – conocidos como la muralla china – para impedir que información privilegiada, procedente, por ejemplo, de las áreas a las que corresponde la puesta en práctica de la política monetaria, alcance las áreas cuya responsabilidad es la gestión de las reservas exteriores y de la cartera de recursos propios del BCE.

A finales del 2003, los activos exteriores netos del BCE ascendían a 38,3 mm de euros, frente a los 43,2 mm de euros de finales del 2002. Esta variación es atribuible a la renta de intereses devengada por las reservas exteriores y a los cambios en el valor de mercado de los activos incluidos en la cartera, como resultado de la depreciación del dólar estadounidense. El BCE puede solicitar 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<sup>8</sup>.

Las reservas exteriores del BCE se componen, principalmente, de dólares estadounidenses, pero también de yenes japoneses, oro y derechos especiales de giro. La distribución por monedas, definida por el Consejo de Gobierno, se basa en estudios sobre la asignación óptima de las monedas y en las posibles necesidades

<sup>8</sup> Reglamento (CE) n° 1010/2000 del Consejo, de 8 de mayo de 2000, relativo a las solicitudes efectuadas por el BCE de más activos exteriores de reserva (DO L 115, de 16.5.2000, p. 2).

operativas, y el Consejo de Gobierno puede modificarla cuando lo considere adecuado. 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, renovado el 8 de marzo de 2004.

### **GESTIÓN DE LOS RECURSOS PROPIOS**

El capital suscrito y el fondo general de reserva del BCE constituyen la base de la cartera de recursos propios del BCE. El fin de esta cartera es proporcionar a esta institución un fondo de reserva para hacer frente a posibles pérdidas. El objetivo de la gestión de esta cartera es generar una renta que supere, en el largo plazo, el tipo de interés medio de las operaciones principales de financiación del BCE.

A finales del 2003, la cartera de recursos propios del BCE ascendía a 5,9 mm de euros, frente a los 5,6 mm de euros a finales del 2002. Esta variación es atribuible a la renta de intereses devengada por las reservas exteriores y a los cambios en el valor de mercado de los activos incluidos en la cartera. En el 2003 se examinaron nuevas y posibles oportunidades de diversificación, a fin de mejorar la rentabilidad de la cartera de recursos propios.

### **GESTIÓN DE RIESGOS**

El BCE cuenta con un sistema de gestión de riesgos que mide, vigila e informa de todos los riesgos asociados a las operaciones financieras en las que interviene directamente esta institución o los 12 BCN del Eurosistema por cuenta del BCE. Este sistema de gestión de riesgos relacionado con la gestión de los activos exteriores de reserva y de los recursos propios del BCE tiene tres componentes clave que están interrelacionados: (i) medida de la gestión de riesgos y cumplimiento, (ii) análisis e información del comportamiento de la inversión, y (iii) marco analítico para la asignación de activos.

La exposición del BCE a los riesgos de mercado, de crédito y de liquidez se mide diariamente, comprobándose si cumple los límites acordados. En el 2003 no se registraron incumplimien-

tos graves. El seguimiento del cumplimiento de los límites se centró de forma creciente en garantizar el perfil de liquidez de la inversión apropiado. Los límites de liquidez de los activos exteriores de reserva del BCE se introdujeron formalmente para que se mantuviera el importe adecuado de activos en efectivo o en valores muy líquidos. Existen procedimientos claros para informar de cualquier incumplimiento de éstos u otros límites, así como para subsanarlo. En el año 2003 se mejoraron los procedimientos para verificar la exactitud de los precios de mercado diarios, en concreto, de los precios de los valores registrados diariamente y utilizados con fines de valoración.

La medida y el análisis de los resultados de todas las carteras de inversión constituyen una parte importante de la gestión de riesgos. El actual sistema cuenta con 24 carteras independientes solamente para la gestión de los activos exteriores de reserva del BCE, puesto que cada uno de los BCN de la zona del euro gestiona dos de estas carteras. En el año 2003 se siguieron desarrollando técnicas de identificación de las fuentes de los resultados de las carteras en relación con las referencias para la inversión establecidas por el BCE, para proporcionar información a los gestores de carteras. La agregación de estos datos a lo largo de períodos más dilatados permite extraer conclusiones más detalladas. Este análisis de los resultados totales, así como de los resultados relativos de las carteras, frente a la referencia pertinente también puede ser útil para los órganos rectores a la hora de decidir acerca de cualquier modificación del marco general de inversión.

La asignación de activos es el procedimiento de distribución de la inversión entre los distintos tipos de activos para optimizar, en función de los objetivos de la institución, la relación entre riesgo y rentabilidad. El factor clave que influye en los resultados de las carteras de inversión es la asignación de activos de las referencias estratégicas del BCE, pensadas para indicar las combinaciones entre riesgo y rentabilidad a largo plazo del BCE. En el año 2003, el BCE desarrolló un modelo econo-

métrico con el fin de obtener la rentabilidad esperada para la fijación de las referencias. Además, para mejorar la solidez del análisis, se utilizaron diversas técnicas de optimización.

## 2 SISTEMAS DE PAGO Y DE LIQUIDACIÓN DE VALORES

Facilitar mecanismos para la liquidación de pagos o valores es uno de los principales instrumentos utilizados por el Eurosistema para cumplir su función de promover el buen funcionamiento de los sistemas de pago. Para cumplir con esta función estatutaria, el Eurosistema creó TARGET<sup>9</sup>, un sistema de liquidación bruta en tiempo real (SLBTR) para la transferencia de grandes pagos en euros. Los pagos realizados a través de TARGET se liquidan en dinero del banco central, lo que reduce sensiblemente el riesgo de fallos con consecuencias sistémicas críticas para la totalidad del sistema financiero. En los dos últimos años se han introducido mejoras en TARGET y se han iniciado los preparativos para desarrollar un sistema de segunda generación, que se denominará TARGET2.

Respecto a la liquidación de valores, el Eurosistema y el mercado proporcionan varios sistemas que facilitan el uso transnacional de garantías, cuya utilización va creciendo a medida que aumenta la integración de los mercados de la UE.

### 2.1 EL SISTEMA TARGET

El sistema TARGET actual está integrado por los quince sistemas de pago nacionales de la UE, el mecanismo de pagos del BCE y un mecanismo de interconexión que permite procesar los pagos transfronterizos. Durante el año 2003, TARGET siguió contribuyendo a la integración del mercado monetario de la zona del euro y, al ser el sistema a través del cual se procesan las operaciones de crédito del Eurosistema, continuó desempeñando un papel importante en la correcta implantación de la política monetaria única. Además, se procesan otra serie de pagos a través de TARGET, debido a su extensa cobertura de mercado y a que ofrece un servicio de liquidación en tiempo real en dinero del banco central.

A lo largo del 2003, TARGET mantuvo un funcionamiento fluido y satisfactorio y continuó con su tendencia creciente de procesar grandes

pagos en euros, en línea con el objetivo del Eurosistema de promover la liquidación en dinero del banco central. En el 2003, el 87% del importe total de los grandes pagos en euros fue procesado a través de TARGET. Este sistema puede utilizarse para cualquier transferencia en euros que se realice entre entidades de crédito de un mismo Estado miembro de la UE (pagos dentro de los Estados miembros) o de distintos Estados miembros (pagos entre Estados miembros), incluidos aquéllos que aún no han adoptado el euro. En el 2003, TARGET contó con 3.351 participantes y 43.450 oficinas bancarias de todo el mundo fueron accesibles a través de este sistema.

#### OPERATIVA

En el 2003, la media diaria de órdenes de pago procesadas por TARGET ascendió a 261.208, por un importe total de 1.650 mm de euros, lo que representó un aumento respecto al 2002 del 3% en términos de número de operaciones y del 6% en términos de importes.

En el año 2003, los pagos entre Estados miembros representaron el 23% del número de operaciones procesadas por TARGET y un 33% del valor de las mismas, frente a un 21% y un 31%, respectivamente, del 2002. Del total de pagos entre Estados miembros, un 52% de ellos fueron pagos interbancarios, lo que supuso un 95% del importe total, siendo los demás pagos entre clientes. El importe medio de un pago interbancario entre Estados miembros fue de 17 millones de euros, mientras que en el caso de pagos de clientes fue de 0,8 millones de euros. Para más información, véase el cuadro 12.

En el 2003, la disponibilidad general de TARGET, es decir, la posibilidad para los participantes de utilizar TARGET sin incidencias durante el horario de funcionamiento del sistema, alcanzó el 99,79%. Durante este año el sistema de información denominado TARGET Informa-

<sup>9</sup> TARGET son las siglas en inglés de «Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer» (sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real).

**Cuadro 12 Flujos de pagos en TARGET <sup>1)</sup>**

Número de operaciones	2002	2003	Variación (%)
<b>Pagos totales</b>			
Total	64.519.000	66.608.000	3
Media diaria	253.016	261.208	3
<b>Pagos dentro de los Estados miembros</b>			
Total	50.785.315	51.354.924	1
Media diaria	199.158	201.392	1
<b>Pagos entre Estados miembros</b>			
Total	13.733.685	15.253.076	11
Media diaria	53.858	59.816	11
Importe (mm de euros)	2002	2003	Variación (%)
<b>Pagos totales</b>			
Total	395.635	420.749	6
Media diaria	1.552	1.650	6
<b>Pagos dentro de los Estados miembros</b>			
Total	271.914	283.871	4
Media diaria	1.066	1.113	4
<b>Pagos entre Estados miembros</b>			
Total	123.721	136.878	11
Media diaria	485	537	11

Fuente: BCE.  
1) Los días operativos en el 2002 y 2003 fueron 255.

tion System se perfeccionó con objeto de facilitar información más detallada y puntual a los usuarios de TARGET en caso de incidencia.

### MEDIDAS PARA LOS PAGOS SISTÉMICAMENTE IMPORTANTES PROCESADOS POR TARGET

Para garantizar el buen funcionamiento del sistema, ante el papel que desempeña TARGET en el mercado y a la amplia cobertura que ofrece, es fundamental proporcionar un nivel adecuado de protección frente a posibles riesgos y adoptar las oportunas medidas de seguridad. Desde la fase de desarrollo del sistema TARGET se ha venido aplicando una metodología de evaluación de las situaciones de riesgo. En el 2003, tras revisarse sustancialmente el proceso de gestión de riesgos existente, se adoptó el nuevo marco de gestión de riesgos de TARGET, elaborado de conformidad con los estándares internacionales.

En presencia de condiciones irregulares, es de vital importancia que los pagos sistémicamente

importantes, es decir, aquellos que podrían originar un riesgo sistémico si no se procesaran inmediatamente, se efectúen sin demora. Para garantizar esto, en el 2003 se perfeccionaron los planes de contingencia previstos y se realizaron pruebas entre bancos centrales, en las que, a veces, participaron entidades de crédito, para comprobar la operatividad e interoperatividad de todas estas medidas a lo largo del proceso de pagos de TARGET. En consecuencia, el Eurosistema se encuentra ahora mejor preparado para asegurar que los sistemas de pago y los mercados financieros sigan funcionando correctamente aunque aparezca una situación de crisis.

### OTROS CAMBIOS

Los cambios en la red de comunicaciones de SWIFT, tales como la migración SWIFTNet FIN, son obligatorios para todos los usuarios. Dentro de este contexto, los componentes de TARGET pueden efectuar las modificaciones pertinentes siguiendo su propio ritmo, siempre que el cambio haya concluido a finales del 2004.

### LIQUIDACIÓN DE LOS CICLOS NOCTURNOS

En el 2003, el Eurosistema respondió a una iniciativa del mercado en el ámbito de los sistemas de liquidación de valores (SLV), que solicitaba la liquidación de las transferencias de instrumentos financieros después de la hora de cierre de TARGET, lo que se ha denominado ciclo de liquidación nocturno. En estos ciclos, los operadores de SLV adelantan al día anterior algunas de las operaciones con vencimiento el día hábil siguiente, y que tendrán como fecha valor, por tanto, dicho día de vencimiento. Este procedimiento tiene la ventaja de que los participantes en los SLV pueden conocer con seguridad sus posiciones reales, tanto en efectivo como en valores, al comienzo del día en que van a llevarse a cabo las liquidaciones de sus operaciones y así, pueden operar más eficazmente.

En estos ciclos de liquidación nocturnos, ante una demanda específica del mercado, el Consejo de Gobierno ha adoptado un modelo que realiza la liquidación transfronteriza de la parte de efectivo de los miembros establecidos fuera

del país del sistema en dinero del banco central. La aplicación del modelo es de carácter voluntario por parte de los BCN interesados, y se basa en garantías bilaterales constituidas entre los bancos centrales de la zona del euro, donde intervienen el BCN del país en el que el sistema está ubicado y los BCN de los receptores de los pagos establecidos fuera de ese país. Las garantías bilaterales entre BCN permiten a los ordenantes de un pago utilizar los saldos de las cuentas de su banco central de origen para la liquidación nocturna en un SLV situado fuera de su país de origen.

#### **RELACIONES CON LOS USUARIOS DE TARGET Y LOS OPERADORES DE SLBTR DE OTRAS ÁREAS MONETARIAS**

El SEBC mantiene una estrecha relación con los usuarios de TARGET, para conocer y tener en cuenta sus necesidades. Al igual que en años anteriores, en el 2003 se celebraron reuniones periódicas entre los bancos centrales de la UE y los grupos de usuarios nacionales de TARGET. Asimismo, tuvieron lugar reuniones conjuntas del Grupo de Trabajo de Gestión de TARGET, del SEBC y del Grupo de Trabajo de TARGET, del sector bancario europeo, en las que se debatieron cuestiones relacionadas con la operativa de TARGET, mientras que en el Grupo de Contacto sobre Estrategia de Pagos en Euros, foro en el que están representados los directivos de los bancos centrales y de entidades de crédito, se abordaron cuestiones de estrategia.

En su calidad de operador de uno de los mayores SLBTR del mundo, el Eurosistema está en estrecho contacto con los operadores de SLBTR de otras áreas monetarias. El desarrollo de las interrelaciones entre los distintos sistemas y, en particular, las relacionadas con las operaciones realizadas a través del sistema *Continuous Linked Settlement* (CLS), hace que sea necesario un debate común sobre cuestiones operativas.

## **2.2 TARGET2**

La estructura actual de TARGET fue adoptada en 1994 y se basó en unos principios de armo-

nización e interconexión mínimas de las infraestructuras existentes en aquel momento para garantizar que el sistema estuviese operativo desde el inicio de la UEM. Sin embargo, la creciente integración financiera de la zona del euro y las necesidades cada vez más similares de los usuarios de TARGET han puesto de manifiesto la necesidad de mejorar el sistema.

El 24 de octubre de 2002, el Consejo de Gobierno definió los principios en los que se basará TARGET2. El nuevo sistema deberá (i) proporcionar un nivel de servicio altamente armonizado, (ii) aplicar a los servicios armonizados una estructura única de precios y (iii) garantizar la eficiencia en términos de coste. Al mismo tiempo, cada BCN seguirá siendo responsable en su respectivo Estado miembro de las cuentas de las entidades de crédito y de las relaciones con dichas entidades. Por lo que se refiere a la infraestructura técnica de TARGET2, los bancos centrales podrán compartir una plataforma única, a través de la cual facilitarán los servicios de SLBTR que ofrecen a sus entidades de crédito.

Los preparativos del proyecto de TARGET2 se dividen en tres fases principales: la fase previa al proyecto, la fase de proyecto y la fase de prueba y comprobación. El año 2003 se dedicó a la fase previa, en la que debieron acometerse tres líneas principales de trabajo antes de poder iniciar la labor de desarrollo técnico en el transcurso del 2004. La primera consiste en la definición de las características y funciones básicas de TARGET2 (servicios de proceso y liquidación de pagos, interfaces, gestión de la liquidez, servicios de información, continuidad de procesos y seguridad). La segunda, relativa a precios y costes, se centra fundamentalmente en establecer una metodología común de costes para TARGET2. La tercera aborda las cuestiones relacionadas con la plataforma compartida única.

Como primer paso para definir las características y funciones básicas de TARGET2, el Eurosistema realizó en diciembre del 2002 una consulta pública destinada a recoger las opiniones



de los usuarios de TARGET sobre el enfoque a elegir para TARGET2 y sobre el nivel de sus servicios<sup>10</sup>. El 14 de julio de 2003, el BCE publicó en su dirección de Internet un resumen de los comentarios recibidos así como las propias respuestas individuales<sup>11</sup>. Todos los comentarios reflejaron una acogida favorable de la iniciativa del Eurosistema de mejorar la funcionalidad y el comportamiento de TARGET y el sector bancario puso de relieve la importancia de que los usuarios participasen en el proyecto TARGET2.

Las respuestas a la consulta pública han servido como base para determinar las características y funciones de TARGET2 y, a lo largo del proyecto, el SEBC seguirá consultando a la comunidad bancaria. Los preparativos actuales se centran en garantizar el pleno cumplimiento del futuro sistema TARGET2 con los Principios Básicos para los Sistemas de Pago Sistemáticamente Importantes<sup>12</sup>, que fueron adoptados por el Consejo de Gobierno como estándares mínimos.

La segunda línea de trabajo tiene por objeto establecer una metodología común de costes para TARGET2, que todos los bancos centrales habrán de aplicar. Esta metodología servirá como base para determinar la estructura única de precios de TARGET2, además de utilizarse también para comprobar el cumplimiento del requisito de recuperación de costes.

En cuanto a la tercera línea de trabajo, que aborda las cuestiones relacionadas con la plataforma compartida única, el BCE ha coordinado los debates entre los bancos centrales interesados en participar en dicha plataforma. El Eurosistema ha empezado a estudiar la estructura de gobierno y la financiación de la citada plataforma. La Banca d'Italia, la Banque de France y el Deutsche Bundesbank han puesto en marcha una iniciativa conjunta para el desarrollo de la plataforma compartida única.

Además de estas tres líneas de trabajo, en el 2004 será preciso organizar de manera eficaz la labor de desarrollo técnico que habrá de lle-

varse a cabo en la fase de proyecto y establecer el nivel adecuado de participación y de control por parte de los bancos centrales que tienen intención de integrarse en la plataforma compartida única. Los preparativos del SEBC contemplan la puesta en funcionamiento de TARGET2 el 2 de enero de 2007. Un plazo tan ajustado obligará a realizar un análisis de viabilidad en una etapa posterior de la fase previa al proyecto.

### 2.3 USO TRANSFRONTERIZO DE LOS ACTIVOS DE GARANTÍA

Para todas las operaciones de crédito del Eurosistema pueden utilizarse activos de garantía de forma transfronteriza a través del modelo de corresponsalía entre bancos centrales (MCBC) o de enlaces admitidos entre los SLV de la UE. El MCBC es un servicio prestado por el Eurosistema, mientras que los enlaces admitidos son una solución del mercado.

Los activos de garantía transfronterizos mantenidos por el Eurosistema se elevaron de 234 mm de euros en diciembre del 2002 a 305 mm de euros en diciembre del 2003. En conjunto, a finales del 2003, los activos de garantía transfronterizos representaban el 40% de los activos de garantía totales entregados al Eurosistema, siendo esa una clara señal de la creciente integración de los mercados financieros de la zona del euro. Como resultado de este proceso, las entidades de contrapartida se inclinan cada vez más por mantener en sus carteras activos situados en otro país de la zona del euro.

### MODELO DE CORRESPONSALÍA ENTRE BANCOS CENTRALES

El MCBC, que ha sido perfeccionado, sigue siendo el principal mecanismo de transferencia transfronteriza de activos de garantía. Las enti-

10 «TARGET2: principios y estructura», BCE, diciembre 2002.

11 «Resumen de los comentarios recibidos sobre el documento titulado TARGET2: principios y estructura», BCE, julio 2003.

12 Informe del Comité de Sistemas de Pago y de Liquidación titulado «Principios Básicos para los Sistemas de Pago Sistemáticamente Importantes», BPI, enero 2001.

## Recuadro 8

### **PRÁCTICAS ÓPTIMAS PARA LOS PARTICIPANTES EN EL MERCADO QUE TOMAN PARTE EN OPERACIONES REALIZADAS A TRAVÉS DEL MCBC, ACORDADAS POR LA FEDERACIÓN BANCARIA EUROPEA, EL GRUPO EUROPEO DE CAJAS DE AHORRO Y LA ASOCIACIÓN EUROPEA DE COOPERATIVAS DE CRÉDITO**

1. Los custodios se asegurarán de que sus clientes estén informados de las normas y procedimientos que aplican a las órdenes presentadas a través del MCBC. Estas normas y procedimientos se basarán, en lo posible, en las prácticas imperantes en los mercados locales oficiales. Los clientes deberán acatar estas normas y procedimientos para garantizar el procesamiento rápido y eficiente de sus órdenes.
2. El procesamiento de las órdenes en el MCBC deberá realizarse, siempre que sea posible, mediante procedimientos automatizados. A este respecto, se utilizarán, en la medida de lo posible, canales de comunicación electrónicos entre los custodios y sus clientes, y las órdenes se basarán en las normas ISO 15022.
3. En circunstancias normales, los custodios tratarán de que las órdenes de sus clientes enviadas a través del MCBC lleguen al SLV local en un plazo de 30 minutos a partir del momento de su recepción, siempre que las órdenes sean correctas y estén completas y que el cliente disponga de los valores a entregar.
4. El plazo límite para que los custodios procesen en el día las órdenes de sus clientes que deban tramitarse a través del MCBC será de 30 minutos antes del cierre de operaciones del SLV local (los cuadros por países, que se actualizan periódicamente, pueden consultarse en la dirección del BCE en Internet, [www.ecb.int](http://www.ecb.int)). No obstante, como buena práctica se insta a los clientes a presentar sus órdenes con antelación suficiente al cierre de operaciones del custodio, para evitar que se produzcan líneas de espera de órdenes y para que éste tenga tiempo de actuar si se detectan errores o surgen problemas imprevistos.
5. Los participantes en el mercado se asegurarán de que la información esté a disposición de sus clientes, con el fin de que puedan realizar un seguimiento de las órdenes que han comunicado a través del MCBC.
6. En caso necesario, los custodios llegarán a un acuerdo con sus clientes para resolver cuestiones relativas al reconocimiento y la prioridad de las órdenes relacionadas con el MCBC. Las soluciones deberán basarse, en su caso, en las normas ISO 15022.
7. Los custodios harán lo posible por informar a sus clientes de los problemas que surjan en relación con la liquidación en un plazo de 15 minutos a partir del momento en que se detecten, siempre que dispongan de un modo de reconocer las órdenes presentadas a través del MCBC.

dades de contrapartida del Eurosistema pueden utilizar activos de garantía de forma transfronteriza, es decir, pueden obtener crédito del BCN del país en el que están radicadas con la garantía de activos situados en otro país de la zona del euro<sup>13</sup>. El 34% de los activos totales

entregados al Eurosistema se transfirió a través del MCBC y los activos de garantía mantenidos

<sup>13</sup> Para más información, véase el capítulo 6.6.1 de «La aplicación de la política monetaria en la zona del euro: Documentación general sobre los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del Eurosistema», BCE, febrero 2004.

en custodia a través de dicho mecanismo aumentaron de 195 mm de euros, a finales del 2002, a 259 mm de euros, a finales del 2003.

Con el fin de mejorar el nivel de servicios prestados por el MCBC, a finales del 2002 el Consejo de Gobierno decidió que, a partir de enero del 2004, los BCN deberían ejecutar sus procedimientos internos en un tiempo máximo de una hora, siempre que las entidades de contrapartida y sus custodios presenten sus órdenes correctamente, aunque se tolerarán desviaciones con respecto a este tiempo máximo en determinadas circunstancias, como por ejemplo, en momentos de máxima actividad.

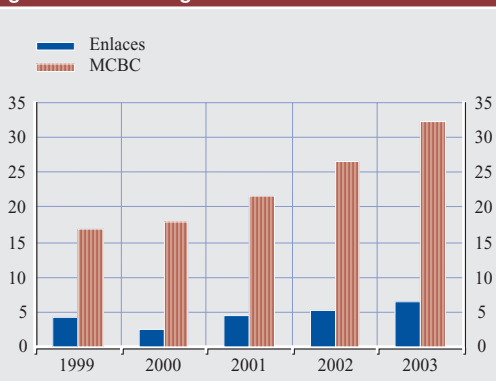
Dado que, con frecuencia, los bancos custodios desempeñan un papel importante en la cadena de procesamiento del MCBC al entregar los activos de garantía en nombre de la entidad de contrapartida, las principales asociaciones europeas del sector crediticio (la Federación Bancaria Europea, el Grupo Europeo de Cajas de Ahorro y la Asociación Europea de Cooperativas de Crédito) han establecido unas «prácticas óptimas» para los bancos custodios que participen en operaciones realizadas a través del MCBC, que proporcionan a los participantes en el mercado directrices para optimizar la eficiencia del modelo de corresponsalía. Las prácticas óptimas, que se presentan en el recuadro 8, han entrado en vigor en enero del 2004.

### ENLACES ADMITIDOS ENTRE SISTEMAS NACIONALES DE LIQUIDACIÓN DE VALORES

Los SLV nacionales pueden interconectarse a través de acuerdos contractuales y mecanismos operativos que permitan la transferencia transfronteriza de activos entre sistemas<sup>14</sup>. Una vez transferidos a otro SLV a través de estos enlaces, los valores se pueden utilizar a través de los procedimientos locales de la misma manera que cualquier activo nacional. En la actualidad, las entidades de contrapartida disponen de 66 enlaces, disponibles sólo en parte de la zona del euro, de los cuales únicamente un número limitado se usan activamente. No se han presentado nuevos enlaces para su evaluación en el 2003. Los activos en garantía mantenidos a

través de enlaces se incrementaron de 38 mm de euros, en diciembre del 2002, a 46 mm de euros, en diciembre del 2003. Así, no representaron más del 6% de los activos de garantía totales, transfronterizos y nacionales, mantenidos por el Eurosistema.

**Gráfico 3 | Activos transfronterizos en porcentaje del total de los activos de garantía entregados al Eurosistema**



Fuente: BCE.

<sup>14</sup> Para más información, véase el capítulo 6.6.2 de «La aplicación de la política monetaria en la zona del euro: Documentación general sobre los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del Eurosistema», BCE, febrero 2004.

## 3 BILLETES Y MONEDAS

### 3.1 CIRCULACIÓN DE LOS BILLETES Y MONEDAS Y MANEJO DEL EFECTIVO

#### DEMANDA DE BILLETES Y MONEDAS EN EUROS

El pronunciado aumento de los billetes en circulación observado a lo largo del 2002, tras el período inicial de transición al euro, prosiguió en el 2003, año en el que el importe de los billetes en circulación se elevó un 21,7%, pasando de 358,5 mm de euros a 436,2 mm de euros. Únicamente en el mes de enero el importe de los billetes en circulación descendió marcadamente, un 5,3%, en comparación con diciembre del 2002, debido a la reducción de las necesidades de efectivo de los agentes económicos al inicio del año, de acuerdo con el ciclo anual normal. En febrero, el importe de los billetes en circulación volvió a recuperar un ritmo de crecimiento constante, manteniendo una media mensual cercana al 2,1% durante el resto del año. El aumento de la demanda de billetes fue resultado de su uso creciente como depósito de valor y como moneda paralela en países no pertenecientes a la zona del euro. Los análisis estadísticos han revelado que, a finales de diciembre del 2003, cerca del 9% del valor de los billetes en circulación estuvo en manos de no residentes en la zona del euro.

El número de billetes en circulación creció también sensiblemente, un 10,1%, en el 2003. Tras experimentar una caída en enero del 8,6%,

desde 8.200 millones a 7.500 millones de billetes, el número de billetes fue creciendo moderadamente en el resto de los meses, registrando unos máximos estacionales en verano y hacia finales de año, en el que se alcanzó la cifra de 9.000 millones de billetes. La evolución del importe de los billetes nacionales y de los billetes en euros en circulación entre los años 2000 y 2003. El gráfico 33 presenta la evolución del número de billetes, en los años 2002 y 2003.

Como puede apreciarse en el gráfico 34, en el 2003 no se produjeron cambios significativos en cuanto a las denominaciones de los billetes. Una observación más atenta de las tasas de crecimiento interanuales de las distintas denominaciones pone de relieve el fuerte crecimiento de los billetes de alta denominación en circulación, en particular de los de 500 euros, que pasaron de 167 millones, en el 2002, a 238 millones, en el 2003, lo que supuso una tasa de crecimiento interanual del 42,5%. El número de billetes de 50, 100 y 200 euros en circulación se incrementó también notablemente, con un crecimiento interanual del 19%, 20,3% y 12,1%, respectivamente, mientras que los billetes de 5, 10 y 20 euros registraron un aumento moderado, del 2,3%, 2,5% y 4%, respectivamente.

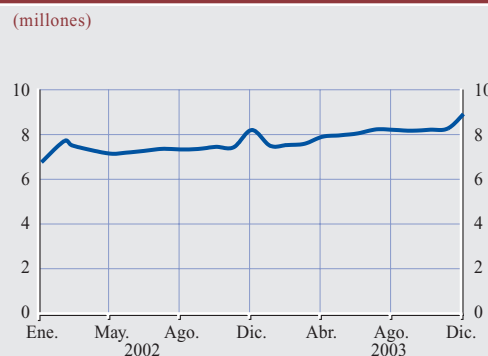
A partir de enero del 2003 se observó en todos los países de la zona del euro un crecimiento sostenido, del 13,7%, de la demanda de mone-

**Gráfico 32** Importe total de los billetes en circulación entre los años 2000 y 2003



Fuente: BCE.

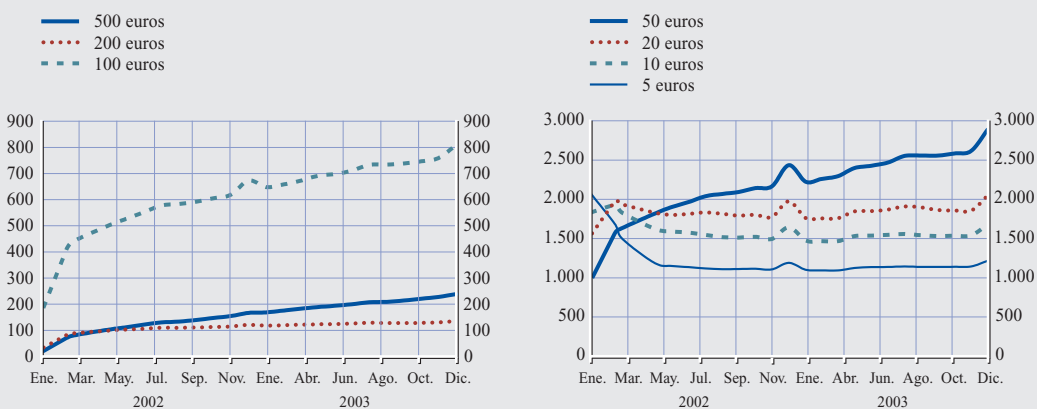
**Gráfico 33** Número total de billetes en circulación en los años 2002 y 2003



Fuente: BCE.

**Gráfico 34 Número de billetes en euros en circulación en los años 2002 y 2003**

(millones)



Fuente: BCE.

das en euros, cuyo importe pasó de 12,4 mm de euros a 14,1 mm de euros a finales de diciembre del 2003. El número de monedas en circulación se incrementó en 9.100 millones de piezas en el transcurso del año, pasando de 39.900 millones a 49.000 millones de unidades a finales del 2003. Este considerable aumento fue consecuencia, principalmente, de la mayor demanda de monedas de baja denominación, es decir, de 1, 2 y 5 céntimos de euro, que representaron más de dos tercios del incremento total. La elevada demanda de estas denominaciones se debe a que son atesoradas y a que registran unas tasas de desaparición relativamente altas.

### MANEJO DEL EFECTIVO POR EL EUROSISTEMA

La autenticidad y la calidad de los billetes ingresados por los BCN, para determinar si son válidos para volver a la circulación, se comprueba con máquinas de tratamiento de billetes sofisticadas. Entre enero y diciembre del 2003, por las ventanillas de los BCN pasaron un total de 57.800 millones de billetes, por un valor nominal de 1.744 mm de euros. De esos billetes, 28.500 millones correspondieron a billetes ingresados y 29.300 millones a billetes retirados por las entidades de crédito y otros clientes. Unos 2.700 millones de billetes tuvieron que ser destruidos por no considerarse válidos para volver a la circulación, proporción que

está en línea con la que registraban los BCN en relación con los antiguos billetes nacionales, transcurrido un período similar tras su puesta en circulación.

## 3.2 FALSIFICACIONES DE BILLETES Y LABOR DE DISUASIÓN

### FALSIFICACIONES DE BILLETES

En el 2002, año en el que se pusieron por primera vez en circulación los billetes en euros, las falsificaciones se mantuvieron en unos niveles excepcionalmente reducidos, debido, en parte, a que los billetes incluían los elementos de seguridad más avanzados, pero también a que los falsificadores no tuvieron mucho tiempo para adaptarse a los nuevos billetes. En el 2003, el segundo año de circulación de los billetes en euros, el número de falsificaciones detectadas fue inevitablemente mayor que el año anterior. El número total de billetes falsos recibidos por los Centros Nacionales de Análisis (CNA)<sup>15</sup> en el 2003 fue de 551.287. Aunque el euro sigue siendo una moneda bien protegida, la tecnología de la reproducción a disposición de los falsificadores es cada vez más efi-

<sup>15</sup> Centros establecidos en cada uno de los Estados miembros de la UE y en los que se realiza el primer análisis de los billetes falsos en euros al nivel nacional.

caz y barata y, además, el euro está muy expuesto a falsificaciones por ser una moneda internacional de uso muy extendido. En conjunto, la tasa de falsificación no creció de forma continuada a lo largo del 2003, observándose algunas fluctuaciones estacionales en períodos de elevada circulación de billetes, como las Navidades y las vacaciones de verano.

El desglose de las falsificaciones por denominaciones fue el siguiente:

	€5	€10	€20	€50
Cantidad	2.733	5.476	152.061	321.623
Porcentaje	0,5	1,0	27,6	58,3

	€100	€200	€500	Total
Cantidad	53.668	14.776	950	551.286
Porcentaje	9,7	2,7	0,2	100,0

Si bien el billete de 50 euros continúa siendo el objetivo favorito de los falsificadores, en relación con el año pasado se han reducido de forma significativa las falsificaciones de esta denominación a favor del billete de 20 euros.

Aunque los medios de comunicación han señalado la existencia de falsificaciones de elevada calidad, el número de éstas es excepcionalmente bajo y en casi todos los casos el método «toque-mire-gire» es suficiente para detectar las falsificaciones.

### DISUASIÓN DE LAS FALSIFICACIONES

Además del acuerdo de cooperación suscrito en el 2002 con Europol, en el 2003 el BCE celebró acuerdos similares con Interpol y con los bancos centrales de varios Estados adherentes. El BCE y los BCN han participado también, tanto en la UE como en otros países, en la formación del personal encargado del manejo del efectivo, en lo que respecta al reconocimiento y al tratamiento de los billetes falsos.

El Centro de Análisis de Falsificaciones, con sede en el BCE, y los CNA colaboran con la policía en la lucha contra la falsificación, y los expertos de los CNA proporcionan asesoramiento pericial e informes técnicos a las autoridades judiciales, a petición de éstas.

Por otro lado, el Eurosistema ha incrementado su actividad en el marco de la cooperación internacional para la disuasión de las falsificaciones, bajo los auspicios de los gobernadores del G-10. El BCE ha desarrollado una unidad técnica de apoyo de ámbito internacional, denominada Centro Internacional de Disuasión de las Falsificaciones, que proporciona un análisis actualizado de los riesgos de falsificación mediante la evaluación continua de los nuevos equipos de reproducción y de los sistemas empleados para la disuasión de las falsificaciones.

### GARANTÍAS SOBRE LA INTEGRIDAD FUTURA DE LOS BILLETES

Los elementos de seguridad «envejecen» desde el mismo momento de la emisión de los billetes. A medida que los falsificadores van conociendo un elemento de seguridad inicialmente eficaz, aumenta el riesgo de que sean capaces de reproducirlo. Como otras monedas del mundo, el euro se ha visto sometido a este fenómeno desde su puesta en circulación y, de forma creciente, en el 2003. La amenaza aumenta cuando otras autoridades emisoras adoptan el euro como modelo técnico y utilizan elementos de seguridad similares. Por consiguiente, la investigación y el desarrollo de nuevos elementos de seguridad desempeñan una papel importante para garantizar la integridad futura de los billetes en euros. En su búsqueda de nuevos elementos de seguridad que representen un cambio paradigmático a largo plazo, el Eurosistema ha elaborado una metodología para evaluar y financiar las propuestas de investigación y desarrollo que abarquen el campo más amplio posible. La investigación de nuevos elementos de seguridad se complementa con programas de desarrollo encaminados a salvar la distancia entre la investigación y la producción.

### 3.3 EMISIÓN Y PRODUCCIÓN DE BILLETES

#### PAPEL DEL EUROSISTEMA EN EL CICLO DEL EFECTIVO

El Consejo de Gobierno ha subrayado en varias ocasiones la importancia de garantizar la prestación de los servicios de caja en igualdad de con-

diciones y se han adoptado ya una serie de medidas orientadas a promover el entorno adecuado para el desarrollo de una competencia leal. En el 2002 se estableció una política común del Euro-sistema en materia de comisiones para operaciones en efectivo de los clientes profesionales, y un enfoque común para el horario de apertura de las ventanillas de los BCN y de las reglas de adeudo y abono de los servicios de caja. Además, se publicaron unos criterios de referencia para la utilización de máquinas recicladoras de efectivo<sup>16</sup> en la zona del euro. En el 2003 se estableció un procedimiento común para comprobar el funcionamiento de estas máquinas, que deben cumplir unas exigencias estrictas en cuanto a la retención de billetes falsos o sospechosos y la separación de billetes no válidos, con el fin de contribuir a garantizar una elevada calidad de los billetes en circulación. Además, los BCN comprueban la viabilidad y la capacidad técnica de las máquinas, que, si superan las pruebas en cualquier BCN del Eurosistema, se consideran válidas en todos los países de la zona del euro. Estas pruebas han sido superadas con éxito por varios fabricantes, cuyas máquinas ofrecen un alto nivel de procesamiento y reciclaje de los billetes. Además de las medidas que se aplican ya, en el Eurosistema prosigue el debate sobre otros aspectos del ciclo del efectivo, siempre con el objetivo de garantizar un suministro fluido y eficiente y de preservar la integridad de los billetes.

Para tratar cuestiones relativas al uso del efectivo, el BCE y la Comisión Europea organizan reuniones conjuntas bianuales, donde también participan representantes del sector bancario, de grupos de consumidores y de minoristas, así como de empresas de máquinas expendedoras y de transporte de fondos. Por otra parte, el BCE participa, en calidad de observador, en el Grupo de Trabajo sobre el Efectivo del Consejo Europeo de Pagos, creado por las asociaciones europeas del sector crediticio y por las principales entidades de crédito.

#### ACUERDOS DE PRODUCCIÓN Y PRODUCCIÓN FUTURA DE BILLETES

En abril del 2001, el Consejo de Gobierno decidió que, en los años siguientes, se realizaría una producción mancomunada de billetes de

**Cuadro 13 Asignación de la producción de billetes en el 2003**

Denominación	Cantidad (millones de billetes)	Producción encargada a los BCN
€5	110	FR
€10	999,1	DE, GR, IE, AT
€20	1.071,1	FR, ES, NL, PT, DE
€50	657	IT, BE, ES, NL
€100	122	IT, FI
€200	133	DE, LU
€500	0 <sup>1)</sup>	
Total	3.092,2	

Fuente: BCE.

1) Las reservas logísticas de billetes de 500 euros constituidas durante la producción inicial fueron consideradas suficientes para satisfacer las necesidades del año 2003.

forma descentralizada, de tal manera que cada BCN de la zona del euro sólo fuese responsable de la parte de la producción que tuviese asignada del total de billetes necesario, acotada a un número reducido de denominaciones. El cuadro 13 muestra la asignación de la producción a los BCN de acuerdo con ese modelo.

Las necesidades totales de producción para el año 2003 ascendieron a 3.100 millones de billetes, frente a 4.800 millones en el 2002.

Se ha acometido una importante labor para definir la política futura de producción de billetes. Tras estudiar detenidamente la posibilidad de establecer a medio plazo procedimientos de subasta para el suministro de materias primas y la producción de billetes en euros, el Consejo de Gobierno ha decidido que en el 2012, a más tardar, deberá quedar totalmente implantado en el Eurosistema un enfoque competitivo común con procedimientos de subasta y los BCN que cuenten con imprentas internas o públicas podrán no aplicar este enfoque común.

#### COLABORACIÓN EN LA PRODUCCIÓN DE LAS MONEDAS

Los Estados miembros son los responsables de la producción de las monedas en euros. El BCE siguió actuando como asesor independiente sobre la calidad de las monedas acuñadas, brin-

<sup>16</sup> Las máquinas recicladoras de efectivo son dispositivos operados por el cliente, que funcionan como unidades aisladas con capacidad de aceptar, procesar y dispensar billetes.



dando su asistencia para el mantenimiento de un sistema común de control de calidad en todas las cecas productoras de monedas en euros. En el 2003 se produjeron 4.800 millones de monedas, frente a 6.200 millones en el año anterior.

El Consejo de Gobierno ha acordado volver a examinar la posible emisión de billetes de muy baja denominación en otoño del 2004, cuando se haya adquirido más experiencia en el uso de los billetes y monedas, tanto dentro como fuera de la eurozona.

### **SEGUNDA SERIE DE BILLETES EN EUROS**

La actualización de los diseños de los billetes obedece, principalmente, a la necesidad de incorporar los avances tecnológicos y garantizar continuamente un alto nivel de protección de los billetes contra la falsificación. Al tiempo, los elementos de seguridad incorporados a los billetes deben ser fácilmente reconocibles por el público. Por este motivo, las autoridades responsables de la emisión de billetes contemplan la actualización gradual de los billetes tras unos años de circulación. Así pues, el BCE ha empezado a proyectar una segunda serie de billetes en euros, cuya producción y emisión requerirá un período de varios años.

No se ha fijado todavía la fecha de emisión de la segunda serie de billetes, pero se estima que se pondrán en circulación hacia finales de la presente década. Los billetes se emitirán denominación por denominación, con intervalos de tiempo entre las distintas emisiones, por lo que transcurrirán varios años antes de que todas las denominaciones hayan sido puestas en circulación. El diseño de la segunda serie se basará en el tema de las «épocas y estilos», para mantener la continuidad de la serie actual.

### **BILLETES DE MUY BAJA DENOMINACIÓN**

Desde que concluyó la transición al euro, se han formulado sugerencias sobre la conveniencia de emitir billetes de muy baja denominación, es decir, de 1 euro y/o de 2 euros, argumentando que la población de algunos países estaba acostumbrada a utilizar billetes de baja denominación en sus antiguas monedas nacionales y que le resultó difícil adaptarse al desfase entre el valor del primer billete, el de 5 euros, y la moneda de 2 euros. También se ha aducido que los consumidores tienden a asociar las monedas con los valores más bajos.

## 4 NUEVAS Y MEJORES ESTADÍSTICAS

El BCE, asistido por los BCN, recopila una amplia gama de estadísticas que permiten al SEBC cumplir sus funciones. Al igual que en años precedentes, el proceso de elaboración de las estadísticas en el año 2003 se desarrolló según lo previsto, aunque el BCE y los BCN estiman que son aún necesarias mejoras adicionales.

Durante el pasado año se realizaron numerosos esfuerzos encaminados a mejorar la disponibilidad y la calidad de las estadísticas de la zona del euro y al mismo tiempo se trató de reducir, en la medida de lo posible, la carga de trabajo de las entidades informantes. También se han realizado avances con respecto a las estadísticas que el BCE utiliza más frecuentemente y que recopilan y elaboran la Comisión Europea (Eurostat) y los institutos nacionales de estadística (INE).

### 4.1 NUEVAS ESTADÍSTICAS

En diciembre del 2003, el BCE publicó las nuevas estadísticas armonizadas de los tipos de interés que aplican las instituciones financieras monetarias (IFM). Estas nuevas estadísticas compilan 45 indicadores de los tipos de interés aplicados por las IFM residentes en la zona del euro a los depósitos y a los préstamos en euros mantenidos por/concedidos a los hogares y las sociedades no financieras (véase también la sección 2.1 del capítulo 1). Las estadísticas mensuales de tipos de interés incluyen tanto los saldos vivos como los importes de las nuevas operaciones, y ofrecen una visión integral y armonizada del nivel de los tipos de interés aplicados por las IFM, de su evolución a lo largo del tiempo y de los montantes de las operaciones asociadas a esos tipos. Los requerimientos de las estadísticas de tipos de interés aplicados por las IFM se establecen en el Reglamento BCE/2001/18. Toda la información, incluidos el manual sobre tipos de interés aplicados por las IFM y las notas metodológicas, se encuentra disponible en el sitio web del BCE.

Desde septiembre del 2003, el BCE ha venido publicando información más detallada sobre los

agregados monetarios y sus contrapartidas. En la actualidad se dispone ya de estimaciones desestacionalizadas de la totalidad de las partidas del balance consolidado del sector IFM. Asimismo, la periodicidad de los datos de los depósitos, préstamos y valores mantenidos por las IFM, detallados por sectores, ha pasado de trimestral a mensual. También se dispone de información separada y armonizada de los ajustes de revalorización introducidos en determinadas rúbricas del balance de las IFM, como, por ejemplo, en los saneamientos totales o parciales de préstamos que se utilizan en el cálculo de las contrapartidas crediticias de los agregados monetarios.

Tras la adopción de la Orientación BCE/2002/7 sobre las exigencias de información estadística en materia de cuentas financieras trimestrales, el BCE dispone, desde febrero del 2003, de datos adicionales sobre los balances y las operaciones realizadas por las empresas de seguros y los fondos de pensiones.

En el ámbito de las estadísticas sobre sectores no IFM distintos de empresas de seguros y fondos de pensiones, se publicaron por vez primera, en enero del 2003, datos de los balances de los fondos de inversión, con un amplio detalle por tipo de inversor. Estas estadísticas trimestrales se elaboran a partir de datos nacionales actualmente disponibles y su armonización no es plena entre los distintos países de la zona del euro. Además, desde enero del 2003 se dispone de datos sobre acciones cotizadas emitidas por los residentes en la zona del euro, detallados por sector emisor. También desde enero del 2003 se ha venido perfeccionando el método de cálculo de las tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones.

Con respecto a las estadísticas de la zona del euro recopiladas por Eurostat, la novedad más importante ha sido la publicación, por vez primera, de estimaciones preliminares del PIB, sobre la base de un subconjunto de países que elaboran estimaciones en un plazo muy reducido respecto al periodo de referencia, así como de las estadísticas de la cartera de pedidos de la industria.

Como parte de un proceso de mayor integración de las estadísticas, el BCE publicó por vez primera, en junio del 2003, la presentación monetaria de la balanza de pagos, que pone de manifiesto el enlace entre la contrapartida exterior de M3 y las operaciones realizadas por las entidades distintas de IFM incluidas en la balanza de pagos. Dado que las variaciones de los activos exteriores netos del sector IFM reflejan, en gran medida, las operaciones con el exterior de los residentes en la zona del euro que no son IFM, esta nueva presentación introduce una mayor coherencia entre las estadísticas monetarias y las de balanza de pagos. En este contexto, la recopilación de información separada de préstamos y de depósitos dentro de la cuenta de otras inversiones facilitará también el seguimiento de la evolución de los activos líquidos mantenidos en el extranjero por el sector distinto de IFM.

#### 4.2 ESTRATEGIA ESTADÍSTICA A MEDIO PLAZO

Los trabajos estadísticos llevados a cabo por el BCE en el año 2003 se enmarcaron dentro de una estrategia a medio plazo encaminada a ampliar las estadísticas disponibles y a mejorar su integración y difusión. Los elementos básicos de esta estrategia se relacionan a continuación:

- La preparación e incorporación de datos de los países adherentes, primero como miembros de la UE y, en el futuro, como miembros de la zona del euro.
- La creación de un sistema integrado de cuentas financieras y no financieras de la zona del euro y el reforzamiento de la coherencia conceptual y numérica del marco estadístico utilizado en el análisis económico y monetario. Este sistema trimestral de cuentas se elaborará tanto para el conjunto de la economía de la zona del euro como para los diversos sectores institucionales.
- La ampliación de las estadísticas del BCE. Aquí se incluyen una base de datos centra-

lizada de valores (CSDB en sus siglas en inglés) y una base de datos de los mercados financieros de la zona del euro, sobre las que se fundamentará la elaboración de unas estadísticas coherentes y fiables de los mercados de valores y de los mercados financieros. La CSDB también contribuirá a la elaboración de datos más fiables de inversiones de cartera en las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional.

- La ampliación del marco estadístico a los ámbitos de la vigilancia y el análisis de la estabilidad financiera.
- El seguimiento y la rápida respuesta a las innovaciones financieras y a otros acontecimientos con repercusiones potencialmente importantes en las estadísticas, tales como las nuevas Normas Internacionales de Contabilidad y el Nuevo Acuerdo de Capital de Basilea.
- La mejora de la difusión de las estadísticas.
- El fomento de unos datos económicos para la zona del euro de alta calidad y puntualidad elaborados por Eurostat sobre la base de las aportaciones de los INE; por ejemplo, mediante la aplicación del principio de primacía europea, que persigue que los INE concedan prioridad a su contribución a las estadísticas del conjunto de la zona, en particular a los Principales Indicadores Económicos Europeos, y que aconseja una mejor coordinación en cuanto a los calendarios de publicación y las políticas de revisión.
- La participación activa en los foros internacionales de normalización estadística, con el objetivo de lograr una mayor coherencia entre los datos que sirven de base a los diferentes tipos de estadísticas elaboradas a partir de la información facilitada por las empresas.

Como forma de mejorar la difusión de las estadísticas, el BCE ha venido publicando desde

agosto del 2003, y con periodicidad mensual, el *Statistics Pocket Book*, que presenta las series estadísticas más importantes de la zona del euro, con datos actualizados en un formato de fácil manejo.

### 4.3 MEJORAS EN LOS MARCOS INSTITUCIONAL Y JURÍDICO DEL SISTEMA ESTADÍSTICO

El BCE, junto con los BCN, y en cooperación con otros organismos europeos e internacionales, también desarrolla labores encaminadas al fortalecimiento del marco jurídico e institucional aplicable a la recogida, elaboración y difusión de las estadísticas.

El BCE ha actualizado la Orientación relativa a determinadas exigencias de información estadística del BCE y los procedimientos de presentación de información estadística por los BCN en el ámbito de las estadísticas monetarias y bancarias (Orientación BCE/2003/2). También ha actualizado el Reglamento relativo al balance de las IFM (Reglamento BCE/2001/13), a fin de lograr la cobertura de ciertas posiciones frente a los países adherentes y sus monedas a partir de su adhesión a la UE el 1 de mayo de 2004. Además, en mayo del 2003 se publicó una actualización de la Orientación sobre estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional (Orientación BCE/2003/2), que permitirá introducir mejoras en esas estadísticas a escala de la zona del euro mediante la provisión, entre otros aspectos, de más detalles por áreas geográficas y por sectores de los flujos de la balanza de pagos y de los saldos de la posición de inversión internacional.

Por lo que respecta al marco institucional, el BCE y la Comisión Europea (Eurostat) firmaron en marzo del 2003 un nuevo Memorandum de Entendimiento sobre estadísticas económicas y financieras, que delimita las competencias y establece la cooperación entre las dos instituciones, sin perjuicio de las disposiciones legales contenidas en el artículo 285 del Tratado y en el artículo 5 de los Estatutos del

SEBC. El BCE continúa siendo el principal responsable en materia de estadísticas monetarias y bancarias, incluidas las estadísticas de los mercados financieros, mientras que a la Comisión Europea le siguen correspondiendo las estadísticas económicas generales. Las competencias relativas a las estadísticas de balanza de pagos continúan siendo compartidas. Corresponden también al BCE las estadísticas de reservas internacionales, de tipos de cambio efectivos nominal y real del euro, así como las cuentas financieras de la zona del euro. Las cuentas anuales por sectores institucionales de los Estados miembros siguen siendo competencia de la Comisión Europea, mientras que es responsabilidad compartida el desarrollo de las cuentas trimestrales no financieras por sectores institucionales y de la infraestructura estadística, tales como los ajustes estacionales y las normas de transmisión de datos.

Además, un grupo de trabajo conjunto del BCE y de la Comisión Europea (Eurostat) identificó en el año 2003 ciertos elementos de gran trascendencia para la mejora de la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y desarrolló indicadores cuantitativos orientados a realizar un seguimiento de esa calidad. Estos indicadores cuantitativos de las estadísticas de la zona del euro se incorporarán a un marco global de evaluación de la calidad y se publicarán en informes anuales sobre calidad. Por último, el BCE y la Comisión Europea (Eurostat) han trabajado en estrecha colaboración en la preparación de un listado de los Principales Indicadores Económicos Europeos, de periodicidad mensual y trimestral, cuya disponibilidad en la zona del euro debería acortarse respecto a la situación actual, sobre la base de unas aportaciones de información más puntuales por parte de los Estados miembros.

## 5 INVESTIGACIÓN ECONÓMICA

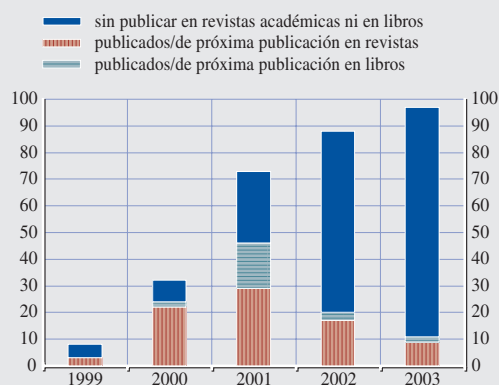
El objetivo de la investigación económica realizada en el BCE es aportar una base empírica y conceptual sólida a la formulación de la política monetaria y comunicar esta política a los mercados y a la opinión pública de la manera más adecuada. Es esencial una investigación de calidad para garantizar que el BCE pueda afrontar los desafíos sin precedentes asociados a la ejecución de la política monetaria única para un grupo de países soberanos. La función más importante de la investigación económica en el Eurosistema es incrementar el conocimiento acerca del funcionamiento de la economía de la zona del euro y, más concretamente, proporcionar modelos, herramientas y análisis apropiados para la ejecución de la política monetaria y el cumplimiento de otras tareas del Eurosistema. Un ejemplo de esta orientación es el papel desempeñado por la investigación en la evaluación de la estrategia de política monetaria seguida por el BCE, para la que el Consejo de Gobierno ha utilizado distintos estudios realizados (véase recuadro 1).

### 5.1 TEMAS DE INVESTIGACIÓN

Los trabajos de investigación del año 2003 pueden dividirse en seis áreas: estrategia, reglas e indicadores de política monetaria; transmisión de la política monetaria; entidades y mercados financieros; economía y finanzas internacionales; modelización macroeconómica de la zona del euro; y economía general y asuntos estructurales. Muchos de estos trabajos se han presentado en la serie de documentos del trabajo del BCE y, en menor medida, en la serie de documentos ocasionales del BCE, así como en conferencias y seminarios; y, posteriormente, se han publicado en revistas académicas o en libros<sup>17</sup>.

En el gráfico 35 se presenta el creciente volumen de trabajos realizados desde 1999 y el elevado número de artículos que ya se han publicado, o que se van a publicar próximamente, en revistas académicas o en libros<sup>18</sup>. En el gráfico 36, que recoge los documentos de trabajo del BCE agrupados por temas según la clasificación del *Journal of Economic Literature*, se muestra cómo la

**Gráfico 35** Publicación de los documentos de trabajo del BCE



Fuente: BCE.

investigación llevada a cabo en el BCE se centra en temas relevantes para la política monetaria. El tema más recurrente es «macroeconomía y economía monetaria», seguido de «métodos matemáticos y cuantitativos», y economía «financiera» e «internacional».

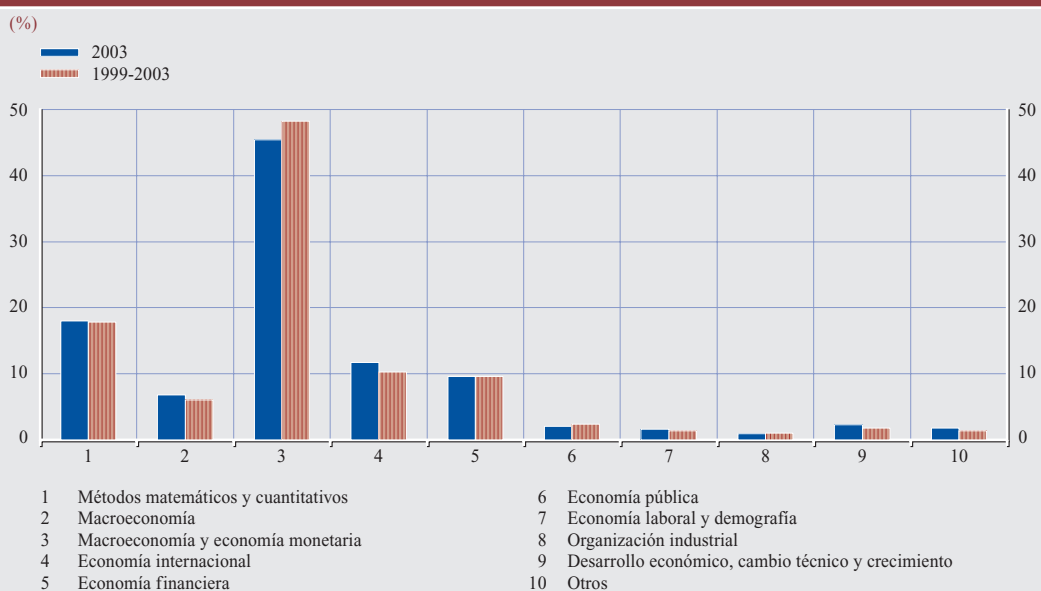
### 5.2 REDES DE INVESTIGACIÓN

En numerosas ocasiones, la investigación del BCE se lleva a cabo en el marco de grupos de investigadores que participan en amplios proyectos de objetivos múltiples y que pueden incluir a economistas del BCE, de los BCN de la zona del euro, de otros bancos centrales y de organizaciones con responsabilidades de política económica, así como investigadores del mundo académico. El BCE participa, coordina y ofrece apoyo organizativo, por sí solo o con otras instituciones. En el año 2003, estas redes de investigación fueron

<sup>17</sup> Para algunas estadísticas que describen el alcance de la investigación realizada en el BCE, véase V. Gaspar y J. L. Vega, «Research at a policy making institution: launching research at the ECB», *Swiss Journal of Economics and Statistics*, vol. 1, 4, 2002, pp. 359-376.

<sup>18</sup> La serie de documentos de trabajo del BCE incluye trabajos de investigación efectuados por expertos del BCE, así como por visitantes. Los documentos de investigadores que no trabajan en el BCE pueden publicarse también en la serie, siempre que se hayan elaborado en el contexto de las iniciativas de investigación del BCE o que se hayan presentado en conferencias o seminarios organizados por éste.

**Gráfico 36 Serie de documentos de trabajo del BCE: Clasificación del Journal of Economic Literature**



Fuente: BCE.

especialmente activas; por ejemplo, el BCE colaboró con el Centro de Estudios Financieros de la Universidad Johann Wolfgang Goethe, de Fráncfort, en investigaciones relativas a los mercados de capitales y a la integración financiera en Europa (véase recuadro 10).

Un importante proyecto que finalizó en el año 2003 fue la red del Eurosistema sobre transmisión monetaria. Esta red de investigación, iniciada en 1999 por el BCE y los BCN de la zona del euro, centró sus investigaciones en la manera en la que la política monetaria única afecta a la economía de la zona del euro. Se recopiló evidencia detallada sobre el mecanismo de transmisión, y los participantes llevaron a cabo estudios exhaustivos, que giraban en torno al comportamiento inversor de las empresas y al papel de las entidades de crédito en el proceso de transmisión, utilizando datos macroeconómicos y microeconómicos. Se efectuó, asimismo, una comparación del mecanismo de transmisión en la zona del euro con el de Estados Unidos. Este proyecto dio origen a varios documentos de trabajo y artículos publicados en revistas, así como a un libro en el que se incluyen los resultados

completos y que se publicó en noviembre del 2003<sup>19</sup>. Aunque la mayor parte de las investigaciones se realizaron con datos anteriores a la fecha de introducción del euro, en el año 2003 algunos de los trabajos complementarios incluyeron datos de años posteriores al 1999.

En el año 2003, y con el fin de entender mejor la dinámica de la inflación en la zona del euro y en los países que la integran, se estableció la red del Eurosistema sobre la persistencia de la inflación, en la cual participan investigadores del BCE y de los BCN de la zona del euro. El trabajo utilizará un amplio conjunto de información, que incluye datos individuales y sectoriales sobre precios de consumo y precios industriales, tasas de inflación macroeconómicas y resultados de encuestas, y se espera que las conclusiones estén disponibles en los años 2004 y 2005.

La red de estudio del ciclo económico en la zona del euro, organizada en colaboración con el Centro de Investigación sobre Política Económica

<sup>19</sup> Angeloni, I., A. Kashyap y B. Mojon (eds.), «Monetary policy transmission in the euro area», Cambridge University Press, 2003.

(CEPR en sus siglas en inglés), constituye un foro para el análisis del ciclo económico en la zona del euro, y reúne a investigadores del mundo académico, de bancos centrales y de otros centros de estudios de política económica. En el 2003 se celebraron dos seminarios, y el BCE acogió la primera conferencia de la red en diciembre del 2003, donde se trataron las principales fuentes de perturbación exógena para las economías del G-7 y de la zona del euro<sup>20</sup>.

El proyecto internacional sobre flexibilidad salarial, patrocinado junto con el Instituto de Estudios Laborales (IZA), de Bonn, y organizado por el Banco de la Reserva Federal de Nueva York y la Institución *Brookings*, brinda un foro de debate a investigadores de 13 países para estudiar el alcance y las características de la rigidez salarial utilizando datos individuales, haciéndose hincapié en que la metodología y los resultados sean comparables. En el 2003 se organizó una sesión en la reunión de la *American Economic Association*, cuya conferencia final se celebrará en el BCE en junio del 2004.

### 5.3 MODELIZACIÓN MACROECONOMÉTRICA DE LA ZONA DEL EURO

Los modelos econométricos se emplean directa o indirectamente en el proceso de decisión de la política monetaria, por ejemplo, para preparar las proyecciones macroeconómicas, cuyos principales resultados se publican semestralmente en el Boletín Mensual<sup>21</sup>. Además, la construcción de modelos ha constituido un catalizador para el desarrollo de nuevos datos estadísticos. Un ejemplo importante es el de la base de datos macroeconómica para el Modelo de la Zona del Euro, disponible en la dirección del BCE en Internet, y que es ampliamente utilizada por investigadores de todo el mundo.

En el año 2003, tanto el BCE como los BCN fueron muy activos en el área de la modelización econométrica. El marco de modelización de la zona del euro incluye, por ejemplo, modelos macroeconómicos y de series temporales

tradicionales, así como los más avanzados modelos de factores dinámicos, de vectores autorregresivos estructurales y de equilibrio general estocástico. Esta línea de trabajo, y la cooperación que conlleva, esta ampliándose para incluir a los bancos centrales de los países que van a incorporarse a la UE.

### 5.4 CONFERENCIAS Y PROGRAMAS DE VISITANTES

Como parte de su amplio compromiso relativo a un intercambio activo y continuado con el mundo académico, el BCE organiza por sí solo y en coordinación con otras instituciones una serie de conferencias y de seminarios relacionados con sus intereses fundamentales. En este momento, dos conferencias se repiten con regularidad. La primera es la Conferencia del BCE sobre Banca Central, organizada cada dos años en torno a un tema de especial relevancia para el BCE y dirigida a expertos de alto nivel de bancos centrales, organismos internacionales y europeos e instituciones académicas, así como a miembros de la prensa financiera. Los trabajos presentados en esta conferencia se publican posteriormente. La segunda se compone de una serie de conferencias patrocinadas por el Foro de Investigación Internacional sobre Política Monetaria, organizada en conjunción con el Comité de Gobernadores de la Reserva Federal, el Centro de Estudios Financieros de la Universidad Johann Wolfgang Goethe (Fráncfort) y el Centro sobre Estudios Germánicos y Europeos de la Universidad de Georgetown (Washington D.C., Estados Unidos), y se centra en torno a la investigación sobre temas de política monetaria importantes desde una perspectiva internacional. La segunda conferencia de esta serie se celebró en noviembre del 2003, en la sede del Comité de Gobernadores de la Reserva Federal<sup>22</sup>.

20 Para más información sobre esta red de investigación, véase [www.eabcn.org](http://www.eabcn.org).

21 Para más información sobre el ejercicio de proyección, véase «A guide to Eurosystem macroeconomic projection exercises», BCE, junio 2001.

22 En la dirección del BCE en Internet pueden encontrar más información sobre los seminarios y las conferencias del BCE.



La interacción con los investigadores de otras instituciones es, para los expertos del BCE, un canal importante de comunicación externa y de colaboración. Para fomentar la interacción entre los empleados del BCE y la comunidad investigadora internacional, el BCE ha organizado un programa de investigadores visitantes para que investigadores de reconocido prestigio que trabajan en temas de interés para el BCE pasen un tiempo en la Dirección General de Estudios investigando sobre estas cuestiones. Además, en el 2003 diversos economistas de los bancos centrales de los países adherentes presentaron sus trabajos analíticos y de investigación en el BCE. A otro nivel, el BCE ha seguido ofreciendo a estudiantes destacados, matriculados en cursos de posgrado en universidades internacionales de prestigio, la posibilidad de realizar parte de su investigación en el BCE (véase sección 2 del capítulo 8). Por último, el BCE cuenta con el asesoramiento de consultores externos para determinados asuntos, y con un amplio programa de seminarios, donde participan conferenciantes de otras instituciones<sup>23</sup>.

23 En la dirección del BCE en Internet pueden encontrar más información sobre el programa de investigadores visitantes.

## 6 OTRAS TAREAS Y ACTIVIDADES

### 6.1 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. 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 de 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 en el mercado secundario por los BCN de la UE. De conformidad con los considerandos del 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 2003, el Consejo General encontró dos 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 ambos 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. En el contexto de las importantes entradas de monedas en los BCN con anterioridad a la introducción del euro el 1 de enero de 2002, Finlandia rebasó el límite desde octubre del 2001; y Francia, desde enero del 2002. En el caso de Francia, se siguió sobrepasando el límite hasta abril del 2003, mientras que, en el caso de Finlandia, esta situación se subsanó en diciembre del 2003. Así pues, a finales del 2003, esta situación se había corregido totalmente en ambos países.

### 6.2 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 responsables<sup>24</sup>, 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 n° 98/415/CEE del Consejo, de 29 de junio de 1998<sup>25</sup>, establece los límites y las condiciones aplicables a las consultas efectuadas por las autoridades nacionales al BCE acerca de los proyectos de disposiciones legales. Todos los dictámenes del BCE pueden consultarse en la dirección del BCE en Internet<sup>26</sup>.

24 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 105 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.

25 El artículo 2 de esta Decisión especifica las áreas concretas en las que se ha de consultar al BCE.

26 En el 2002, el Consejo de Gobierno adoptó una política de transparencia que conlleva, como regla general, que todos los dictámenes del BCE emitidos a petición de las autoridades nacionales se publiquen en el sitio web del BCE en las lenguas de adopción (es decir, en inglés y en el idioma de la autoridad que haya formulado la consulta) seis meses después de su adopción, a menos que tuviesen relevancia en términos de política, en cuyo caso se publicarían inmediatamente después de su adopción.

En el año 2003 se formularon un total de 32 consultas, de las que 21 fueron realizadas por los Estados miembros y 11, por el Consejo de la UE. De todas ellas, dos se refieren a medios de pago, cuatro a estadísticas y 11 a normas que pueden influir en la estabilidad de las entidades y los mercados financieros. Cabe mencionar especialmente tres decisiones adoptadas con arreglo al apartado 4 del artículo 105 del Tratado: una acerca de una propuesta sobre una directiva de la UE relativa a los servicios de inversión y los mercados regulados, que se presenta más detalladamente en la sección 2 del capítulo 3, y las otras dos sobre la propuesta del Gobierno finlandés de modificar la Ley del Suomen Pankki.

La propuesta de modificar la Ley del Suomen Pankki, sobre la que el BCE emitió un primer dictamen<sup>27</sup>, sugería limitar la capacidad de este banco central de constituir provisiones financieras. También proponía la transferencia al Estado de todo el beneficio anual del Suomen Pankki, a menos que el Consejo de Supervisión Parlamentaria decidiera lo contrario, así como la transferencia de alrededor de 740 millones de euros de capital, también al Estado, lo que hubiera obligado al Suomen Pankki a vender activos exteriores de reserva. El BCE se opuso a esta propuesta fundamentalmente por el efecto conjunto de las modificaciones en la situación financiera del Suomen Pankki y por la carencia de salvaguardias normativas que garantizaran el desempeño de las funciones del SEBC, lo que pondría en peligro la independencia financiera del banco central finlandés. En diciembre del 2003, el BCE fue consultado acerca de una propuesta revisada para modificar la Ley del Suomen Pankki. En su segundo dictamen, el BCE acogió positivamente el hecho de que el proyecto legislativo final remitido al BCE no reducía el capital del Suomen Pankki, pero realizó la observación de que las exigencias para la independencia financiera no se habían cumplido plenamente y que el proyecto seguía siendo, por lo tanto, incompatible con el Tratado y con su intención. Después de este segundo dictamen, las autoridades finlandesas retiraron su proyecto legislativo.

Además de los dictámenes formulados de conformidad con el apartado 4 del artículo 105 del Tratado, el BCE también emitió un dictamen en virtud del artículo 48 del Tratado de la Unión Europea relativo al proyecto de Tratado por el que se instituye una Constitución para Europa, que se presenta más detalladamente en la sección 1.2 del capítulo 4.

El BCE también emitió dos dictámenes de conformidad con la letra b del apartado 2 del artículo 112 del Tratado y con el artículo 11,2 de los Estatutos del SEBC. Estos dictámenes hacían referencia a las recomendaciones del Consejo de la UE relativas al nombramiento del nuevo presidente del BCE y de los nuevos miembros del Comité Ejecutivo del BCE.

En el anejo se incluye una lista de los dictámenes adoptados durante 2003 y principios del 2004.

### **6.3 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 con el artículo 9 del Reglamento (CE) n° 332/2002 del Consejo, de 18 de febrero de 2002, el BCE continúa siendo responsable de la gestión de las operaciones de endeudamiento y de préstamo realizadas por la Comunidad Europea en el contexto del mecanismo de ayuda financiera a medio plazo. No obstante, como desde finales del año 2002 no quedaban saldos pendientes ni tampoco se realizaron nuevas operaciones, el BCE no desempeñó ninguna actividad de este tipo durante el año 2003.

### **6.4 SERVICIOS DE GESTIÓN DE RESERVAS**

En el año 2003, el Eurosistema comenzó los trabajos para elaborar un nuevo marco relativo a los servicios bancarios que sus miembros

27 CON/2003/22, publicado en la dirección del BCE en Internet.

ofrecen a ciertos tipos de entidades no pertenecientes a la UE (bancos centrales, autoridades monetarias, países y organismos internacionales) con el fin de gestionar sus reservas. En el centro de este marco se encuentra una gama de servicios de referencia que permitirá que los clientes puedan gestionar sus activos de reserva en euros con cualquiera de los bancos centrales de la zona del euro que hayan optado por ofrecer los servicios mencionados. El nuevo marco brinda a los clientes la posibilidad de utilizar estos servicios en unas condiciones uniformes, independientemente del banco central del Eurosistema que hayan seleccionado como su proveedor de servicios. Los detalles del nuevo marco se terminarán en el primer semestre y se aplicarán en el segundo semestre del año 2004.



**Artista**  
Gerhard Balder  
**Título**  
Roter Nautilus, 1995  
**Técnica**  
Óleo sobre lienzo  
**Tamaño**  
70 x 54 cm



## CAPÍTULO 3

# ESTABILIDAD E INTEGRACIÓN FINANCIERAS



# I ESTABILIDAD FINANCIERA

En el transcurso del 2003 se debatió el importante tema de la estabilidad financiera en las instituciones y los foros internacionales y europeos. En el ámbito internacional, el Foro sobre Estabilidad Financiera siguió contribuyendo eficazmente a la identificación de los aspectos más vulnerables del sistema financiero desde una perspectiva mundial. A escala comunitaria, tras la decisión adoptada por el Consejo ECOFIN en diciembre del 2002, el Comité Económico y Financiero (CEF) empezó a tratar regularmente cuestiones relacionadas con la estabilidad financiera de la UE. En el marco del Eurosistema, el Consejo de Gobierno comenzó también a analizar con regularidad la estabilidad financiera de la zona del euro y de la UE, sobre la base del trabajo realizado por el BCE en colaboración con el Comité de Supervisión Bancaria (BSC) del SEBC, cuyos resultados deberían constituir una eficaz aportación a los debates que se celebren sobre este tema en los foros europeos e internacionales.

## 1.1 SEGUIMIENTO DE LA ESTABILIDAD FINANCIERA

El seguimiento de la evolución de la estabilidad financiera, que el BCE lleva a cabo en colaboración con el BSC, tiene por finalidad identificar los posibles puntos vulnerables del sistema financiero de la zona del euro y de la UE, y evaluar su resistencia a eventuales perturbaciones. Aunque la totalidad del sistema financiero (entidades de crédito, entidades financieras no bancarias, mercados financieros e infraestructura financiera) es objeto de seguimiento, éste se centra en las entidades de crédito, que siguen siendo el principal componente del sistema financiero de la zona del euro y de la UE. Para poder evaluar correctamente la estabilidad financiera, es necesario tener en cuenta su evolución cíclica y estructural.

### EVOLUCIÓN CÍCLICA

En el 2003, la reducción de los desequilibrios financieros que se fueron acumulando en la UE en la década de los noventa siguió afectando en el sistema financiero, que, sin embargo, conti-

nuó dando pruebas de resistencia ante estos desequilibrios, en un entorno macroeconómico y financiero que fue mejorando a lo largo del año (véase capítulo 1).

La mayor parte de los riesgos para la estabilidad del sistema financiero europeo procedían de los desequilibrios financieros internos todavía existentes, especialmente en el sector empresarial (véase recuadro 2). Las empresas europeas se esforzaron por reajustar sus balances, en particular en los sectores en los que el nivel relativamente elevado de endeudamiento había suscitado preocupación anteriormente, mediante procesos de reducción de costes y de inversiones y, en algunos sectores como el de telecomunicaciones, también de reestructuración de la deuda. Si bien estos esfuerzos dieron, en general, sus frutos, propiciando un aumento de la rentabilidad, no fueron suficientes para reducir las ratios de deuda del sector empresarial en su conjunto. Sin embargo, se observaron diferencias entre los distintos sectores, con una notable mejora de las condiciones de financiación en el sector de telecomunicaciones.

Por lo que se refiere a los hogares europeos, el endeudamiento en relación con la renta volvió a elevarse en el transcurso del 2003, como consecuencia, fundamentalmente, de la acumulación de la deuda hipotecaria, en un contexto de tipos de interés históricamente bajos y de una situación relativamente estable en el mercado de trabajo. La fuerte demanda de crédito hipotecario por parte de los hogares potenció los ingresos por intereses de las entidades de crédito, en condiciones, por lo demás, difíciles. Sin embargo, en algunos países, esta demanda propició también un rápido aumento de los precios de la vivienda, lo que podía suponer un riesgo para las entidades de crédito de esos países en la eventualidad de un brusco descenso de estos precios, aunque este riesgo parecía ser, en general, bastante remoto.

La estabilidad de los mercados financieros mejoró en el 2003. Tras registrar durante tres años una caída prácticamente constante y una volatilidad excepcional, los mercados de renta

variable empezaron a recuperarse a mediados de marzo del 2003 y la volatilidad se fue estabilizando, a medida que disminuían los riesgos geopolíticos y que comenzaba a aumentar la confianza en las perspectivas de reactivación económica. Esto permitió que las empresas llevaran a cabo nuevas emisiones de valores de renta fija o de renta variable y que se redujeran marcadamente los diferenciales de la renta fija, cuya actividad creció. En alguna medida, esta evolución podría ser también resultado de una «búsqueda del rendimiento» por parte de los inversores, en un entorno de tipos de interés a largo plazo que habían alcanzado sus niveles históricamente más bajos. Sin embargo, a comienzos del 2003, estos tipos de interés tan reducidos afectaron a algunas entidades financieras, especialmente a las empresas de seguros y los fondos de pensiones, debido a su impacto sobre los pasivos de estas entidades. Estas tensiones se relajaron tras el repunte de los tipos de interés a largo plazo registrado en el segundo semestre del año.

A principios del 2003, tras tres años de erosión de los beneficios, las empresas de seguros de la UE tuvieron que hacer frente a fuertes presiones sobre sus niveles de solvencia, como resultado de la caída de las cotizaciones bursátiles observada desde el 2000 y de las presiones a la baja sobre los tipos de interés a largo plazo registradas más recientemente. Sin embargo, su posterior recuperación atenuó las tensiones sobre el balance y comenzaron a vislumbrarse señales de mejora hacia mediados del 2003. No obstante, persistieron algunas presiones sobre la solvencia y los resultados, y cierta incertidumbre respecto al riesgo de crédito que las empresas de seguros pudieran haber acumulado en el mercado de transferencia del riesgo de crédito.

En el curso del año, el sector bancario de la UE, aunque tuvo que hacer frente por tercer año consecutivo a un crecimiento económico muy modesto, resistió y absorbió los efectos negativos de un entorno menos favorable de lo previsto. Las entidades bancarias respondieron eficazmente a este reto, con una reducción de los costes, la reorganización de sus actividades

y una mejor gestión de los riesgos. Los grandes bancos consiguieron mantener, e incluso incrementar, sus niveles de rentabilidad y solvencia en el primer semestre del 2003. En el conjunto del año se incrementó su rentabilidad, debido a una dotación de provisiones para insolvencias algo menor, al ahorro en los costes y al aumento de los ingresos procedentes de las operaciones realizadas en los mercados financieros. Esta evolución se reflejó también en los coeficientes de solvencia de las entidades de crédito de la UE, que continuaron siendo favorables. Sin embargo, los coeficientes de algunas entidades no se beneficiaron tanto de las nuevas emisiones de capital o de los beneficios destinados a reservas, como de las ventas de activos y de la reducción de los activos ponderados por el riesgo.

En febrero del 2003, el BCE publicó por primera vez un informe titulado *EU banking sector stability*, que fue seguido por la publicación de un segundo informe en noviembre del mismo año. En ambos informes se ofrecía un resumen de las principales conclusiones obtenidas por el BSC en su labor de seguimiento de la estabilidad del sector bancario de la UE.

### **EVOLUCIÓN ESTRUCTURAL**

El difícil contexto económico y financiero en el que tuvieron que desenvolverse las entidades bancarias en los últimos años las obligó a incrementar su eficiencia mediante medidas de reducción de costes y de eliminación de actividades secundarias. Este proceso supuso una ralentización o interrupción de algunas de las tendencias a largo plazo observadas en años anteriores, especialmente en relación con la internacionalización, la concentración y la desintermediación. En conjunto, la manera en que las entidades bancarias reaccionaron ante una situación económica desfavorable les ayudó a soportar las tensiones existentes y contribuyó también a mejorar la estabilidad del sector bancario a medio y largo plazo.

En numerosos casos se puso freno a las estrategias de internacionalización, especialmente en la banca de inversión y en actividades de nego-

ciación, aunque se reforzaron los vínculos con determinadas regiones, como Europa central y oriental. Las entidades de crédito se centraron claramente en sus «mercados nacionales», sobre todo en las operaciones al por menor. Sin embargo, prosiguió la expansión de las actividades transfronterizas dentro de la misma área geográfica, consideradas como la continuación natural de la operativa nacional. Parece que las presiones competitivas presentes en el mercado nacional impulsaron, en gran medida, la mayor internacionalización observada recientemente, cuya expansión estuvo encaminada a incrementar la rentabilidad mediante la penetración en mercados que ofrecen mayores márgenes y evidentes ventajas comparativas.

La concentración bancaria prosiguió, aunque a un ritmo más lento. Pese a ello, en general, las presiones competitivas no disminuyeron. Por lo que se refiere a los canales de distribución, las entidades de crédito siguieron utilizando simultáneamente las sucursales y la banca electrónica y telefónica, lo que puede considerarse también como un esfuerzo por mejorar la calidad del servicio al cliente. Con todo, las sucursales continuaron siendo el principal canal de distribución, aunque fueron abandonando la actividad de mero procesamiento de operaciones, sustituyéndola por la oferta de servicios de asesoría, más sofisticados y con valor añadido.

Por lo que se refiere a la intermediación, es decir, el papel de las entidades de crédito como intermediarios que canalizan los fondos de los depositantes a los acreditados, las entidades bancarias se enfrentaron a una menor demanda de fondos por parte de las empresas y a menores emisiones en los mercados de capital. Sin embargo, las actividades minoristas se mostraron como una fuente estable de ingresos. En particular, ante la volatilidad de los mercados, la clientela minorista tendió a deshacerse de su cartera de renta variable e invertir en depósitos relativamente más seguros y de mayor liquidez. Al mismo tiempo, el crédito de los hogares se mantuvo bastante pujante.

Las entidades de crédito de la UE ampliaron su gama de productos y servicios, especialmente

los destinados a la clientela minorista, con nuevos instrumentos de ahorro vinculados a índices y con características de opciones, como la fijación de un límite inferior para las pérdidas. En algunos países, las entidades bancarias ofrecen ahora a los inversores minoristas la posibilidad de realizar inversiones más arriesgadas, por ejemplo, en fondos de alto riesgo. En consecuencia, los consumidores tienen ante sí productos cada vez más complejos y ello ha inducido a las entidades de crédito a redoblar sus esfuerzos por reforzar la confianza de los inversores en los productos ligados a valores, mediante cambios organizativos y mejoras de sus estructuras de gobierno.

Por último, las entidades de crédito mejoraron su gestión de riesgos con vistas a controlar mejor el mayor riesgo de crédito existente y también a responder al reto planteado por los cambios en los requerimientos de capital previstos en el Nuevo Acuerdo de Capital de Basilea, denominado Basilea II (véase sección 2 del presente capítulo). Una de las vías para mejorar la gestión de riesgos ha sido una participación creciente en el mercado de transferencia del riesgo de crédito. Los instrumentos negociados en este mercado permiten a las entidades crediticias desagregar los riesgos con mayor facilidad y configurar más eficazmente su exposición al riesgo de crédito. Las entidades de crédito tendieron a utilizar estos instrumentos sobre todo para reducir el riesgo de crédito, aunque consiguieron, en algunos casos, una mayor diversificación de sus carteras asumiendo riesgos de crédito adicionales. También multiplicaron sus esfuerzos para aumentar su resistencia ante los riesgos operativos.

Para un análisis más detallado de la evolución estructural del sector bancario de la UE, véase el informe del BSC titulado *Structural analysis of the EU banking sector*, publicado por el BCE en noviembre del 2003.

## 1.2 COOPERACIÓN EN SITUACIONES DE CRISIS

A comienzos del 2003, los bancos centrales y las autoridades supervisoras de la UE alcanzaron un acuerdo respecto a un Memorandum de Entendimiento (el Memorandum) sobre cooperación en situaciones de crisis. El Memorandum consta de un conjunto de principios y procedimientos para la cooperación en situaciones de crisis que afecten a las entidades de crédito o a grupos bancarios, o cuando se produzcan perturbaciones en los mercados financieros o en las infraestructuras de los mercados con posibles repercusiones en los Estados miembros. Estos principios y procedimientos están orientados, específicamente, a identificar las autoridades nacionales responsables de la gestión de las crisis, determinar los flujos de información necesarios y establecer las condiciones prácticas para compartir la información a escala transfronteriza. En el transcurso del 2003 se llevó a cabo una simulación de gestión de crisis para comprobar cómo funcionaba en la práctica la cooperación y el intercambio de información entre las autoridades, de acuerdo con los procedimientos del Memorandum. Este ejercicio proporcionó indicaciones muy útiles sobre los distintos aspectos de la cooperación transfronteriza entre los supervisores bancarios y los bancos centrales nacionales en caso de crisis financiera.

## 2 REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN FINANCIERAS

### 2.1 EL MARCO LAMFALUSSY

Tras analizar los resultados de la consulta pública sobre el informe del CEF titulado *EU Arrangements for Financial Regulation, Supervision and Stability*, el Consejo ECOFIN recomendó, en diciembre del 2002, ampliar a todos los sectores financieros el nuevo marco Lamfalussy<sup>1</sup>, que se había implantado ya en el ámbito de los valores. Se espera que el nuevo marco permita incrementar la flexibilidad y la eficiencia del proceso de regulación, ya que establece una distinción entre el derecho primario, adoptado por el Consejo ECOFIN y el Parlamento Europeo mediante el procedimiento de codecisión (la denominada legislación de nivel 1), y el derecho derivado, que desarrolla las medidas de aplicación, cuya adopción es más rápida y flexible. Con ello, el proceso de regulación podrá responder con mayor prontitud y eficacia a los cambios tecnológicos y a la evolución del mercado. Este nuevo marco se ha diseñado también para satisfacer la necesidad de una mayor cooperación y convergencia en materia de supervisión, por lo que se espera que contribuya a una aplicación más uniforme de las normas de la UE en todos los Estados miembros.

El marco Lamfalussy se basa, en particular, en la actuación, en los distintos sectores financieros, de comités de regulación (también conocidos como comités de nivel 2) integrados por representantes de los Estados miembros designados por los ministros correspondientes. Por otro lado, unos comités de supervisión (denominados comités de nivel 3) se encargan de promover la convergencia de las prácticas de supervisión, fomentar la cooperación entre las autoridades supervisoras, mediante el intercambio de información sobre las entidades supervisadas, y ofrecer asesoramiento técnico a la Comisión sobre los proyectos de medidas de aplicación.

En noviembre del 2003, la Comisión adoptó una serie de medidas de aplicación de la recomendación del Consejo. En el sector bancario, el Comité Consultivo Bancario (BAC) existente

ha pasado a ser el Comité Bancario Europeo (EBC), y se ha creado un nuevo Comité de Supervisores Bancarios Europeos (CEBS). El Comité de Supervisión Bancaria (BSC), del SEBC, y el CEBS deberán colaborar estrechamente para evitar que sus actividades se solapen. En el sector de seguros, el Comité de Seguros existente ha sido convertido en el Comité Europeo de Seguros y Pensiones de Jubilación, que es un comité de regulación, y se ha constituido el nuevo Comité de Supervisores de Seguros y Pensiones de Jubilación. En el ámbito de los conglomerados financieros, se ha creado en el 2003 un comité de regulación, el Comité de Conglomerados Financieros, y no está prevista la constitución de un comité de supervisión. El BCE participa, en calidad de observador o como miembro sin voto, en los comités de regulación y de supervisión, excepto en los correspondientes al sector de seguros, por lo que puede contribuir a configurar la regulación y la supervisión financieras de la UE de acuerdo con sus funciones institucionales.

### 2.2 SECTOR BANCARIO

En el ámbito de la regulación bancaria, la revisión del marco para los requerimientos mínimos de capital y la elaboración del Nuevo Acuerdo de Capital de Basilea prosiguieron a lo largo del 2003. El BCE, que participa en calidad de observador en los comités pertinentes, siguió contribuyendo a la elaboración del nuevo marco.

A escala internacional, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea realizó importantes avances en distintas áreas. En primer lugar, el Comité terminó el tercer estudio cuantitativo de impacto (denominado «QIS3»), destinado a calibrar el impacto general de las nuevas normas sobre los requerimientos mínimos de capital de las entidades de crédito. El estudio, cuyos resul-

<sup>1</sup> «Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets», 15 de febrero de 2001. Este informe se puede consultar en la dirección de la Comisión Europea en Internet.

tados se publicaron en mayo del 2003, incluyó las entidades bancarias de 43 países, por lo que abarcó muchos más países que los representados en el Comité. Los principales resultados fueron alentadores, toda vez que estaban acordes con el objetivo del Comité de incrementar la sensibilidad al riesgo de los requerimientos de capital, sin modificar, prácticamente, la cuantía total de los requerimientos actuales. En segundo lugar, el Comité realizó dos consultas públicas. El «tercer documento de consulta» se publicó en abril del 2003, y los comentarios recibidos, en agosto. La consulta pública confirmó la acogida favorable dispensada, en general, a la estructura del Nuevo Acuerdo y la necesidad de adoptar un marco más sensible al riesgo. En octubre se inició otra consulta pública sobre las modificaciones propuestas, que contemplaban cambiar el tratamiento de las pérdidas esperadas con respecto a las pérdidas inesperadas en el enfoque basado en calificaciones internas contemplado en el Nuevo Acuerdo. Además, el Comité comprobó la necesidad de introducir mejoras en ciertas áreas, como la titulización de activos, los compromisos derivados de las tarjetas de crédito y determinadas técnicas de reducción del riesgo, sobre las que el trabajo continúa. El tercer ámbito en el que el Comité logró avances sustanciales fue el análisis de las cuestiones relacionadas con la aplicación del Nuevo Acuerdo, que se reflejará también en las legislaciones nacionales. El Grupo de Implementación del Acuerdo dedicó una atención creciente a estas cuestiones. Por otro lado, el Comité publicó también un documento en el que se definían los principios básicos de la implantación transfronteriza de los nuevos requerimientos de capital.

El BCE, en su respuesta al tercer documento de consulta, publicada en su sitio web en septiembre del 2003, reiteró su apoyo a la reforma de Basilea y reconoció los avances realizados. Además de recoger comentarios sobre distintas cuestiones técnicas, la respuesta al citado documento ponía de relieve los temas de particular interés con vistas a la terminación del Nuevo Acuerdo y a la aplicación de las nuevas normas, y señalaba las prioridades futuras. Las propuestas relativas al tratamiento de los posi-

bles efectos procíclicos se acogían favorablemente y se indicaba que todavía se podían introducir algunas mejoras, reforzando los incentivos diseñados para alentar a las entidades de crédito a adoptar políticas de gestión de riesgos más avanzadas. El BCE atribuía especial importancia a una rápida conclusión y aplicación del Nuevo Acuerdo, al tiempo que subrayaba, desde una perspectiva a más largo plazo, la necesidad de efectuar un estrecho seguimiento del nuevo marco, con el fin de llegar a la plena comprensión de todas sus posibles implicaciones. Por otro lado, se insistía en la necesidad de dar prioridad en los trabajos a la contabilidad y la dotación de provisiones, a la definición de los recursos propios y a la convergencia de las prácticas de supervisión.

En el ámbito de la UE, la reforma del marco de capital regulatorio prevista en el Plan de Acción para los Servicios Financieros (véase sección 3 del presente capítulo) siguió desarrollándose en consonancia con el proceso de reforma de Basilea, pero teniendo en cuenta, al mismo tiempo, las particularidades europeas. En julio del 2003, la Comisión Europea publicó un tercer documento de trabajo, que sometía a consulta pública, junto con un análisis de los resultados del tercer estudio cuantitativo de impacto de la UE. Las características más significativas del contexto europeo se centran en el ámbito de aplicación de las nuevas normas, la naturaleza del marco de la UE, el tratamiento de las pequeñas y medianas empresas y la adecuación del marco a las entidades bancarias de menor tamaño y complejidad. Al igual que con el estudio cuantitativo de impacto del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, los resultados del estudio correspondiente de la Comisión Europea, publicados al mismo tiempo que las propuestas del tercer documento de consulta, respaldaban los principales objetivos de la reforma. Además, la Comisión Europea publicó, en abril del 2003, sendos documentos de consulta sobre el crédito hipotecario y el tratamiento de los bonos con garantía y, posteriormente, los comentarios recibidos sobre ambos temas.



El BCE dio a conocer sus comentarios sobre las propuestas de la Comisión Europea relativas a la revisión del marco de capital de las entidades de crédito y las empresas de inversión. Expresando su apoyo al trabajo llevado a cabo en el ámbito de la UE, el BCE resaltó la importancia de mantener la coherencia entre el Nuevo Acuerdo de Capital de Basilea y el marco revisado de la UE, cuya terminación e implantación deberían coincidir en el tiempo.

### 2.3 VALORES

En el 2003 se realizaron importantes avances en las iniciativas emprendidas para aproximar las legislaciones de los distintos mercados de valores europeos y para actualizar las normas existentes. Por lo que se refiere a las normas, el BCE contribuyó al trabajo preparatorio llevado a cabo en los comités pertinentes de la UE y respondió a consultas formales.

En el marco del Plan de Acción para los Servicios Financieros se adoptaron dos directivas y se avanzó en la elaboración de otras dos. En enero del 2003 se adoptó la Directiva relativa al abuso del mercado, en la que se establecen una normas armonizadas para la prevención de las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado. En julio del mismo año, entró en vigor la Directiva relativa a los folletos, en la que se establece un pasaporte único para los emisores europeos de valores. En marzo del 2003, la Comisión Europea definió en su proyecto de Directiva relativa a la transparencia las obligaciones de información de los emisores europeos admitidos a cotización en los mercados regulados. En diciembre, el Consejo ECOFIN adoptó una Posición Común relativa a la propuesta de nueva directiva relativa a los mercados de instrumentos financieros, que sustituiría a la actual Directiva relativa a los servicios de inversión, vigente desde 1993.

En su dictamen sobre la propuesta de nueva directiva, el BCE respaldó los principios sobre los que se basa el marco regulador revisado.

Una aplicación eficaz de la directiva propuesta podrá, sin duda, fomentar la integración de los mercados europeos de valores. Más concretamente, en lo que respecta al nuevo marco regulador para la ejecución de las operaciones, el BCE se mostraba a favor de reforzar, tal como se proponía, las normas de transparencia, con el fin de evitar la fragmentación de los mercados y permitir a los inversores elegir los centros de negociación más eficientes. Sin embargo, el BCE manifestaba que las nuevas normas de transparencia deberían aplicarse no sólo a las acciones, sino también a los valores distintos de acciones, y que deberían establecerse los mecanismos para comparar todos los precios de mercado de forma exhaustiva.

### 2.4 OTRAS CUESTIONES

El marco contable de la UE ha estado en el centro de los debates, debido a la exigencia legal de que todas las empresas europeas admitidas a cotización, incluidas las entidades de crédito, elaboren sus estados financieros consolidados de acuerdo con las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC) a partir del año 2005. El BCE tiene el mayor interés en este debate, toda vez que las reformas contables tendrán profundas repercusiones sobre el sector bancario y financiero. Por otra parte, unas normas armonizadas y de elevada calidad contribuirán notablemente a la integración y la eficiencia de los mercados financieros de la zona del euro.

El interés del BCE se deriva también de la preocupación de que el uso más extendido del valor razonable para los instrumentos financieros, contemplado en las propuestas de NIC, pueda tener efectos significativos sobre la estabilidad financiera. A la luz de los análisis realizados en este ámbito desde el 2001, el Consejo de Gobierno dirigió al Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad y a la Comisión Europea sendas cartas, en las que reiteraba su preocupación por las posibles implicaciones que la aplicación de la contabilidad por el valor razonable a todos los instrumentos financieros pudiera tener para la estabilidad financiera,



especialmente en relación con la NIC 39 sobre el reconocimiento y la valoración de los instrumentos financieros.

Por último, dado que las estructuras nacionales de supervisión están siendo objeto de un gran número de reformas, el BCE publicó en junio del 2003 un informe titulado *Developments in national supervisory structures*, con el fin de ofrecer una panorámica de los principales cambios ocurridos recientemente en este ámbito y de los marcos institucionales resultantes establecidos en la UE y en los países adherentes.

### 3 INTEGRACIÓN FINANCIERA

El SEBC tiene un elevado interés en la integración de los mercados financieros y de las infraestructuras de los mercados europeos, debido al papel fundamental que éstos desempeñan en la transmisión de la política monetaria y en la estabilidad financiera, y también porque su integración debería contribuir a la existencia de una igualdad de condiciones en la UE, con independencia del país en el que estén radicados los agentes. Por otro lado, el artículo 105 del Tratado establece que, sin perjuicio del objetivo de mantener la estabilidad de precios, el SEBC apoyará las políticas económicas generales de la Comunidad, entre las que la integración financiera tiene una importancia prioritaria. El SEBC brinda este apoyo mediante una actuación directa, sirviendo de catalizador de una actuación colectiva y contribuyendo a una mayor concienciación de la necesidad de la integración y a un mejor conocimiento de los medios para lograrla.

En el 2003, el BCE intensificó su labor en pro de una integración generalizada del sistema financiero europeo, mediante iniciativas propias y la colaboración con otros organismos europeos a través de su participación en distintos foros y comités.

#### CONTRIBUCIÓN A LA ESTRATEGIA DE LA UE EN MATERIA DE SERVICIOS FINANCIEROS

El marco actual para conseguir un sistema financiero más integrado y eficiente en la UE se basa en el Plan de Acción para los Servicios Financieros de 1999 y en un proceso de regulación inspirado en el informe Lamfalussy del 2001. La primera valoración rigurosa de este marco está prevista para el verano del 2004.

Tal y como acordaron los Jefes de Estado o de Gobierno en el Consejo Europeo de Bruselas celebrado en marzo del 2003, la mayoría de las medidas legislativas contempladas inicialmente en el Plan deberán haber sido adoptadas en abril del 2004. El Parlamento Europeo suspenderá entonces sus actividades y se interrumpirá la labor legislativa. En estos momentos están todavía en curso varias importantes iniciativas. El proceso Lamfalussy se está

ampliando a otros sectores financieros (véase sección 2.1 del presente capítulo), y su plena y satisfactoria aplicación debería proporcionar al sistema financiero europeo un marco regulador más rápido y eficaz que el existente actualmente.

Si bien se han realizado avances fundamentales en los últimos años, queda todavía por llevar a cabo una labor considerable para conseguir una mayor integración del sistema financiero europeo. En el ámbito de la UE se han multiplicado recientemente las iniciativas encaminadas a definir la estrategia posterior al Plan de Acción, lo que requerirá la estrecha colaboración de todos los interesados.

El BCE ha participado activamente en esta labor y ha dado a conocer su opinión, tanto en los dictámenes que ha emitido, por ejemplo, en relación con la propuesta de nueva directiva relativa a los mercados de instrumentos financieros (véase sección 2.3 del presente capítulo), como en los distintos foros en los que se están debatiendo estos temas. En particular, el BCE considera que las medidas contempladas en el Plan de Acción configuran el marco legislativo básico del mercado único para los servicios financieros. Este marco ofrece la posibilidad de alcanzar una mayor integración financiera, lo que supone una oportunidad y un reto para las autoridades públicas y los participantes en el mercado.

En opinión del BCE, es importante que las autoridades públicas apliquen las medidas incluidas en el Plan de una forma coherente en todos los Estados miembros. A estos efectos, la ampliación del proceso Lamfalussy permitirá establecer unas normas técnicas más uniformes. Con ello, los participantes en el mercado contarán con un marco regulador común, que podrá modificarse con rapidez si resulta necesario. Por otra parte, a medida que se vaya logrando una mayor integración, los canales de transmisión del riesgo sistémico cambiarán probablemente, por lo que deberá incrementarse la cooperación y el intercambio de información entre los supervisores y los bancos cen-

trales, con el fin de constituir un sólido marco de supervisión y de estabilidad financiera.

Para complementar las iniciativas del sector público, los participantes en el mercado deberán también contribuir en mayor medida a la integración financiera de la UE, mediante una actuación colectiva que habrá de desarrollarse, principalmente, en dos áreas. En primer lugar, deberán participar de manera efectiva en el proceso de toma de decisiones, razón por la cual se potenciarán los procedimientos de consulta que se llevan a cabo en la UE. En segundo lugar, también será necesario que inicien una actuación colectiva, posiblemente con el respaldo de las autoridades públicas, en el ámbito de las convenciones de mercado y de la normatización de los productos.

#### **FOMENTO DE LA COLABORACIÓN ENTRE LOS PARTICIPANTES EN EL MERCADO**

Además de cooperar con otras autoridades públicas, el BCE actúa también en colaboración con el sector privado para fomentar una actuación colectiva. Ejemplo de ello es su participación en la iniciativa denominada *Short-Term European Paper* (STEP) y en las actividades del Grupo de Asesores Jurídicos de los Mercados Financieros Europeos.

El BCE ha acogido favorablemente y apoya la iniciativa STEP, desarrollada en la actualidad por un grupo de participantes en el mercado bajo los auspicios de la Asociación de Mercados Financieros y Asociación Cambista Internacional. Esta iniciativa tiene por objeto integrar los mercados europeos de instrumentos de renta fija a corto plazo, actualmente fragmentados, y promover su desarrollo.

Al igual que cuando el BCE estableció el EONIA, algunos participantes del sector privado le pidieron que impulsara esta iniciativa. Como respuesta, el BCE ha incorporado en su sitio web, a petición y en nombre de los citados participantes, una consulta pública sobre la manera en que se puede potenciar la integración de este segmento concreto del mercado.

A través de STEP se pretende crear un mercado mayorista para los instrumentos de renta fija a corto plazo integrado de hecho mediante la convergencia de los mercados europeos existentes. Esta iniciativa, cuyo objeto es impulsar la convergencia de las prácticas de mercado en los marcos legislativos nacionales y europeos existentes por medio de una convención de mercado, contará con la participación voluntaria de los emisores, que estuvieran dispuestos a cumplir determinadas condiciones especificadas en la convención de mercado, para que sus programas de emisión pudieran llevar la etiqueta STEP. Estas condiciones no sustituirían ni modificarían las normas nacionales existentes, sino que serían complementarias de las mismas. Tanto las entidades de crédito como otros intermediarios financieros (incluidos los emisores de bonos de titulización), las empresas y las autoridades públicas podrían solicitar la etiqueta STEP para sus programas de emisión.

El Grupo de Asesores Jurídicos de los Mercados Financieros Europeos, creado en 1999 con el propósito de debatir y promover iniciativas encaminadas a lograr una mayor armonización de las actividades desarrolladas en los mercados financieros europeos (leyes y prácticas de mercado) tras la introducción del euro, está integrado por asesores jurídicos de entidades de crédito radicadas en la UE, seleccionados en función de su experiencia personal. El grupo ha proporcionado recientemente asistencia a la Asociación Cambista Internacional en relación con los aspectos jurídicos de la iniciativa STEP. También ha centrado su atención en la eliminación de los impedimentos legales a la utilización transfronteriza de los activos de garantía, en los aspectos jurídicos de los mecanismos de compensación existentes en la UE, en la armonización del marco jurídico de los derechos sobre valores registrados en anotaciones en cuenta y en la desmaterialización de los valores (es decir, la emisión de títulos por medios electrónicos en lugar de que éstos estén representados físicamente por certificados)<sup>2</sup>.

2 Para más información sobre este grupo, véase [www.efmlg.org](http://www.efmlg.org).

### ZONA ÚNICA DE PAGOS PARA EL EURO

En el 2002, el Eurosistema adoptó un modelo de cooperación con el Consejo Europeo de Pagos (EPC), la estructura de gobierno del sector bancario europeo creada con el fin de constituir una zona única de pagos para el euro, en la que las diferencias en el nivel de servicio de los pagos nacionales y transfronterizos al por menor habrán de quedar eliminadas en el 2010.

El BCE participó como observador en la asamblea general, el órgano rector del Consejo Europeo de Pagos, y en los grupos de trabajo de dicho Consejo sobre efectivo, tarjetas de pago, tratamiento automatizado de principio a fin (*straight-through processing* – STP) e infraestructuras de mercado. El Eurosistema realizó una evaluación formal del avance hacia la zona única de pagos para el euro en un informe titulado *Towards a Single Euro Payments Area*, publicado en junio del 2003, en el que respaldó firmemente las decisiones adoptadas y los compromisos generales asumidos por el EPC. En abril del 2003, la Asociación Bancaria del Euro, que reúne a entidades de crédito residentes en la UE y sucursales en la UE de entidades bancarias no residentes, creó STEP 2, un nuevo sistema para el procesamiento al por mayor de pequeños pagos transfronterizos (actualmente, sólo transferencias). Es el primer proveedor de servicios de una cámara de compensación automatizada paneuropea (*pan-European automated clearing house* – PE-ACH). La capacidad de recepción de STEP 2, es decir la capacidad de una entidad de crédito de recibir un pago a través de PE-ACH, se ha ido ampliando gradualmente a todas las entidades crediticias de la UE, con lo que ha crecido su cuota de mercado de transferencias intracomunitarias.

Sin embargo, el informe dejaba claro que si las entidades de crédito no cumplían los compromisos asumidos con vistas a alcanzar una zona única de pagos para el euro, el Eurosistema consideraría la posibilidad de establecer medidas reguladoras, además de actuar como catalizador. Se insistía, específicamente, en la importancia de establecer estándares paneuropeos para el STP, como condición previa para

lograr una zona única para todos los instrumentos de pago en euros.

El informe recogía una serie de indicadores (conocidos como «indicadores SEPA», de las siglas en inglés de la zona única de pagos para el euro) utilizados para medir los avances hacia la zona única de pagos para el euro con respecto a los objetivos del propio EPC. En el segundo semestre del 2003, el EPC y el Eurosistema adoptaron un marco de información para estos indicadores, según el cual el EPC presentaría informes trimestrales al Eurosistema. El primer informe, entregado a finales del 2003, reflejó avances en distintas áreas, como la implantación del código internacional de cuenta bancaria (IBAN) y de un servicio básico de transferencias (Credeuro) con un tiempo garantizado de ejecución de tres días.

En octubre del 2003, el BCE organizó, en colaboración con el EPC, un seminario sobre la participación de los países adherentes al proceso de creación de la zona única de pagos para el euro. Por otro lado, en el transcurso del año se celebraron, en el seno del Grupo de Contacto sobre Estrategia de Pagos en Euros (COGEPs), reuniones con los participantes en los mercados de la UE, en las que se trataron cuestiones relacionadas con los grandes y pequeños pagos. A lo largo del 2003, el Eurosistema siguió colaborando estrechamente con la Comisión Europea, dado el papel complementario que desempeñan ambas instituciones para facilitar la constitución de la zona única de pagos para el euro. A este respecto, el BCE respondió a la consulta pública de la Comisión Europea sobre un nuevo marco jurídico para los pagos en el mercado interior.

### CONSOLIDACIÓN DE LA INFRAESTRUCTURA DE LA UE PARA LOS VALORES

El Eurosistema tiene especial interés en la integración de la infraestructura de la UE para los valores, con vistas a garantizar la igualdad de condiciones en los distintos países. El proceso de consolidación del sector de compensación y liquidación de valores de la UE continuó en el 2003, con la fusión de dos de las principales

## Recuadro 9

### MEDIDAS DE LA INTEGRACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS DE LA ZONA DEL EURO

El nivel de integración de los mercados financieros de la zona del euro se puede determinar utilizando varias medidas cuantitativas. En este recuadro se describen brevemente algunas de estas medidas y se valora el nivel de integración observado en distintos mercados financieros de la zona<sup>1</sup>.

Las medidas de la integración financiera permiten evaluar hasta qué punto el precio de los instrumentos financieros y el comportamiento de los participantes en el mercado pueden verse afectados por consideraciones geográficas. Algunas de estas medidas se basan en la ley del precio único y sirven para comprobar si activos comparables y disponibles en todos los países de la zona del euro se negocian al mismo precio en toda la zona. Otras medidas estiman la importancia relativa de factores comunes a la zona en los precios de los activos, en contraposición a factores idiosincrásicos y, en especial, factores nacionales. Por último, algunas medidas se utilizan para cuantificar los efectos de fricciones sobre las inversiones transfronterizas.

En general, la mayoría de las medidas muestran que el grado de integración de los mercados financieros es todavía heterogéneo, siendo muy avanzado en numerosos segmentos del mercado monetario, pero menos en los mercados de renta fija y de renta variable.

Todavía no se ha alcanzado una convergencia total del rendimiento de la deuda pública con características de riesgo de crédito, vencimiento y emisión similares o incluso idénticas, en algunos casos. Ello puede ser consecuencia, en parte, de diferencias en la liquidez de los mercados primario y secundario o en el grado de desarrollo de los mercados de derivados conectados con los distintos mercados de renta fija.

En los mercados de renta variable, el nivel de integración no es particularmente elevado, aunque el rendimiento de las acciones parece estar determinado cada vez más por factores comunes a la zona del euro. Al mismo tiempo, el sesgo local en las tenencias de valores de renta variable es decir, el hecho de que los inversores parecen dedicar una parte desproporcionada de sus tenencias de renta variable a valores nacionales, ha disminuido notablemente en los últimos años. Sin embargo, existen todavía importantes barreras a una mayor integración de los mercados de renta variable, entre las que se pueden citar las diferencias de regulación entre los distintos países y la considerable fragmentación de los sistemas de compensación y liquidación de la zona del euro.

Los mercados de crédito presentan todavía una fragmentación significativa. Por ejemplo, se observan sesgos locales persistentes en las operaciones de concesión y toma de préstamos realizadas con las sociedades no financieras y los hogares. Algunos de estos sesgos locales son «naturales», es decir, se explican por la ventaja de la proximidad y por asimetrías de la información, mientras que otros se deben, principalmente, a impedimentos legales, como las normas fiscales o las leyes concursales.

<sup>1</sup> Para más información sobre estas medidas, véase el artículo titulado «Integración de los mercados financieros europeos» en el Boletín Mensual de octubre del 2003.

## Recuadro 10

### RED DE INVESTIGACIÓN SOBRE LOS MERCADOS DE CAPITAL Y LA INTEGRACIÓN FINANCIERA EN EUROPA

En abril del 2002, el BCE y el Centro de Estudios Financieros establecieron una red de investigación destinada a promover la investigación sobre los mercados de capitales y la integración financiera en Europa. La red tiene por objeto estimular y coordinar la labor de investigación de representantes del mundo académico y de investigadores pertenecientes a organizaciones con responsabilidades de política económica, contribuyendo así de forma significativa a proporcionar al BCE un mayor conocimiento de la estructura y la integración presentes y futuras del sistema financiero en Europa y de sus vínculos con los sistemas financieros de Estados Unidos y Japón. Para más información sobre este tema se puede consultar la dirección de la red en Internet ([www.eu-financial-system.org](http://www.eu-financial-system.org)). En el primer seminario de la red, que se celebró en el BCE en abril del 2002, se estableció el programa de trabajo, identificando cinco temas que debían ser objeto de investigación de forma prioritaria: (i) competencia entre entidades de crédito y ámbito geográfico de las actividades bancarias, (ii) decisiones relativas a la composición de las carteras internacionales y vínculos entre los mercados de activos europeos, estadounidenses y japoneses, (iii) mercados europeos de renta fija, (iv) sistemas de liquidación de valores (SLV) europeos, y (v) aparición y desarrollo de la financiación inicial y de nuevos mercados en Europa. En marzo del 2003, el segundo seminario, organizado en Helsinki por el Suomen Pankki - Finlands Bank, se dedicó a los dos primeros temas. En noviembre del 2003, en el tercer seminario, organizado en Atenas por el Banco de Grecia, se analizaron los resultados relativos al tercero y se debatieron los dos últimos temas<sup>1</sup>. El BCE ha establecido también dentro de la red el programa de becas de investigación Lamfalussy (nombre del primer presidente del IME). Este programa financia a jóvenes investigadores para que realicen investigaciones de interés sobre los mencionados temas. Dos años de trabajo de la red se concluirán con un simposio, que se celebrará en la sede del BCE en Fráncfort en mayo del 2004, y en el que se presentarán los principales resultados obtenidos en los trabajos. Algunos de estos resultados han revelado una serie de hechos. En primer lugar, algunas de las características inherentes a las operaciones tradicionales de depósito y préstamo limitan la expansión transfronteriza de la banca comercial, incluso en una zona con una moneda común. En segundo lugar, ciertas investigaciones teóricas sugieren que las estructuras de supervisión pueden no ser neutrales ante una mayor integración bancaria en Europa. En tercer lugar, existen evidencias crecientes de que la introducción del euro ha contribuido a reducir el coste del capital en la zona. En cuarto lugar, una integración vertical demasiado pronunciada entre las plataformas de negociación y de liquidación de valores puede ser un obstáculo para una consolidación eficaz de los SLV. Por último, la globalización cada vez mayor de las actividades de las empresas es uno de los factores determinantes de la correlación creciente del rendimiento de los valores de renta variable observada en todo el mundo.

<sup>1</sup> En octubre del 2002, el BCE celebró también la segunda conferencia de banca central. Las actas de la conferencia se pueden consultar en la dirección del BCE en Internet, véase V. Gaspar, P. Hartmann, O. Sleijpen (eds), «The Transformation of the European financial system», Fráncfort, junio 2003.

entidades de contrapartida central, Clearnet y London Clearing House. La fusión en el 2002 de los sistemas de liquidación de valores Euroclear y CrestCo, que se encargan de la liquidación de las operaciones de las bolsas de valores

servidas por Clearnet y London Clearing House, representó otro importante paso hacia una mayor integración de la infraestructura de la UE para los valores.

### **DATOS ESTADÍSTICOS SOBRE EL GRADO DE INTEGRACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO DE LA ZONA DEL EURO**

En el 2003 se obtuvieron más datos estadísticos para evaluar el nivel de integración del sistema financiero de la zona del euro. En el recuadro 9 se analizan algunas de las medidas utilizadas para evaluar el nivel de integración alcanzado en los mercados financieros de la zona del euro. Por otra parte, el Eurosistema, en colaboración con representantes del mundo académico, ha promovido una investigación sobre el nivel de integración de los sistemas financieros de la zona del euro (véase recuadro 10).

Por lo que se refiere al sistema bancario de la zona del euro, el BCE está desarrollando un conjunto de indicadores básicos para medir el grado de integración del sistema. Estos indicadores, que se construyen a partir de los saldos trimestrales facilitados por las IFM, proporcionan una medida directa de las operaciones bancarias transfronterizas dentro de la zona del euro. Además de las medidas tradicionales de cuota de actividad transfronteriza, los indicadores reflejan también la distribución de la actividad, la función que desempeñan los sistemas bancarios nacionales, y las diferencias que presentan estos sistemas en cuanto a sus condiciones de acceso. Los indicadores revelan que la cuota de actividad transfronteriza es modesta para los segmentos minoristas del negocio bancario (véase recuadro 9), mientras que es mayor y muestra una tendencia creciente en el mercado interbancario de depósitos. Sin embargo, en lo que respecta a las actividades transfronterizas, cabe observar una posición cada vez más neutral de las entidades de crédito respecto a la situación geográfica de las entidades de contrapartida dentro de la zona del euro, tanto en el segmento minorista como en el mayorista.

Las nuevas estadísticas armonizadas de tipos de interés de las IFM, publicadas por primera vez en diciembre del 2003, permiten comparar de forma armonizada los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los depósitos y préstamos en toda la zona del euro (véase sección 4 del capítulo 2). Estas nuevas estadís-

ticas mensuales contribuyen a la evaluación de la convergencia hacia un mercado financiero único europeo para los depósitos y préstamos y potenciarán la transparencia de las actividades bancarias en la zona del euro. Las estadísticas sobre los mercados financieros elaboradas por el BCE incluyen también indicadores de precios y volumen de operaciones relativos a los mercados monetarios, de renta fija y de renta variable, así como medidas de volatilidad y convergencia referidas a todos los segmentos de mercado de la zona del euro.



## 4 VIGILANCIA DE LAS INFRAESTRUCTURAS DE MERCADO

Una de las funciones encomendadas al Eurosistema es la vigilancia de los sistemas de pago y compensación. Esta función tiene por objeto garantizar la eficacia y la seguridad de los flujos de pagos y, en particular, tratar de reducir al mínimo el riesgo sistémico derivado del mal funcionamiento de los sistemas de pago y de compensación o de los efectos de contagio por el incumplimiento de algún participante en el sistema.

Por otro lado, el Eurosistema tiene un interés general en otras infraestructuras que se utilizan para la transferencia de valores, como los sistemas de compensación y liquidación de valores, dado que todo fallo que se produzca durante la liquidación de los activos de garantía podría comprometer la ejecución de la política monetaria y el buen funcionamiento de los sistemas de pago. Un fallo en los sistemas de liquidación de valores (SLV) puede extenderse a los sistemas de pago, debido a la existencia de mecanismos de entrega contra pago para la transferencia de valores y del efectivo. Asimismo, la incapacidad por parte de las entidades de contrapartida central de compensar las transacciones puede dificultar la liquidación de las operaciones con valores. Todo ello llevó al BCE a reunirse en el 2003 con la Asociación Europea de Centrales Depositarias de Valores para analizar los últimos acontecimientos que afectan a las entidades que prestan servicios de liquidación. Además, el Eurosistema trató, en el seno del Grupo de Contacto sobre Infraestructuras de Valores en la zona del Euro, su política de activos de garantía, sobre la que se realizó una consulta pública en el 2003, así como otras cuestiones relacionadas con los valores a corto plazo, los enlaces indirectos<sup>3</sup> con un SLV como intermediario y las operaciones con valores realizadas con participantes del mercado. Puede encontrarse información más detallada sobre las infraestructuras de mercado en la publicación del BCE titulada *Payment and securities settlement systems in the European Union*, también conocida como *Blue Book*<sup>4</sup>.

La función de vigilancia del Eurosistema abarca desde los sistemas de grandes pagos,

con sus correspondientes proveedores de servicios de red, hasta servicios de pequeños pagos, así como otras actividades que podrían alterar el buen funcionamiento de los pagos en la zona del euro.

### 4.1 VIGILANCIA DE LAS INFRAESTRUCTURAS Y DE LOS SISTEMAS DE GRANDES PAGOS EN EUROS

#### EL SISTEMA TARGET

El Eurosistema desempeña sus tareas de vigilancia sobre todos los sistemas de pago en euros, incluidos aquéllos en los que actúa como gestor. Ése es el caso de TARGET (siglas en inglés del sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real), para el que se aplican criterios mínimos de vigilancia tan estrictos como los de los sistemas de pago privados.

En el marco aprobado por el Consejo de Gobierno a comienzos del 2003 se establecieron dos objetivos operativos básicos para la vigilancia de TARGET, que deben llevar a cabo los responsables de la vigilancia de este sistema (es decir, los BCN para los componentes nacionales y el BCE para su mecanismo de pagos). En primer lugar deben evaluar los distintos aspectos de TARGET y comprobar si cumple los «Principios Básicos para los Sistemas de Pago Sistémicamente Importantes»<sup>5</sup> adoptados por el Consejo de Gobierno en 2001 como base de su política de vigilancia de

3 Con un enlace indirecto con un SLV como intermediario, los SLV ya no necesitan establecer un enlace con todos los demás SLV, sino que pueden limitarse a utilizar un solo enlace con un sistema intermediario que tenga conexiones con los otros.

4 En septiembre del 2003, el BCE publicó un apéndice al *Blue Book* con datos de los años 1997-2001 relativos a los quince Estados miembros de la UE. Esta publicación fue elaborada en colaboración con los BCN. Por otra parte, el BCE organizó en el mismo mes un seminario, de dos días de duración, sobre los sistemas de pago y de liquidación de valores.

5 Informe del Comité de Sistemas de Pago y de Liquidación titulado «Principios Básicos para los Sistemas de Pago Sistémicamente Importantes», BPI, enero 2001. En este informe se describen también las responsabilidades de los bancos centrales al respecto y en concreto, se establece que los bancos centrales garantizarán el cumplimiento de los Principios Básicos por parte de todos los sistemas de pago sistémicamente importantes que ellos mismos gestionan.

dichos sistemas. En segundo lugar, han de informar a los BCN y al Consejo de Gobierno de los resultados de su evaluación, con el fin de que se tomen, en su caso, las medidas necesarias para garantizar el pleno cumplimiento de los Principios Básicos.

En el 2003, los responsables de la vigilancia de TARGET evaluaron todos los componentes del sistema para determinar su grado de cumplimiento de los Principios Básicos<sup>6</sup>. El resultado general de la evaluación fue positivo, aunque se señalaron áreas que requerían mejoras. Las conclusiones de la evaluación serán publicadas.

#### EURO I

La Asociación Bancaria del Euro (EBA), que está formada por entidades de crédito residentes en la UE y sucursales en la UE de entidades bancarias no residentes, creó un sistema multilateral de grandes pagos para las transferencias en euros en el ámbito de la UE, denominado EURO 1. En abril del 2003, la EBA constituyó un nuevo sistema de pequeños pagos transfronterizos, conocido como STEP 2 (véase también sección 3 del presente capítulo). Dado que STEP 2 efectúa la liquidación en EURO 1, este último sistema requería algunos cambios técnicos. En noviembre del 2003, la EBA introdujo también una nueva función, el Mecanismo Flexible de Liquidación, que permite a las entidades de crédito liquidar en EURO 1 sus posiciones en STEP 2 sin ser miembros ni accionistas directos de EURO 1.

Como responsable de la vigilancia de EURO 1, el BCE evaluó los cambios realizados en el sistema para comprobar si éste seguía cumpliendo los Principios Básicos, observando sólo algunos detalles de menor importancia que no influían de forma significativa en la seguridad y la eficiencia de EURO 1 y cuya corrección se tratará con la EBA a su debido tiempo.

#### SISTEMA CLS

*Continuous Linked Settlement* (CLS) es un sistema diseñado para liquidar operaciones de forma simultánea, firme e irrevocable. Antes de su implantación, cada parte de la operación

se liquidaba por separado, lo que implicaba un elevado riesgo sistémico en caso de incumplimiento, dado el intervalo de tiempo que transcurría normalmente entre la liquidación de las dos partes de la operación. CLS fue una respuesta del mercado a la presión ejercida por los bancos centrales para que se redujera el riesgo de liquidación de las operaciones de compraventa de divisas (conocido como «riesgo Herstatt»)<sup>7</sup>. El BCE tiene la doble función de participar en la vigilancia del sistema CLS y de proporcionar servicios de liquidación. La vigilancia de CLS se realiza mediante la estrecha colaboración entre los bancos centrales del G-10 y la Reserva Federal, que es el supervisor principal.

En septiembre del 2002, CLS comenzó a liquidar operaciones en siete de las principales divisas mediante un mecanismo de pago contra pago<sup>8</sup>. En septiembre del 2003 se añadieron cuatro divisas más<sup>9</sup>. Poco después de la puesta en funcionamiento, en CLS aumentó rápidamente el número de operaciones liquidadas, así como su importe. En diciembre del 2003, CLS liquidó un promedio de 37.000 operaciones diarias por un importe 550 mm de dólares. El euro representó cerca de una cuarta parte del total de pagos brutos liquidados a través del sistema, siendo, después del dólar, la segunda divisa más liquidada.

El Eurosistema ha acogido con satisfacción el mecanismo de pago contra pago, que permite reducir notablemente el riesgo de liquidación de las operaciones de compraventa de divisas. Sin embargo, CLS implica cierto grado de riesgo de liquidez, dado que las entidades de

6 También se comprobó si los otros sistemas de grandes pagos en euros cumplían los Principios Básicos: Paris Net Settlement (PNS), en Francia; Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sekit-järjestelmä (POPS), en Finlandia; y Servicio Español de Pagos Interbancarios (SPI), en España.

7 El BCE colabora con los demás bancos centrales del G-10 en materia de vigilancia, especialmente en lo que respecta a las infraestructuras de liquidación sistémicamente importantes, cuyo buen funcionamiento es fundamental fuera de la zona del euro.

8 El dólar estadounidense, el euro, el yen japonés, la libra esterlina, el franco suizo, el dólar canadiense y el dólar australiano.

9 La corona danesa, la corona sueca, la corona noruega y el dólar singapurense.

crédito deben efectuar pagos considerables a CLS entre las 7.00 h. y las 12.00 h. (hora central europea) y, en caso de mal funcionamiento del sistema, podrían no recibir las correspondientes divisas en el plazo previsto. Hasta el momento, las entidades de crédito han gestionado bien estas necesidades de liquidez. Los procedimientos de gestión de la liquidez parecen eficaces, ya que la demanda de liquidez necesaria para pagar a CLS no ha tenido un impacto negativo sobre el mercado en general<sup>10</sup>.

#### SWIFT

La *Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication* (SWIFT) es una organización creada por entidades de crédito, las cuales detentan la propiedad de la misma. SWIFT gestiona una red que permite el intercambio de mensajes de órdenes de pago y otros mensajes financieros entre entidades financieras a escala mundial. La vigilancia de SWIFT, a la que contribuye el BCE, se lleva a cabo mediante la colaboración entre los bancos centrales del G-10 y el Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique, que es el supervisor principal.

Además de comprobar la capacidad de SWIFT para afrontar posibles crisis, la vigilancia se centró especialmente en el cambio a una red de nueva generación, la migración a SWIFTNet, que debería concluir a finales del 2004. SWIFT ha mantenido periódicamente informados a los responsables de la vigilancia sobre los avances en la implantación de la red, así como sobre eventuales incidencias o modificaciones del plan de migración.

#### ACUERDOS DE CORRESPONSALÍA

Las entidades de crédito establecen con frecuencia acuerdos de corresponsalía por los cuales se proporcionan mutuamente servicios de pago y otros servicios relacionados, principalmente transfronterizos. En la UE, la corresponsalía en euros se concentra en un número reducido de participantes. Una encuesta realizada recientemente por el BCE sobre una muestra de entidades de crédito de la UE mostró que casi el 80% del importe y el 34% del número de los pagos en euros ejecutados por

medio de estos acuerdos se efectuaron por el 10% de las entidades encuestadas. Hay incluso indicios de que la concentración de los acuerdos de corresponsalía es aún mayor.

En la actualidad, el Eurosistema no considera que esta elevada concentración constituya un riesgo sistémico inmediato, ya que la corresponsalía representa únicamente una parte del total de pagos en euros. La gran mayoría de los flujos de pagos se llevan a cabo a través de los sistemas interbancarios de transferencia de fondos, como TARGET. Sin embargo, dada la importancia de la estabilidad del sistema financiero en su conjunto, el Eurosistema seguirá de cerca la evolución de esta área de actividad.

## 4.2 SERVICIOS DE PEQUEÑOS PAGOS

### VIGILANCIA DE LOS SISTEMAS

En cumplimiento de su función de promover el buen funcionamiento de los sistemas de pago, el Eurosistema ha perfeccionado también su política de vigilancia de los sistemas de pequeños pagos.

Tras realizar una consulta pública en el 2002, el Consejo de Gobierno adoptó, el 26 de junio de 2003, los «Criterios de vigilancia para los sistemas de pequeños pagos en euros», que se pueden consultar, junto con la nota de prensa correspondiente, en la dirección del BCE en Internet. Estos criterios, que se basan en los Principios Básicos para los Sistemas de Pago Sistémicamente Importantes, tienen por objeto fomentar la seguridad y la eficiencia de este sector, así como garantizar una vigilancia armonizada de los sistemas de pequeños pagos de la zona del euro.

Los criterios de vigilancia contienen indicaciones para la clasificación de los sistemas de

<sup>10</sup> Las necesidades medias de liquidez son del orden de varios centenares de millones de euros. Los pagos más elevados se sitúan, en promedio, en torno a mil millones de euros, mientras que el pago más alto efectuado hasta la fecha por una misma entidad de crédito ha sido de 5,9 mm de euros. Ninguno de estos pagos ha tenido un impacto negativo sobre los mercados monetarios de la zona del euro.

pequeños pagos en las siguientes categorías: sistemas de pequeños pagos sistémicamente importantes, sistemas de pequeños pagos de importancia significativa y otros sistemas de pequeños pagos. A los sistemas de pequeños pagos sistémicamente importantes se les aplicarán todos los Principios Básicos, mientras que a los sistemas considerados de importancia significativa se aplicará únicamente una selección de seis Principios Básicos. El resto de sistemas de pequeños pagos habrán de ajustarse a otros criterios aplicables, como por ejemplo, los criterios establecidos por el Eurosistema para los sistemas de dinero electrónico<sup>11</sup> o los criterios adoptados en los distintos países.

### SISTEMAS DE DINERO ELECTRÓNICO

En el informe titulado *Electronic money systems security objectives*, publicado en mayo del 2003, se describe el enfoque común del Eurosistema en materia de vigilancia de los sistemas de dinero electrónico. Los objetivos de seguridad establecidos en este informe tienen por finalidad garantizar la fiabilidad y seguridad técnica de estos sistemas, así como aumentar la confianza del público en ellos, así como conseguir un funcionamiento dentro de un marco normativo homogéneo. Los BCN evaluarán el cumplimiento de estos criterios por todos los sistemas de dinero electrónico en el transcurso del 2004.

### PAGOS ELECTRÓNICOS

En los últimos años, el uso creciente de nuevas tecnologías de comunicación y la necesidad de disponer de mecanismos específicos de pago para el comercio electrónico han hecho surgir nuevos intermediarios encargados del envío y el proceso de las órdenes de pago. Al mismo tiempo, las entidades de crédito han desarrollado también nuevos medios por los que los clientes pueden acceder a sus cuentas y ordenar pagos<sup>12</sup>. El BCE desea ofrecer un foro para la cooperación entre las partes interesadas y proporcionar análisis y estadísticas para ayudar a los mercados en sus esfuerzos por desarrollar mecanismos de pago más eficientes y seguros. En su labor de vigilancia de los pagos que se realicen a través de Internet y de las redes de

telefonía móvil, el BCE se centrará inicialmente en la seguridad de los instrumentos y sistemas correspondientes. Para alcanzar estos objetivos, el BCE se hizo cargo, en mayo del 2003, del Observatorio de los Sistemas de Pago Electrónico, creado en el 2000 bajo los auspicios de la Comisión Europea. Se trata de una página web ([www.e-pso.info](http://www.e-pso.info)) en la que se puede intercambiar información sobre nuevos sistemas e instrumentos de pago electrónico y que incluye un foro electrónico de debate, una lista de sistemas de pago electrónico y artículos sobre temas de interés.

### 4.3 SISTEMAS DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES

El Eurosistema desempeña dos funciones en el ámbito de los sistemas de compensación y liquidación de valores. En primer lugar, el Consejo de Gobierno evalúa los SLV de la UE para comprobar si cumplen los criterios que el Eurosistema, como usuario, estableció en enero de 1998 para reducir los riesgos en los que pudiera incurrir en la ejecución de sus operaciones de política monetaria<sup>13</sup>. En segundo lugar, el Eurosistema colabora con otras autoridades responsables de la regulación y vigilancia de los sistemas de compensación y liquidación de valores en la UE. El Eurosistema contribuyó a los trabajos del Grupo Giovannini, un foro de expertos financieros que asesora a la Comisión Europea sobre temas relativos al sector financiero, y su aportación se incluyó en el segundo informe Giovannini<sup>14</sup>. Por lo que se refiere a la cooperación internacional, el BCE participó

11 «Report on electronic money», agosto 1998; «Electronic money system security objectives», mayo 2003.

12 Para más información, véase el artículo titulado «Electronificación de los pagos en Europa» en el Boletín Mensual del BCE de mayo del 2003.

13 A falta de criterios de vigilancia armonizados a escala de la UE, los criterios para el uso de los sistemas se han considerado de hecho como estándares comunes para los SLV de la UE, motivo por el cual se tratan en el presente capítulo. No obstante, los criterios para el uso de los SLV no representan un conjunto completo de estándares de vigilancia o supervisión de estos sistemas.

14 «Second report on EU Clearing and Settlement Arrangements» del Grupo Giovannini, Bruselas, abril 2003, publicado en la página web de la Comisión Europea ([www.europa.eu.int](http://www.europa.eu.int)).

también en la elaboración de las recomendaciones para las entidades de contrapartida central formuladas por el Comité de Sistemas de Pago y Liquidación de Valores (CPSS) y la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO). Por último, cabe señalar la contribución del BCE al informe del CPSS titulado *Report on the role of central bank money in payment systems*<sup>15</sup>.

### **EVALUACIÓN DE LOS SISTEMAS DE LIQUIDACIÓN DE VALORES**

El Eurosistema evalúa anualmente los SLV de la UE admitidos para la liquidación de sus operaciones de crédito. Estas evaluaciones tienen por objeto limitar los riesgos a los que el Eurosistema está expuesto durante el proceso de liquidación. Los nueve criterios utilizados para estas evaluaciones están recogidos en el informe titulado *Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations*, publicado por el IME en noviembre de 1997.

En el 2003 se evaluaron veintidós SLV (incluidos cuatro sistemas ubicados en los tres países de la UE que aún no han adoptado el euro). En general, los SLV evaluados cumplían los criterios establecidos, aunque, en algunos casos, todavía eran necesarias algunas mejoras para llegar al pleno cumplimiento. El Eurosistema reconoce y sigue atentamente los esfuerzos de los gestores de estos sistemas por mejorar el nivel de cumplimiento. Por ejemplo, se ha procurado aumentar la fiabilidad operativa de los sistemas con vistas a garantizar la continuidad de las operaciones en caso de graves fallos. Algunos sistemas han incrementado el número de centros de contingencia y han perfeccionado los sistemas de seguridad. Por otro lado, en algunos países se ha modificado el marco legal para potenciar la seguridad jurídica de los sistemas. Finalmente, los sistemas se han esforzado también por reducir el riesgo de retrocesión que puede surgir cuando se efectúa una liquidación neta.

### **COLABORACIÓN CON EL COMITÉ DE REGULADORES EUROPEOS DE VALORES**

En el 2001, el Consejo de Gobierno aprobó un marco para la colaboración en el ámbito de los sistemas de compensación y liquidación de valores entre el SEBC y el Comité de Reguladores Europeos de Valores (CREV). A estos efectos se creó un grupo de trabajo compuesto por un representante de cada uno de los bancos centrales que integran el SEBC y de cada uno de los reguladores de valores del CREV.

El grupo centró sus trabajos en establecer estándares europeos para la compensación y la liquidación de valores, basados en las recomendaciones del CPSS y de la IOSCO, denominadas recomendaciones CPSS-IOSCO. En la elaboración de los estándares, el grupo tuvo también en cuenta la necesidad de eliminar las barreras a unos sistemas eficientes de compensación y liquidación de pagos transfronterizos en la UE, como figura en los mencionados informes del Grupo Giovannini.

El grupo de trabajo elaboró en el 2003 un documento de consulta sobre un conjunto de 19 estándares que tienen por objeto incrementar la seguridad, fiabilidad y eficiencia de los sistemas de compensación y liquidación de valores de la UE. El SEBC y el CREV realizaron conjuntamente una consulta pública sobre estos estándares.

En el citado documento, el grupo de trabajo procuró adoptar un enfoque funcional, es decir, aplicar los estándares a todas las funciones relacionadas con la compensación y liquidación de valores, con independencia del régimen jurídico de las instituciones que desempeñan estas funciones. Los futuros estándares SEBC-CREV se aplicarán pues a las infraestructuras de mercados de valores y, en particular, a las entidades de contrapartida central y a las centrales depositarias de valores nacionales e internacionales. Algunos estándares deberían aplicarse también a los grandes bancos custodios («custodios sistémicamente importantes»)

<sup>15</sup> BPI, agosto 2003.

que desarrollan una intensa actividad en el ámbito de la compensación y liquidación. Dado que es importante prevenir las confusiones al identificar las entidades «sistémicamente importantes», en la consulta pública figuraba un cuestionario específico sobre la conveniencia de incluir a los custodios y sobre cómo identificar a los grandes custodios. Los resultados de la consulta se publicaron en las direcciones del BCE y del CREV en Internet. Está previsto que el informe sobre los estándares SEBC-CREV quede concluido a mediados del 2004.



**Artista**  
Jens Fänge  
**Título**  
Jugend, 2003  
**Técnica**  
Óleo sobre lienzo  
**Tamaño**  
132 × 122 cm





## CAPÍTULO 4

# ASUNTOS EUROPEOS E INTERNACIONALES

## I ASUNTOS EUROPEOS

En el año 2003, el BCE mantuvo sus contactos habituales con instituciones y órganos de la Comunidad Europea. Representantes del BCE asistieron a las reuniones del Consejo ECOFIN en que se deliberó sobre cuestiones relativas a los objetivos y funciones del SEBC. El presidente del Consejo ECOFIN y el comisario correspondiente ejercieron también su derecho a participar en las reuniones del Consejo de Gobierno del BCE cuando así lo estimaron oportuno. El presidente del BCE y los gobernadores de los BCN participaron en las dos reuniones informales del Consejo ECOFIN, que tuvieron lugar en Atenas (Grecia) y Stresa (Italia), en los meses de abril y septiembre, respectivamente. El presidente del BCE asistió con regularidad a las reuniones del Eurogrupo, que sigue siendo un foro de especial relevancia donde el BCE, los ministros de Economía y Hacienda de los países miembros de la zona del euro y la Comisión mantienen un diálogo franco e informal sobre cuestiones de política económica. Asimismo, el BCE continuó asistiendo a las reuniones semestrales del Diálogo Macroeconómico, que reúne a representantes de los Estados miembros, de la Comisión, del BCE, de los bancos centrales de la UE de los países no pertenecientes a la zona del euro y de los interlocutores sociales de los países europeos.

Además de las citadas relaciones de carácter político, el BCE continuó participando tanto en las reuniones de expertos como en los grupos de trabajo de diversos organismos europeos y, en especial, el Comité Económico y Financiero (CEF), el Comité de Política Económica (CPE) y el recién creado Comité de Servicios Financieros (CSF). El BCE siguió atentamente todos los debates que en el ámbito europeo consideró relevantes para la consecución de sus objetivos y, en concreto, intervino en discusiones relativas al proyecto de Tratado por el que se instituye una Constitución para Europa (proyecto de Constitución), a las Orientaciones generales de política económica y al Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

### I.1 ASUNTOS DE CARÁCTER POLÍTICO

#### LA CONSTITUCIÓN PARA EUROPA

En julio de 2003, la Convención sobre el futuro de Europa (la Convención) finalizó el proyecto de Constitución, remitiéndolo al Consejo Europeo. De conformidad con el artículo 48 del Tratado de la Unión Europea (TUE), la Presidencia italiana del Consejo convocó una Conferencia Intergubernamental (CIG) con el fin de discutir y adoptar, de manera oficial, modificaciones a los Tratados ya existentes. La CIG comenzó sus trabajos en el mes de octubre. En la reunión del Consejo Europeo celebrada los días 12 y 13 de diciembre de 2003, los Jefes de Estado o de Gobierno no pudieron alcanzar un acuerdo global sobre el proyecto de Constitución. El Consejo Europeo solicitó de la Presidencia irlandesa una evaluación de las perspectivas de avance y la presentación de un informe en la reunión del Consejo Europeo de marzo de 2004.

El BCE efectuó un seguimiento muy atento de los progresos realizados en la Convención y en la CIG y contribuyó a sus deliberaciones en cuestiones trascendentales para las funciones y el mandato del BCE y del SEBC. Estas contribuciones incluyeron dos cartas remitidas por el presidente del BCE al presidente de la Convención, en mayo y junio del 2003, con sugerencias del Consejo de Gobierno para mejorar los proyectos preliminares de la Constitución. Ambas cartas se publicaron en la dirección del BCE en Internet.

En el verano de 2003, la Presidencia italiana remitió al Consejo el proyecto de Constitución elaborado por la Convención como propuesta oficial de modificación de los Tratados. Al tiempo, solicitó al BCE su dictamen al respecto, conforme al artículo 48 del TUE, que establece la consulta al BCE en caso de modificaciones institucionales en el ámbito monetario. El 19 de septiembre, el BCE envió su dictamen a la Presidencia del Consejo<sup>1</sup>, que contemplaba favorablemente un proyecto de

1 CON/2003/20, DO C 229 de 25.9.2003, p. 7.

Constitución que simplificaba, racionalizaba y clarificaba el marco jurídico e institucional de la Unión Europea. El BCE se reafirmó en su posición de que el traslado de las disposiciones sobre el BCE y el SEBC desde el Tratado actual a la Constitución no debería suponer cambios de fondo, y que la sustancia de las funciones, el mandato, la condición y el régimen jurídico del BCE y del SEBC debían mantenerse sin cambios. Aún concediendo gran importancia a la estabilidad institucional y operativa en el ámbito monetario, el BCE también manifestó ser consciente del hecho de que una nueva Constitución repercutiría necesariamente en el marco institucional, pero que los ajustes y actualizaciones previstos en el proceso constituyente no afectarían a la citada estabilidad.

En líneas generales, el dictamen del BCE valoró positivamente el proyecto de Constitución, aunque puso de manifiesto que determinados artículos afectaban al ejercicio de las funciones y tareas del BCE y del SEBC y que era necesario aclararlos y modificarlos.

Las principales sugerencias del BCE consistieron en introducir una referencia al «crecimiento no inflacionista» o a la «estabilidad de precios» en el apartado 3 del artículo I-3 relativo a los objetivos de la Unión, clarificar la situación del BCE dentro del marco institucional, incluir una referencia al SEBC y al Euro-sistema en el título del artículo I-29 relativo al BCE, al Eurosistema y al SEBC, reconocer la independencia de los BCN en este último artículo, introducir el término «Eurosistema» —expresión ampliamente extendida— y añadir una referencia explícita a las competencias del SEBC en el ámbito de la representación internacional del euro del artículo III-90.

El BCE intervino de manera oficial en las negociaciones de la CIG en una ocasión, ante una propuesta de la Presidencia del Consejo para extender de modo sustancial la aplicación del actual procedimiento simplificado de enmienda que permite modificaciones al artículo 10.2 de los Estatutos del SEBC (véanse más detalles en el capítulo 8). El nuevo proce-

dimiento propuesto habría dado cobertura a cualquier modificación de las disposiciones básicas relativas a los órganos rectores del BCE y habría permitido la introducción de enmiendas sin la ratificación de los Estados miembros. Ante esto, el presidente del BCE envió una carta, el 26 de noviembre de 2003 al presidente del Consejo de la UE, exponiendo que el Consejo de Gobierno mantenía importantes reservas, frente a la propuesta al considerarla una modificación sustancial de la actual constitución del SEBC. Como consecuencia, la Presidencia del Consejo decidió retirar su propuesta.

### **LAS ORIENTACIONES GENERALES DE POLÍTICA ECONÓMICA DEL 2003**

Las Orientaciones generales de política económica adoptadas en el 2003 por el Consejo ECOFIN no sólo abogaron por la continuidad de unas finanzas públicas saneadas, sino que hicieron también especial hincapié en las reformas estructurales. Con arreglo a la estrategia de Lisboa, se solicitó a los Estados miembros la puesta en práctica de políticas encaminadas a la integración de los mercados de capitales, así como a la intensificación de la competencia en los mercados de bienes y servicios. Además de recomendar la mejora del funcionamiento de los mercados de trabajo mediante unos mecanismos de negociación salarial sólidos y unos sistemas impositivos y de prestaciones sociales eficaces, las Orientaciones generales de política económica también prestaron especial atención a la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas, ante el envejecimiento de la población de la UE. Por primera vez, las Orientaciones generales del 2003 fueron adoptadas para un período de tres años, entre los años 2003 y 2005, así como ocurrió con las Orientaciones para el empleo. Este novedoso procedimiento refleja el deseo de prestar mayor atención a la ejecución de las políticas, en vez de a la adopción frecuente de nuevas orientaciones.

El BCE intervino en las discusiones preparatorias de las Orientaciones generales de política económica a través de su participación en el CEF y en el CPE, y estuvo a favor de que las Orientaciones generales se centraran en las

políticas macroeconómicas orientadas a la estabilidad y las reformas estructurales, y en mejorar su ejecución. En sus comunicaciones y publicaciones, el BCE subrayó continuamente la necesidad de acelerar el proceso de aplicación de las reformas estructurales, a fin de incrementar el crecimiento del producto potencial de la zona del euro. En particular, el BCE ha tratado de concienciar acerca de la necesidad de introducir reformas en los mercados de trabajo y de proceder a una integración de los mercados financieros (véase el recuadro 5).

#### **EL INFORME DEL CONSEJO ECOFIN SOBRE EL FORTALECIMIENTO DE LA COORDINACIÓN DE LAS POLÍTICAS PRESUPUESTARIAS**

En respuesta a la solicitud del Consejo Europeo, la Comisión presentó en noviembre del 2002 sus propuestas encaminadas a reforzar la coordinación de las políticas presupuestarias. El Consejo ECOFIN revisó posteriormente las propuestas de la Comisión y, en marzo del 2003, adoptó su propio «Informe sobre el fortalecimiento de la coordinación de las políticas presupuestarias». En su informe, el Consejo ECOFIN manifestó su acuerdo con la Comisión en el sentido de que no consideraba necesaria la modificación del Tratado ni del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, ni tampoco la introducción de nuevas reglas u objetivos presupuestarios. El Consejo ECOFIN compartía con la Comisión la opinión de que existían áreas donde podrían introducirse mejoras en cuanto a la aplicación del Pacto. Por ejemplo, el Consejo ECOFIN consideraba que, si bien continuaba siendo esencial la vigilancia de los saldos nominales, el cumplimiento del requisito incluido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento de lograr un saldo presupuestario próximo al equilibrio o con superávit debería evaluarse en términos ajustados de ciclo. Además, el Consejo ECOFIN estimó que, a la hora de evaluar las políticas presupuestarias de los Estados miembros, debería prestarse atención a las circunstancias concretas de cada país, tales como la calidad y la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas, así como el margen de seguridad necesario para evitar que se superara el valor de referencia del déficit

público, situado en el 3% del PIB. El Consejo ECOFIN subrayó también que los países con déficit que incumplan el requisito de lograr un saldo presupuestario próximo al equilibrio o con superávit han de mejorar su situación presupuestaria ajustada de ciclo. En este contexto, el Consejo ECOFIN recordó el acuerdo del Eurogrupo de 7 de octubre de 2002, en el sentido de que los países de la zona del euro cuyos déficit incumplan el requisito de lograr un saldo presupuestario próximo al equilibrio o con superávit deberán reducir cada año sus déficit estructurales en, al menos, un 0,5% del PIB.

A lo largo de las discusiones mantenidas sobre las propuestas de la Comisión, el BCE subrayó el hecho de que las reglas y los procedimientos del Pacto de Estabilidad y Crecimiento ofrecen un marco adecuado para las políticas fiscales de la UEM. En consecuencia, el BCE manifestó su pleno apoyo a la opinión del Consejo ECOFIN de no considerar necesaria la introducción de cambios en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

#### **LA APLICACIÓN DEL PACTO DE ESTABILIDAD Y CRECIMIENTO**

En 2003, la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento se halló en una grave encrucijada. En un entorno económico menos favorable de lo anteriormente previsto, los Estados miembros que habían sido incapaces de alcanzar situaciones presupuestarias saneadas durante el período de auge precedente encontraron cada vez mayores dificultades para respetar el valor de referencia del déficit público del 3% del PIB, al tiempo que, en ciertos casos, se observaba la violación de dicho límite. En el año 2002, el Consejo ECOFIN había constatado la existencia de un déficit excesivo en Portugal y había enviado una recomendación a ese país para que pusiera fin a la situación de déficit excesivo a finales del 2003, a más tardar. Durante 2003, el procedimiento de déficit excesivo iniciado contra Portugal quedó en suspenso a la espera de su corrección (véanse los rasgos generales del procedimiento de déficit excesivo en el recuadro 1).

En enero de 2003, el Consejo ECOFIN adoptó una decisión sobre la existencia de déficit excesivo en Alemania y envió una recomendación a dicho país para que pusiera fin a dicha situación. El Consejo ECOFIN recomendó a las autoridades alemanas que aplicasen en el año 2003 las medidas correctoras previstas en sus planes presupuestarios por un importe del 1% del PIB y que corrigiesen el déficit excesivo a la mayor brevedad posible y, a más tardar, en el año 2004.

Con posterioridad, las cifras de déficit presupuestario y deuda pública certificadas en marzo del 2003 por Eurostat pusieron de manifiesto que el déficit público registrado durante 2002 en Francia también había sobrepasado el valor de referencia del 3% del PIB. En consecuencia, el Consejo ECOFIN adoptó, en junio del 2003, una decisión sobre la existencia de déficit excesivo en Francia y envió una recomendación a este país para que pusiera fin a esa situación. El Consejo ECOFIN recomendó a las autoridades francesas el logro de una mejora sustancialmente mayor que la prevista en aquel momento del déficit ajustado de ciclo correspondiente al año 2003, así como una corrección del déficit excesivo a la mayor brevedad posible y, a más tardar, en el año 2004.

En vista de la persistente evolución negativa de los resultados presupuestarios en Francia y Alemania, la Comisión decidió en los meses de octubre y noviembre acometer las siguientes fases de los procedimientos de déficit excesivo iniciados contra estos dos países. A este fin, la Comisión formuló unas recomendaciones para que el Consejo tomara una decisión relativa a si se habían adoptado medidas eficaces o si el resultado de dichas medidas era el adecuado, así como otras recomendaciones para que el Consejo adoptara la decisión de exigir a Francia y Alemania la aplicación de las medidas oportunas para reducir sus déficits públicos. La Comisión estimó que Francia no había adoptado medidas efectivas, y consideró que las de Alemania era inadecuadas. La Comisión recomendó retrasar desde el 2004 al 2005 el año en que, a más tardar, Francia y Alemania tendrían que corregir sus déficits exce-

sivos, haciendo mención que estos dos países se enfrentaban a unas situaciones económicas más débiles de lo previsto.

En su reunión de 25 de noviembre de 2003, el Consejo ECOFIN decidió no seguir la recomendación de la Comisión, debido a que el clima económico era peor de lo esperado y a que los Gobiernos francés y alemán habían adquirido unos compromisos presupuestarios. Por el contrario, el Consejo adoptó unas conclusiones en las cuales decidía suspender los procedimientos de déficit excesivo y solicitaba a Francia y Alemania la aplicación de medidas que garantizaran la corrección de sus déficits excesivos en el año 2005.

En un comunicado inmediatamente posterior a esta reunión del Consejo ECOFIN, el Consejo de Gobierno lamentó profundamente las decisiones adoptadas por el Consejo ECOFIN y advirtió de que el hecho de que el Consejo ECOFIN no se atuviera a las reglas y procedimientos contemplados en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento ponía en peligro la credibilidad del marco institucional y la confianza en la solidez de las finanzas públicas de los Estados miembros de la zona del euro. Tomando nota de los compromisos presupuestarios adquiridos por Francia y Alemania, el Consejo de Gobierno instó a los Gobiernos afectados a asumir sus responsabilidades, señalando que resultaba indispensable la adopción de medidas a fin de limitar los efectos negativos sobre la confianza. Además, el Consejo de Gobierno ratificó a los ciudadanos su compromiso de mantener la estabilidad de precios.

El 28 de enero de 2004 la Comisión presentó un recurso ante el Tribunal de Justicia Europeo impugnando las conclusiones del Consejo ECOFIN de 25 de noviembre de 2003, a fin de clarificar la aplicación de las disposiciones pertinentes del Pacto de Estabilidad y Crecimiento desde una perspectiva jurídica. El BCE comparte las reservas de la Comisión acerca de las conclusiones del Consejo ECOFIN y respeta su decisión de buscar una mayor claridad jurídica en esta materia.

**EL PROCEDIMIENTO DE DÉFICIT EXCESIVO**

El procedimiento de déficit excesivo establece los pasos que han de darse a fin de evaluar y decidir sobre la existencia de un déficit excesivo y de garantizar su oportuna corrección. Este procedimiento se basa en el artículo 104 del Tratado y en el Reglamento (CE) n° 1467/97 del Consejo, de 7 de julio de 1997, relativo a la aceleración y clarificación del procedimiento de déficit excesivo. Este Reglamento forma parte del Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

La Comisión elaborará un informe cuando la ratio de déficit público previsto o planeado en relación con el PIB sobrepase un valor de referencia del 3% y se considere que el exceso no es moderado ni temporal, o cuando la ratio de deuda pública en relación con el PIB rebase un valor de referencia del 60% y la diferencia no disminuya a un ritmo satisfactorio. El CEF emitirá un dictamen sobre el citado informe y, si la Comisión decide que existe un déficit excesivo. La Comisión enviará, a su vez, un dictamen al Consejo. Sobre la base de una recomendación de la Comisión, el Consejo ECOFIN decidirá si existe un déficit excesivo. Si se decide declarar la existencia de un déficit excesivo, el Consejo ECOFIN enviará al Estado miembro en cuestión recomendaciones con vistas a poner fin a esa situación y establecerá un plazo de cuatro meses como máximo para que éste adopte las medidas oportunas. El Consejo ECOFIN fijará también un plazo máximo para la corrección del déficit excesivo, que deberá llevarse a cabo en el año siguiente a la constatación de su existencia, salvo en el caso en que concurran circunstancias especiales. El procedimiento se suspenderá si el Estado miembro adopta las medidas recomendadas, en cuyo caso la Comisión y el Consejo ECOFIN vigilarán la aplicación de éstas. Si las medidas no se adoptasen, el Consejo ECOFIN tomará una decisión a este respecto y, en el plazo de un mes, formulará una advertencia al Estado miembro a fin de que tome medidas para reducir el déficit. El contenido de la advertencia podrá o no diferir de la recomendación previa en función de la evolución de los acontecimientos en el ínterin. Si las medidas se adoptan, entonces el procedimiento se suspenderá de nuevo y la Comisión y el Consejo ECOFIN vigilarán su aplicación. No obstante, si las medidas necesarias decididas por el Consejo ECOFIN no son adoptadas en el plazo máximo de dos meses, dicho Consejo tomará la decisión de imponer sanciones. Cuando el Consejo ECOFIN decida imponer sanciones, se exigirá, como norma general, la constitución de un depósito sin intereses. En caso de que el déficit excesivo no se haya corregido en los dos años siguientes, el depósito se convertirá, como norma general, en una multa.

En resumen, el procedimiento de déficit excesivo consta de tres fases principales. En primer lugar, la decisión de existencia de un déficit excesivo y el envío de recomendaciones por parte del Consejo ECOFIN al Estado miembro en cuestión. En segundo lugar, una advertencia del Consejo ECOFIN al Estado miembro a fin de que tome medidas para reducir el déficit. Y, en tercer lugar, la imposición de sanciones. Si en cualquier momento se considerase que las medidas adoptadas por el Estado miembro no se están aplicando o no son eficaces, el Consejo ECOFIN avanzará hasta la siguiente fase del procedimiento. La posible imposición de sanciones representa el último incentivo para que el Estado miembro corrija oportunamente su déficit excesivo.

Ese mismo día, la Comisión anunció que presentaría propuestas para el fortalecimiento de los mecanismos de gestión económica de la zona del euro, incluidas mejoras en la aplica-

ción del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. A este respecto, el Consejo de Gobierno no considera necesaria la introducción de modificaciones en el Tratado, y, en su opinión, el Pacto

de Estabilidad y Crecimiento es adecuado en su forma actual. El BCE comparte con la Comisión la idea de que la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento podría mejorarse, en concreto, con respecto al análisis de los saldos presupuestarios estructurales y al fortalecimiento de los incentivos par adoptar políticas fiscales adecuadas en las épocas de bonanza económica. Asimismo, las reglas fiscales tendrían que ser más claras y debería reforzarse la capacidad para hacerlas cumplir.

## **1.2 CAMBIOS INSTITUCIONALES RELATIVOS A IMPORTANTES ORGANISMOS EUROPEOS**

El Tratado de Adhesión se firmó el 16 de abril de 2003, preparando el camino para que se incorporen los diez nuevos Estados miembros a la UE el 1 de mayo de 2004. Como es costumbre tras la firma de un Tratado de Adhesión, los representantes de los países adherentes han podido participar en calidad de observadores en las instituciones y organismos comunitarios en los que se hallan representados los Estados miembros, y pasarán a ser miembros de pleno derecho en la fecha de adhesión.

Al objeto de garantizar la continuidad de la eficacia funcional con posterioridad a la ampliación, tanto el CEF como el CPE revisaron durante el primer semestre del 2003 su composición y sus métodos de trabajo. Tras dichas revisiones, el 18 de junio de 2003, el Consejo ECOFIN modificó los Estatutos de ambos Comités. En el caso del CPE, se decidió reducir el número de representantes que cada delegación aporta al Comité. Así, mientras que, con anterioridad, los Estados miembros, la Comisión y el BCE nombraban, cada uno de ellos, a cuatro representantes, los nuevos Estatutos reducen a dos los representantes de cada delegación. Por el contrario, se decidió no modificar el número de representantes en el CEF. Por tanto, los Estados miembros, la Comisión y el BCE seguirán nombrando, cada uno de ellos, a dos representantes, y además, los dos representantes nombrados por cada uno de los Estados miembros continuarán siendo seleccionados

entre los altos cargos de la Administración y del BCN, respectivamente. Sin embargo, se decidió modificar el criterio de asistencia a las reuniones del Comité en función de los asuntos a debatir. Cuando el Comité delibere sobre asuntos relacionados con las funciones y la experiencia de los BCN, el Comité tendrá una «composición plena», reuniéndose todos sus miembros. En otros casos, el Comité podrá reunirse en su «composición restringida», de forma que sólo estén presentes los representantes de las Administraciones, de la Comisión y del BCE. El Comité considera importante mantener los conocimientos técnicos y la perspectiva analítica que aportan los BCN, así como permitir que sigan involucrados en cuestiones de las que éstos son responsables.

La revisión de los métodos de trabajo del CEF tuvo lugar no sólo con motivo de la ampliación, sino a consecuencia también de la nueva estructura de estabilidad financiera, regulación y supervisión de la UE (véase la sección 2 del capítulo 3). A este respecto, en su reunión de 3 de diciembre de 2002, el Consejo ECOFIN solicitó al CEF que le informara en cuestiones de estabilidad financiera, por lo que éste efectúa ahora exámenes regulares sobre esta materia. A las reuniones dedicadas a dichos exámenes asisten altos cargos no pertenecientes al Comité, incluido el presidente del Comité de Supervisión Bancaria del SEBC. En el mes de febrero de 2003, el Consejo ECOFIN creó el Comité de Estabilidad Financiera, que sustituyó al anterior Grupo de Política de Servicios Financieros, y en el que el BCE participa en calidad de observador. Este Comité depende del CEF y su función consiste en prestar asesoramiento al Consejo ECOFIN y a la Comisión sobre una amplia gama de cuestiones de política económica que afectan a los mercados financieros.



## 2 ASUNTOS INTERNACIONALES

El BCE y los BCN siguieron participando en los procesos de cooperación internacional en materia monetaria, financiera y económica. Los acuerdos relativos a la representación internacional del BCE se mantuvieron sin cambios. Dentro de la UE, la coordinación de los asuntos internacionales de índole macroeconómica y financiera continuó en el seno del CEF, así como a través de los directores ejecutivos del FMI que representan a los Estados miembros de la UE, incluido el representante del BCE en calidad de observador.

El 29 de mayo de 2003, el presidente de Estados Unidos emitió un orden presidencial en virtud de la cual se extendían al BCE los privilegios, exenciones e inmunidades otorgados a los organismos públicos internacionales bajo la «Ley de Inmunidades de los Organismos Internacionales» de 1945, tras la aprobación por el Congreso de Estados Unidos, en noviembre del 2002, de una normativa que permitía la aplicación de dicha Ley al BCE. El nuevo marco jurídico debería garantizar no sólo una mejor protección de los activos del BCE mantenidos en Estados Unidos, sino también favorecer el afianzamiento de las relaciones bilaterales con las instituciones estadounidenses pertinentes.

### 2.1 SISTEMA MONETARIO Y FINANCIERO INTERNACIONAL

#### SUPERVISIÓN MULTILATERAL Y BILATERAL DE LAS POLÍTICAS MACROECONÓMICAS

El BCE participó con regularidad en el intercambio de información y de opiniones sobre la evolución de la economía y las políticas económicas con otras autoridades de fuera de la zona del euro, así como con organismos internacionales. El presidente del BCE, junto con la Presidencia del Eurogrupo, asistió a las reuniones de ministros de Economía y Hacienda y de gobernadores de los bancos centrales del G-7 dedicadas a debatir asuntos relacionados con la supervisión internacional y los tipos de cambio. El presidente del BCE participó también en las deliberaciones sobre la situación de la economía mundial en otros foros, tales como

las reuniones de gobernadores de bancos centrales del G-10, que preside en la actualidad, y las de ministros y gobernadores del G-10 y del G-20. El representante del BCE participó en calidad de observador en las discusiones del Directorio del FMI sobre las perspectivas de la economía mundial, así como en sus deliberaciones ordinarias sobre la evolución de la economía y los mercados mundiales. Por último, el BCE participó en las actividades del Comité de Política Económica de la OCDE, que centró su atención en la evolución y perspectivas de la economía mundial y en las políticas económicas necesarias.

El FMI y la OCDE llevaron a cabo sus habituales análisis de las políticas monetarias, financieras y económicas de la zona del euro. El FMI decidió simplificar, a partir del año 2003, su proceso de supervisión de las políticas de la zona mediante la reducción, de dos a una, del número de consultas completas realizadas cada año sobre las políticas citadas en virtud del artículo IV. El FMI decidió que sus empleados continuarían realizando sus dos misiones anuales ante las autoridades de la zona del euro, incluido el BCE, pero que el Directorio del FMI discutiría el resultado de la segunda misión de manera informal. El informe completo, preparado por los expertos del FMI, sobre las políticas de la zona del euro basado en el artículo IV se publicó en septiembre del 2003.

En julio del 2003, la OCDE publicó su informe económico sobre la zona del euro, en el que se llevaba a cabo un examen de la evolución reciente y de las perspectivas a corto plazo, así como de las políticas fiscales, monetarias y estructurales, incluyendo un estudio sobre las políticas de competencia en los mercados de productos. Este informe, preparado por un equipo de expertos de la OCDE sobre la base, entre otros trabajos, de una visita de trabajo al BCE, fue ultimado por el Comité de Revisión Económica y Desarrollo de la OCDE, en el que la presidencia del Eurogrupo, la Comisión Europea y el BCE representaron conjuntamente a la UE.

## SEGUIMIENTO DE LA EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES

Una serie de organismos y foros internacionales llevan a cabo el seguimiento de la evolución de los mercados financieros internacionales. El BCE y los BCN participaron durante el año 2003 en estas actividades, ofreciendo sus propios análisis y opiniones, especialmente en el Foro sobre Estabilidad Financiera, en el Comité sobre el Sistema Financiero Global, con base en el BPI, y en el Comité de Mercados Financieros de la OCDE.

El representante del BCE tomó parte en calidad de observador en las deliberaciones del Directorio del FMI relativas a los informes sobre estabilidad financiera internacional. El BCE también participó como miembro u observador en el trabajo de una serie de organismos y foros internacionales sobre aspectos concretos del funcionamiento de los mercados financieros internacionales. El Foro sobre Estabilidad Financiera pasó revista a cuestiones relacionadas con el sector de reaseguros, las transferencias del riesgo de crédito, las prácticas de auditoría, las normas de contabilidad, el gobierno corporativo y los centros financieros extraterritoriales. El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea continuó sus trabajos sobre el Nuevo Acuerdo de Capital (véase la sección 2 del capítulo 3). El Comité sobre el Sistema Financiero Global publicó informes sobre «Transferencia del riesgo de crédito» y «Estructuras de incentivos en la gestión institucional de activos y sus implicaciones sobre los mercados financieros» e inició estudios sobre la función de las agencias de calificación crediticia en el ámbito de la financiación estructurada, así como de la inversión extranjera directa en los sectores financieros de las economías emergentes. El BCE participó asimismo en las actividades del Comité de Sistemas de Pago y Liquidación, presidido por un miembro del Comité Ejecutivo del BCE (véase la sección 4 del capítulo 3).

## ARQUITECTURA FINANCIERA INTERNACIONAL

El SEBC contribuyó con sus propias evaluaciones y análisis al proceso de discusión en curso sobre la arquitectura del sistema financiero internacional que se lleva a cabo en el FMI y en

otros foros afines, a través tanto de su participación directa como de sus labores de coordinación en el seno de la UE.

En esta participación se incluyen trabajos sobre el fomento de la estabilidad económica y financiera mediante, entre otras mejoras, una mayor calidad de los exámenes de sostenibilidad de la deuda y una mayor atención a las debilidades potenciales de los balances de situación en las economías emergentes.

La comunidad internacional estudió también la contribución de la consolidación de las instituciones (*institution-building*) a los resultados económicos. Dentro de este contexto, tuvo lugar en el seno del G-20 una discusión acerca del papel desempeñado por la consolidación de las instituciones en el sector financiero sobre la base del estudio de casos preparados por una serie de miembros del G-20, en el que el BCE contribuyó con una experiencia sobre la integración financiera en la UE<sup>2</sup>.

Con respecto a la solución armoniosa de las crisis financieras en las economías emergentes, el FMI finalizó su examen de la política de acceso a sus recursos, es decir, de las reglas para determinar el volumen de asistencia financiera que se concede a un país miembro con dificultades de balanza de pagos. El Directorio de FMI acordó una serie de requisitos procedimentales y de criterios básicos que rigen el acceso a unos recursos por encima de los límites normales, proporcionales a las cuotas asignadas a cada país miembro del FMI.

En este terreno, ha continuado el debate sobre los procedimientos encaminados a facilitar las reestructuraciones ordenadas de la deuda soberana. El SEBC ha sido partidario de realizar progresos adicionales en los tres grupos de instrumentos que, en un sentido amplio, se habían propuesto<sup>3</sup>. Una propuesta suponía la modifica-

2 «Globalisation: The role of institution building in the financial sector – The EU experience», BCE, noviembre del 2003.

3 Véanse más detalles en el artículo titulado «Resolución de crisis en economías emergentes: retos para la comunidad internacional» incluido en el Boletín Mensual de noviembre del 2003.

ción del marco contractual para incluir cláusulas de acción colectiva encaminadas a facilitar la coordinación entre los acreedores. Esta propuesta ya está siendo aplicada. En el transcurso del 2003 se llevaron a cabo importantes avances en pos de una mayor generalización de la inclusión de estas cláusulas en bonos soberanos emitidos en jurisdicciones extranjeras, y los Estados miembros de la UE, en un esfuerzo por predicar con el ejemplo, se comprometieron a incluirlas en sus emisiones de deuda. Una segunda propuesta consistió en la creación de un mecanismo de reestructuración de la deuda soberana, que es una especie de procedimiento de quiebra en el ámbito internacional que habría sido incorporado al derecho internacional. Sin embargo, en la reunión de primavera del Comité Monetario y Financiero Internacional, celebrada en abril del 2003, se puso de manifiesto la ausencia de apoyo político suficiente para la creación, incluso de una versión suave, de dicho mecanismo. Aun así, resta todavía por explorar en qué medida sus características concretas –tales como una mejora de la transparencia y de la divulgación de información, la agregación de distintas emisiones de deuda y la creación de un foro de resolución de litigios– podrían reproducirse al margen del marco jurídico internacional. Una tercera propuesta consistía en la elaboración de un código de conducta aplicable de manera voluntaria, que establecería un conjunto de buenas prácticas y directrices para los deudores, los acreedores y los organismos oficiales internacionales. En la actualidad están llevándose a cabo las labores de redacción del citado código.

#### **EL PAPEL INTERNACIONAL DEL EURO**

El BCE continuó durante el 2003 su análisis del papel internacional del euro<sup>4</sup>. Así, emprendió labores encaminadas a perfeccionar su sistema estadístico y a mejorar, desde una perspectiva analítica, su comprensión del uso del euro por parte de los no residentes en la zona. Si dispuso de nuevos datos, relativos en particular al detalle por monedas del comercio exterior de determinados países de la zona del euro, a las operaciones diarias del mercado de divisas liquidadas a través del *Continuous Linked*

*Settlement* (CLS) y al papel desempeñado por el euro en el mercado internacional de préstamos.

El BCE también inició en el 2003 labores encaminadas a analizar, desde una óptica microeconómica, los mercados en los que los no residentes en la zona del euro hacen una mayor utilización de la moneda única. Se prestó una especial atención a la contribución que hace el centro financiero de Londres a la función de la moneda europea en los mercados financieros de fuera de la zona del euro. En líneas generales, los resultados de este examen confirmaron que el papel internacional del euro continúa creciendo de manera gradual, que se caracteriza porque su ámbito de predominio es básicamente regional y que, en cierta medida, su impulso procede de la propia zona del euro.

Los resultados ofrecieron, asimismo, una visión más clara tanto de la distribución geográfica de los usuarios del euro como del alcance de su papel internacional. En los países alejados geográficamente de la zona del euro, los agentes han utilizado principalmente el euro hasta ahora para endeudarse mediante la emisión de valores, así como en sus operaciones con divisas. Desde el comienzo de la tercera fase de la UEM, las grandes compañías estadounidenses son emisores muy activos de instrumentos de renta fija denominados en euros, con el específico fin de diversificar su base de inversores. Una proporción no insignificante de las operaciones con divisas en las que intervino el euro tuvo lugar conjuntamente en los centros financieros de Estados Unidos y Asia. Existen indicios de que los participantes en los mercados financieros residentes en algunos de estos países tienden a utilizar el centro financiero de Londres como lugar de acceso a sus actividades financieras denominadas en euros. Asimismo, con arreglo a las fuentes informativas de los mercados, en el 2003 aumentó la demanda por parte de inversores asiáticos de bonos denominados en euros emitidos por no residentes en la zona del euro, lo

<sup>4</sup> Véase la publicación «Review of the international role of the euro», BCE, diciembre del 2003.

que sugiere un creciente papel del euro como moneda de inversión internacional. No obstante, el mayor predominio de la moneda única como divisa internacional tiene lugar, con diferencia, en los países vecinos de la zona del euro, y el centro financiero de Londres desempeña una función primordial, cuya actividad en relación con las operaciones financieras denominadas en euros de los no residentes de la zona del euro oscila habitualmente entre un tercio y dos tercios del total. Por último, nuevas evidencias obtenidas en el 2003 sugieren que la propia zona del euro es un determinante significativo del papel internacional de su moneda, dada su condición de economía de gran tamaño y financieramente abierta. Desde el inicio de la tercera fase de la UEM, las emisiones de bonos denominados en euros realizadas por no residentes se han dirigido, en buena medida, hacia los inversores de la zona del euro y han sido adquiridas por éstos. Además, los trabajos llevados a cabo en el 2003 han mostrado que las entidades de crédito de la zona del euro se encuentran entre los participantes más activos en los mercados denominados en euros del centro financiero de Londres, contribuyendo así de manera sustancial a fortalecer el papel de la moneda única en los mercados financieros de fuera de la zona del euro.

## 2.2 COOPERACIÓN CON LOS PAÍSES NO PERTENECIENTES A LA UE

En el año 2003, como parte de sus actividades de carácter internacional, el BCE continuó desarrollando un amplio conjunto de relaciones bilaterales, así como de contactos multilaterales, con países ubicados en otras regiones del mundo. Dentro de la amplia región geográfica vecina de la UE, el BCE amplió la cooperación con Rusia, Turquía, la cuenca mediterránea, Oriente Medio y África. Asimismo, se profundizó en las relaciones con las principales economías emergentes de las regiones de Asia y el Pacífico y de América Latina.

En noviembre del 2003, el Eurosistema puso en marcha un proyecto, de dos años de duración,

de asistencia técnica al Banco Central de Rusia, financiado por la Unión Europea en el marco de su programa de asistencia técnica a la Comunidad de Estados Independientes (programa TACIS). El proyecto abarca las áreas de supervisión y regulación bancarias, la inspección y concesión de licencias, así como el reflotamiento de entidades de crédito, y se basa en la gran experiencia con que cuentan los BCN y las autoridades supervisoras de la UE en el ámbito de la supervisión bancaria. Expertos procedentes de nueve BCN<sup>5</sup> y de tres supervisores bancarios de la UE que no son bancos centrales<sup>6</sup> formarán a unos 400 empleados y directivos del Banco Central de Rusia a lo largo de 24 meses, mediante cursos y seminarios, la mayoría de los cuales tendrá lugar en las instalaciones del Banco en Moscú, así como en visitas de estudio de los expertos rusos a los países de la UE. El BCE coordina este proyecto, a través del cual el Eurosistema pretende contribuir al fortalecimiento de la función de supervisión bancaria del Banco Central de Rusia como medida básica encaminada a fomentar un entorno financiero más estable.

El BCE continuó su diálogo al más alto nivel en materia de política económica con el Banco Central de la República de Turquía, país que tiene actualmente la condición de candidato a la adhesión a la UE<sup>7</sup>. Las discusiones con el banco central turco se centraron en el proceso de estabilización macroeconómica de su economía, la introducción prevista por parte del Banco de una estrategia formal de objetivos de inflación y en la situación económica en la zona del euro. Además de este diálogo en mate-

5 Deutsche Bundesbank, Banco de España, Banque de France, Central Bank and Financial Services Authority of Ireland, Banca d'Italia, De Nederlandsche Bank, Oesterreichische Nationalbank, Banco de Portugal y Suomen Pankki – Finlands Bank.

6 Rahoitustarkastus de Finlandia, Finansinspektionen de Suecia y Financial Services Authority del Reino Unido.

7 El Consejo Europeo celebrado en 1999 en Helsinki concedió a Turquía la condición de candidato a país miembro de la UE. El Consejo Europeo celebrado en el año 2002 en Copenhague indicó que si el Consejo Europeo de diciembre de 2004 decidía que Turquía cumplía los criterios de Copenhague, la UE iniciaría las negociaciones encaminadas a la adhesión sin pérdida de tiempo.

ria de política económica, durante el 2003 prosiguió la cooperación técnica entre las diversas unidades operativas del BCE y del Banco Central de Turquía.

En los últimos años, el BCE ha establecido relaciones bilaterales con los bancos centrales de la cuenca mediterránea. En octubre del 2003, el BCE, en colaboración con la Banca d'Italia, organizó una reunión de carácter técnico dirigida a representantes de los bancos centrales de los países mediterráneos socios de la Declaración de Barcelona<sup>8</sup>, que sirvió de preparación del seminario de alto nivel del Euro-sistema, celebrado en Nápoles en enero del 2004, en el que participaron los gobernadores de los bancos centrales de los países del Mediterráneo. Este seminario giró en torno a las relaciones económicas y financieras entre la zona del euro y los países de la cuenca mediterránea, los regímenes de tipo de cambio y las reformas del sistema financiero puestas de relieve por los participantes en la reunión preparatoria previa.

En Oriente Medio, el BCE intensificó sus relaciones con el Consejo de Cooperación del Golfo en vista de la intención de los seis Estados miembros de este consejo<sup>9</sup> de emitir una moneda única en el año 2010. En el mes de junio, el BCE participó en Qatar en una reunión del Comité Técnico del citado consejo para preparar la unión monetaria.

Las relaciones bilaterales con los bancos centrales de África continuaron centrándose durante el 2003 en aspectos relacionados con las uniones monetarias. Diversos actos ofrecieron al BCE la oportunidad de contribuir, sobre la base de la experiencia de la UEM, a los debates existentes en la región. El BCE fue invitado a participar en un encuentro del Comité para la Reforma Institucional de la Unión Monetaria de África Occidental<sup>10</sup>, celebrado bajo los auspicios del Banco Central de los Estados de África Occidental en Dakar (Senegal). El Comité, que incluye expertos del Banco de los Estados de África Occidental, de otros bancos centrales, de los Estados miembros y de la

comunidad académica, tiene el mandato de examinar los Estatutos de este banco y el marco institucional del área monetaria, sin menoscabo del régimen de tipo de cambio imperante. Asimismo, el BCE tomó parte en el foro de ministros de Economía y Hacienda de la Zona Monetaria de África Occidental<sup>11</sup> celebrado en Accra (Ghana), dedicado al seguimiento de los avances realizados en pos de la integración monetaria de los países de habla inglesa de la región. Además, el BCE asistió al foro anual de gobernadores del Instituto de Gestión Macroeconómica y Financiera de África Oriental y del Sur que reunió en Basilea a los gobernadores de los bancos centrales de doce países africanos. En dicho foro se debatieron los actuales proyectos de uniones monetarias regionales existentes en África, así como las lecciones de integración monetaria que cabe extraer de la experiencia de la UEM.

Las relaciones bilaterales con los países del Este asiático se intensificaron en el transcurso del año, destacando la visita de un miembro del Comité Ejecutivo a Corea, Japón e Indonesia. El BCE participó también en la quinta Conferencia de ministros de Economía y Hacienda de Asia y Europa (ASEM) celebrada en Bali (Indonesia) en julio del 2003. Las aportaciones del BCE versaron sobre la integración económica de la región del Este asiático, el papel de los bancos centrales en la gestión de las crisis y la experiencia europea en materia de regulación y cooperación orientada a la estabilidad financiera.

En el 2003, el BCE se convirtió en «miembro colaborador» del Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA), tras haber participado desde 1999 en un creciente número de conferencias y reuniones organizadas por este. Uno de los principales objetivos de este

8 Argelia, Chipre, Egipto, Israel, Jordania, Líbano, Malta, Marruecos, la Autoridad Palestina, Siria, Túnez y Turquía.

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

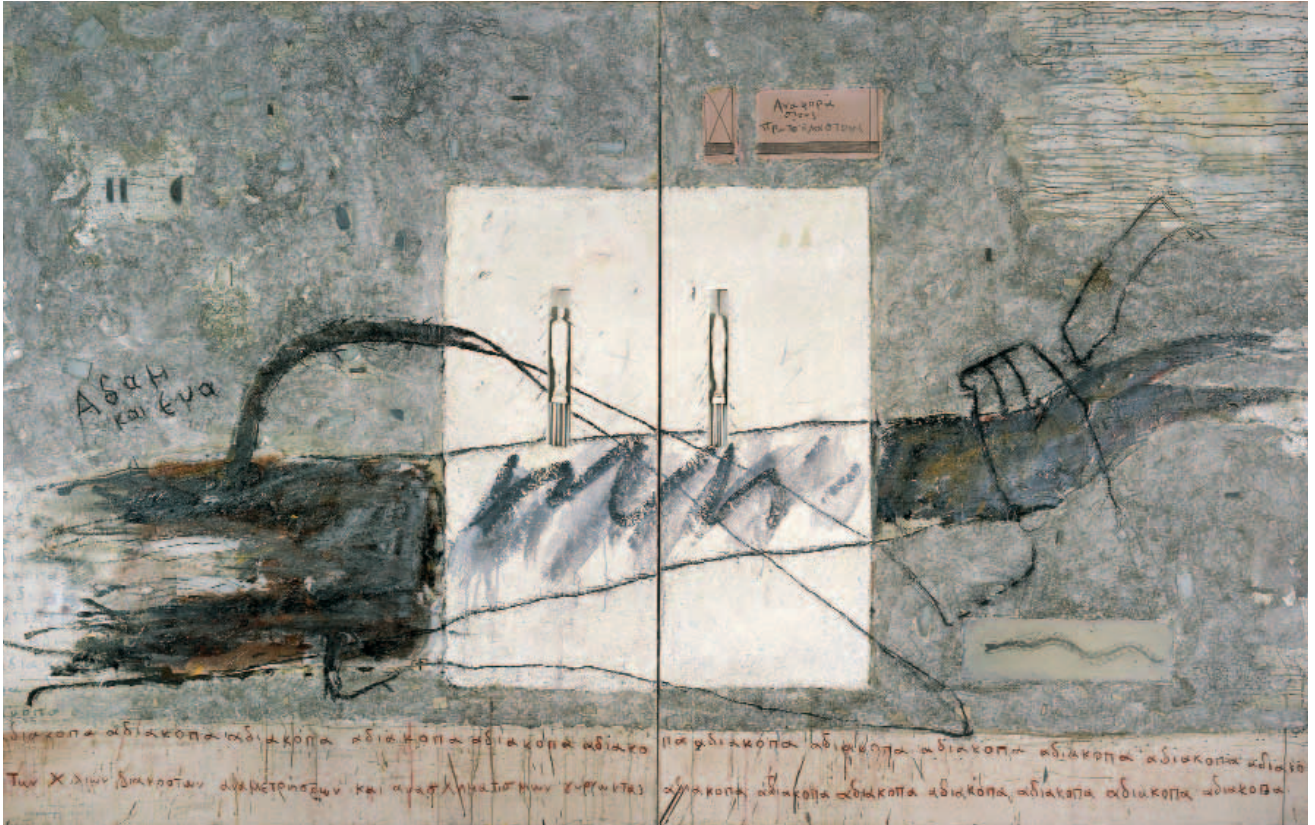
10 Benín, Burkina Faso, Guinea-Bissau, Mali, Níger, Senegal y Togo.

11 Gambia, Ghana, Guinea, Nigeria y Sierra Leona.

centro de estudios consiste en promover un mejor conocimiento de las cuestiones monetarias y bancarias en América Latina y el Caribe, así como ofrecer información sobre la evolución de las políticas monetarias y financieras en los ámbitos regional e internacional. Asimismo, el CEMLA ha puesto en marcha un proyecto encaminado a promover la convergencia entre un cierto grupo de países de la región.



**Artista**  
Kyriakos Mortarakos  
**Título**  
Sin título  
**Técnica**  
Técnica mixta  
**Tamaño**  
220 x 320 cm





## CAPÍTULO 5

# RENDICIÓN DE CUENTAS

## I RENDICIÓN DE CUENTAS ANTE LA OPINIÓN PÚBLICA

En las últimas décadas, la independencia de los bancos centrales se ha convertido en un rasgo institucional clave del marco de la política económica de los países industrializados. La decisión de conceder a los bancos centrales independencia con respecto a la influencia política está firmemente enraizada en la experiencia histórica, la teoría económica y la evidencia empírica, que demuestra que la independencia de un banco central favorece el mantenimiento de la estabilidad de precios y, de ese modo, contribuye al bienestar económico general.

Al mismo tiempo, uno de los principios fundamentales de las sociedades democráticas es que las autoridades públicas tengan que rendir cuentas ante la opinión pública, de la que, en última instancia, emanan su mandato y su independencia. La rendición de cuentas puede entenderse como la obligación legal e institucional de un banco central independiente de explicar sus decisiones de manera clara y exhaustiva a los ciudadanos y a sus representantes electos, exigiéndole con ello responsabilidades en relación con la consecución de sus objetivos.

El Tratado, que establece las funciones y los objetivos del SEBC, ha sido ratificado por todos los Estados miembros de la UE, de conformidad con los respectivos requerimientos constitucionales nacionales. Así, los ciudadanos europeos han encomendado al SEBC el mandato de mantener la estabilidad de precios y, sin perjuicio de este objetivo prioritario, apoyar las políticas económicas generales de la Comunidad. Al mismo tiempo, el Tratado impone obligaciones de información precisas que permiten a la opinión pública europea y a sus representantes electos exigir responsabilidades al BCE en relación con la consecución de estos objetivos. Este marco institucional se ha visto reafirmado por la Convención sobre el futuro de Europa y se ha incluido en el proyecto de Tratado por el que se instituye una Constitución para Europa (véase sección 1 del capítulo 4).

Desde su creación, el BCE ha reconocido la vital importancia de sus obligaciones en cuanto a la rendición de cuentas y, en consecuencia, mantiene contactos regulares con los ciudadanos europeos y con sus representantes electos. Este compromiso queda asimismo reflejado en los numerosos discursos públicos pronunciados por miembros del Consejo de Gobierno en toda la zona del euro en el 2003. Estos contactos con los ciudadanos europeos permiten al Eurosistema explicar las decisiones de política monetaria del Consejo de Gobierno y abordar directamente cualquier pregunta o inquietud.

Aparte de estos contactos directos con los ciudadanos europeos, el Tratado impone una serie de exigencias de información al BCE, de las que el Informe Anual, dirigido al Parlamento Europeo, al Consejo, a la Comisión y al Consejo Europeo, constituye un ejemplo. Otras obligaciones de información incluyen la publicación de un informe trimestral y de un estado financiero consolidado semanal. El BCE supera con creces estas obligaciones mediante la publicación de un extenso boletín mensual. En el ámbito institucional, el Tratado asigna un papel destacado al Parlamento Europeo en lo que respecta a la rendición de cuentas del BCE (véase sección 2 de este capítulo).

En determinados aspectos, la rendición de cuentas está estrechamente vinculada a la transparencia. La transparencia significa no sólo divulgar información, sino también estructurarla de forma que los ciudadanos puedan entenderla. La transparencia requiere de los bancos centrales una explicación clara de la forma en que interpretan y ejecutan su mandato y facilita el proceso de exigencia de responsabilidades a los bancos centrales por sus actuaciones. El BCE considera la transparencia un componente esencial de su marco de política monetaria, que contribuye a que la opinión pública efectúe un seguimiento del banco central y evalúe el desempeño de sus funciones. La transparencia también exige una explicación del marco analítico aplicado en el proceso interno de toma de decisiones y en la evaluación del estado de la economía, así como de los

argumentos económicos que sirven de base para las decisiones de política. La transparencia resulta considerablemente reforzada gracias a que la estrategia de política monetaria se anuncia públicamente. En consonancia con estas consideraciones, el BCE anunció su estrategia de política monetaria en 1998, estrategia que se confirmó y se puntualizó en mayo del 2003, tras una exhaustiva evaluación por parte del Consejo de Gobierno (véase sección 1 del capítulo 1). De este modo, el BCE proporcionó a la opinión pública una referencia clara para la evaluación de su actuación.

La transparencia puede aumentar la efectividad de la política monetaria por diversas razones. En primer lugar, un banco central puede fomentar la credibilidad a través de la claridad en lo que respecta a la interpretación de su mandato y la forma en que trata de cumplirlo. La percepción de que un banco central está decidido a cumplir su mandato de política monetaria, y capacitado para ello, contribuye a afianzar las expectativas sobre la evolución futura de los precios. A su vez, si las expectativas están bien afianzadas, en niveles compatibles con la estabilidad de precios, menos razones tendrán los agentes económicos para apartarse del supuesto de la estabilidad de precios al fijar salarios o precios, y también disminuye el riesgo de que se desarrolle una espiral inflacionista o deflacionista de precios y salarios.

En segundo lugar, un compromiso firme con la transparencia impone a los responsables de la política monetaria una autodisciplina que, a su vez, contribuye a garantizar la coherencia de sus decisiones y explicaciones en el tiempo. Facilitar el escrutinio público de las decisiones de política monetaria refuerza los incentivos para que los órganos rectores cumplan su mandato de manera adecuada y coherente.

En tercer lugar, mediante el anuncio público de su estrategia de política monetaria y la comunicación de su evaluación periódica de la evolución económica, el banco central proporciona orientaciones a los mercados, de forma que las

expectativas pueden formarse con mayor eficiencia y precisión. Esto contribuye a que los mercados financieros comprendan mejor el patrón de respuesta de la política monetaria a la evolución económica y, de este modo, anticipen la orientación general de la política monetaria en el medio plazo. Por su parte, ello debe contribuir a que los mercados financieros evolucionen sin problemas.

Con el fin de asegurar que respeta los principios de rendición de cuentas y de transparencia, el BCE utiliza distintos cauces de comunicación, superando con creces las obligaciones de información establecidas en el Tratado y que se describen con más detalle en el capítulo 6<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Para una discusión más detallada sobre la rendición de cuentas y la transparencia, véase el Boletín Mensual de noviembre del 2002.

## 2 RENDICIÓN DE CUENTAS ANTE EL PARLAMENTO EUROPEO

### 2.1 LAS RELACIONES ENTRE EL BCE Y EL PARLAMENTO EUROPEO EN EL 2003

De conformidad con lo dispuesto en el artículo 113 del Tratado, el BCE continuó informando regularmente al Parlamento Europeo de las decisiones adoptadas en el ámbito de la política monetaria y de sus otras funciones. Al igual que en años anteriores, este intercambio de opiniones entre el BCE y el Parlamento Europeo se llevó a cabo, principalmente, mediante comparecencias trimestrales del presidente del BCE ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios. Asimismo, el presidente fue invitado a presentar el Informe Anual 2002 del BCE ante la sesión plenaria del Parlamento Europeo.

Además, siguiendo la práctica habitual, se invitó a otros miembros del Comité Ejecutivo a comparecer ante el Parlamento Europeo a fin de intercambiar opiniones sobre diversos temas. En abril del 2003, el vicepresidente presentó el Informe Anual 2002 del BCE ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios. En marzo, la citada Comisión escuchó las opiniones del Sr. Issing sobre el contexto económico y sobre el borrador de las Orientaciones generales de política económica para el período comprendido entre el 2003 y el 2005.

El BCE continuó con la práctica de responder voluntariamente a las preguntas formuladas por escrito por los miembros del Parlamento Europeo en relación con el cumplimiento del mandato del BCE, superando las obligaciones impuestas por el Tratado.

Finalmente ha de mencionarse el papel desempeñado por el Parlamento Europeo en el nombramiento de un nuevo presidente y de otros miembros del Comité Ejecutivo. El artículo 112 del Tratado estipula que el Parlamento Europeo dará su opinión sobre los candidatos antes de que éstos sean nombrado, de común acuerdo, por los Gobiernos de los Estados miembros a nivel de Jefes de Estado o de Gobierno. Para preparar sus opiniones, el Parlamento Europeo invitó al Sr. Trichet y a la

Sra. Tumpel-Gugerell a comparecer ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios para que presentaran sus puntos de vista y respondieran a las preguntas de sus miembros. Tras estas comparecencias, el Parlamento Europeo, en sesión plenaria, aprobó ambos nombramientos.

### 2.2 OPINIÓN DEL BCE SOBRE CUESTIONES PLANTEADAS EN LAS REUNIONES CON EL PARLAMENTO EUROPEO

Aunque en las comparecencias ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios se trató un amplio conjunto de temas, las decisiones de política monetaria del BCE y su valoración de la evolución económica y monetaria en que se basan estas decisiones fueron los principales temas considerados. Los apartados que figuran a continuación se ocupan de otras cuestiones relevantes planteadas por el Parlamento Europeo y recogen las opiniones presentadas por el BCE. Muchas de estas cuestiones también se incluyeron en la resolución del 3 de julio de 2003 del Parlamento Europeo sobre el Informe Anual presentado por el BCE el año pasado.

### REFORMA DEL SISTEMA DE VOTACIÓN EN EL CONSEJO DE GOBIERNO

De conformidad con el apartado 6 del artículo 10 de los Estatutos del SEBC, el 3 de febrero de 2003 el BCE sometió al Consejo de la UE una recomendación de reforma del derecho de voto del Consejo de Gobierno (véase sección 1 del capítulo 8). El citado artículo también establece que se consultará a la Comisión Europea y al Parlamento Europeo antes de que el Consejo de la UE adopte una decisión. En febrero del 2003, el presidente del BCE presentó la recomendación ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios, que fue objeto de crítica durante el debate que tuvo lugar al respecto.

En el dictamen emitido el 13 de marzo de 2003, el Parlamento Europeo rechazó la recomendación del BCE y sugirió la preparación de

una nueva propuesta. Mientras tanto habrá de mantenerse la normativa vigente, en virtud de la cual todos los gobernadores de los BCN del Eurosistema tienen derecho de voto en el Consejo de Gobierno.

En marzo del 2003, el Consejo de la UE, reunido en su formación de Jefes de Estado o de Gobierno, adoptó por unanimidad el nuevo sistema de votación en el Consejo de Gobierno, aprobando la recomendación del BCE. La reforma del derecho de voto entrará en vigor una vez sea ratificada por todos los Estados miembros de conformidad con sus respectivos requerimientos constitucionales. El nuevo sistema de votación se aplicará cuando el número de gobernadores de los BCN en el Consejo de Gobierno sea superior a quince.

### **EVALUACIÓN DE LA ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA DEL BCE**

El presidente informó al Parlamento Europeo del resultado de la evaluación de la estrategia de política monetaria del BCE por el Consejo de Gobierno (véase sección 1 del capítulo 1). Algunos de los miembros de la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios agradecieron la confirmación y aclaración de la estrategia, sobre todo en lo que respecta a la definición de estabilidad de precios, y afirmaron que garantizaba la continuidad de la política del BCE. Otros miembros de la Comisión plantearon la cuestión de si la estrategia de política monetaria del BCE trataba de evitar tanto la inflación como la deflación, y si la definición de estabilidad de precios del BCE tomaba debida cuenta de la posibilidad de un sesgo de medición del IAPC.

El presidente aclaró que el BCE permanecería atento para tratar de evitar tanto la inflación como la deflación. A este respecto, la reciente aclaración de que, al tratar de alcanzar la estabilidad de precios, el Consejo de Gobierno intentaría mantener las tasas de inflación por debajo, aunque próximas al 2%, en términos de incremento anual del IAPC en el medio plazo, garantiza un margen de seguridad considerable y adecuado para protegerse del riesgo de defla-

ción. Añadió que aunque todavía no se contaba con datos suficientes para determinar la magnitud del sesgo de medición del IAPC, los estudios disponibles indicaban que, probablemente, fuera reducido. Al dejar claro que la estabilidad de precios debía mantenerse en el medio plazo, el BCE tomó en consideración el hecho de que era imposible que un banco central ajustara la evolución a corto plazo de los precios, y que, en consecuencia, éstos pudieran superar transitoriamente el nivel de aumento considerado compatible con la estabilidad de precios.

En su resolución sobre el Informe Anual 2002 del BCE, el Parlamento Europeo acogió positivamente la evaluación del BCE sobre la estrategia de política monetaria y expresó su confianza en que «las aclaraciones reforzarán la adecuación de la estrategia de política monetaria en los años venideros».

### **RENDICIÓN DE CUENTAS Y TRANSPARENCIA**

Una vez más, la rendición de cuentas y la transparencia ocuparon un lugar destacado en los contactos entre el BCE y el Parlamento Europeo. En esencia no se modificaron las opiniones de ambas instituciones. En su resolución sobre el Informe Anual 2002 del BCE, el Parlamento Europeo reiteró su llamamiento a la publicación de resúmenes de las actas y del resultado de las votaciones en las reuniones del Consejo de Gobierno.

El presidente recordó que la política del BCE en relación con estas cuestiones reflejaba el contexto institucional específico en el que éste opera, en el que las decisiones de política monetaria se adoptan a nivel de la zona del euro y la política económica continúa siendo, en gran medida, responsabilidad de los Estados miembros individuales. Dado que este compromiso entrañaba el riesgo de que los miembros del Consejo de Gobierno parecieran representantes nacionales, el BCE había decidido no facilitar ninguna indicación que pudiera revelar cada voto particular, o que diera lugar a especulaciones al respecto. Esto contribuiría a garantizar que las decisiones del Consejo de Gobierno continuaran adoptándose exclusiva-

mente desde una perspectiva de la zona del euro. El enfoque del BCE también servía para centrar la atención pública en el resultado de las deliberaciones sobre su política más que en los votos individuales. De esta forma se aseguraba que sus mensajes fueran claros, aumentando con ello la efectividad y la predictibilidad de sus decisiones de política monetaria. Por último, el presidente recordó que los cauces de comunicación elegidos por el BCE, en particular las conferencias de prensa mensuales celebradas inmediatamente después de la reunión del Consejo de Gobierno, eran más efectivas, por su rapidez, que la publicación de las actas.

A nivel más general, el presidente subrayó que los intercambios de opiniones con el Parlamento Europeo se valoraban con detenimiento y se tomaban en consideración en las deliberaciones de los órganos rectores del BCE. El presidente mencionó, por ejemplo, la publicación de las proyecciones económicas elaboradas por expertos del Eurosistema, que se inició como resultado de una petición del Parlamento Europeo. El BCE seguiría tratando de encontrar maneras de mejorar la rendición de cuentas y la transparencia en la medida en que lo permitiera la consecución de sus objetivos de política monetaria.

#### **EL PAPEL INTERNACIONAL DEL EURO Y LA REPRESENTACIÓN EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO**

Otro asunto considerado con gran detenimiento por el Parlamento Europeo en el 2003 fue el papel internacional del euro y la representación exterior de la zona del euro. Varios miembros de la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios solicitaron la aplicación de políticas más activas con el fin de contribuir a aumentar el uso de la moneda única en el ámbito internacional, por ejemplo, como moneda de facturación de la importación de materias primas y energía realizada por la zona del euro. Por otra parte, en su resolución sobre el papel internacional de la zona del euro y su primera evaluación de la introducción de los billetes y monedas en euros adoptada el 3 de

julio del 2003, el Parlamento Europeo sugirió que se nombre un representante único para la zona del euro, a quien se le otorgarían «amplios poderes para comparecer y actuar en nombre de los países de la zona del euro en todos los foros financieros y económicos multilaterales de importancia». En opinión del Parlamento Europeo, esta función podría ser asumida por un vicepresidente de la Comisión Europea responsable de asuntos económicos y monetarios.

El presidente recordó que para el BCE el papel internacional del euro venía determinado, fundamentalmente, por el mercado. En este contexto, el BCE no favorecería ni desalentaría el uso de la moneda única por parte de los no residentes en la zona del euro. Al mismo tiempo, el presidente manifestó que el papel internacional de la moneda única se había incrementado de forma gradual en estos años y que compartía el punto de vista del Parlamento Europeo en cuanto a que era necesario mejorar el marco estadístico, con el fin de efectuar un seguimiento de la utilización del euro a nivel internacional, un objetivo al que el BCE estaba contribuyendo activamente y que también había puesto de manifiesto en sus dictámenes.

En cuanto a la representación exterior de la zona del euro, el presidente destacó que, en lo que respecta al euro, el BCE continuaría actuando como la institución que expresa la postura de la zona del euro a nivel internacional, en consonancia con las responsabilidades establecidas en el Tratado. De conformidad con su mandato, el BCE, representado por los miembros de sus órganos rectores, es el único portavoz de la zona del euro en el exterior para todos los asuntos relacionados con la política monetaria única, un papel que también ha sido ratificado por la Convención sobre el futuro de Europa.





**Artista**  
Gérard Garouste  
**Título**  
La duègne et le pénitent, 1998  
**Técnica**  
Óleo sobre lienzo  
**Tamaño**  
195 × 160 cm



## CAPÍTULO 6

# COMUNICACIÓN EXTERNA

## I POLÍTICA DE COMUNICACIÓN

La comunicación es parte integrante de la política monetaria del BCE y del cumplimiento de sus otras funciones. El BCE trata de contribuir a la eficacia, la eficiencia y la credibilidad de su política monetaria mediante sus contactos con la opinión pública, los medios de comunicación y el público especializado, como, por ejemplo, los participantes en los mercados financieros. Además, el BCE tiene como objetivo dar cuenta, de forma exhaustiva, de sus actuaciones, según se describe con mayor detalle en el capítulo 5. Para lograr estos objetivos, el BCE debe respetar los principios de apertura y transparencia. Debe ampliar el conocimiento y la comprensión de sus funciones y de su política entre la opinión pública, así como de su estrecha colaboración con los BCN del Euro-sistema.

Los esfuerzos del SEBC en el terreno de la comunicación están orientados a los ciudadanos de la UE, especialmente a los de la zona del euro, por lo que ha de dirigirse a diversas audiencias, regionales y nacionales, en sus propios idiomas y entornos. En este contexto, el marco descentralizado del SEBC es fundamental para asegurar la adecuada difusión de la información a la opinión pública y a las partes interesadas. Los expertos en comunicación del BCE y de los BCN intercambian periódicamente sus puntos de vista con el fin de coordinar sus esfuerzos.

Ante la próxima ampliación de la UE, el SEBC ha aumentado las actividades de comunicación dirigidas a la opinión pública de los países adherentes, en colaboración estrecha con los bancos centrales de estos países, ampliando con ello el ámbito geográfico de sus actividades de comunicación externa.

## 2 INSTRUMENTOS DE COMUNICACIÓN

El BCE utiliza diversos instrumentos de comunicación para alcanzar los objetivos anteriormente mencionados. Los canales de comunicación más importantes son las conferencias de prensa mensuales del presidente y el vicepresidente, fundamentales para la comunicación en tiempo real, el Boletín Mensual y el Informe Anual. En las conferencias de prensa y en el Boletín Mensual se presenta la evaluación del BCE de la evolución económica y se explican las decisiones de política monetaria de manera transparente y puntual. El BCE continúa siendo uno de los bancos centrales más transparentes del mundo. El concepto de una explicación periódica, detallada y en tiempo real de la política del BCE, de sus evaluaciones y decisiones, implantado en 1999, constituye un enfoque único, caracterizado por su apertura y transparencia, de la comunicación de un banco central.

El Informe Anual tiene especial importancia, ya que es una de las publicaciones estatutarias del BCE, y está dirigido al Parlamento Europeo, al Consejo de la UE, a la Comisión Europea y al Consejo Europeo. En el informe se describen las actividades del SEBC y la política monetaria del año anterior y del año en curso, y, de este modo, contribuye a que el BCE rinda cuentas de sus actuaciones.

En el Boletín Mensual también se incluyen artículos sobre la evolución económica a más largo plazo, sobre temas de banca central en general y sobre los instrumentos analíticos utilizados por el Eurosistema para la estrategia de política monetaria. En el anexo sobre documentos publicados por el BCE figura una lista de los artículos del año pasado. En enero del 2004, el Boletín Mensual empezó a publicarse en un nuevo formato que ha servido de base para revisar el de otras publicaciones y que, con el tiempo, conducirá a la adopción de un nuevo diseño corporativo para todas las publicaciones del BCE.

El presidente del BCE comparece ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo una vez al trimestre, y una vez al año ante la sesión plenaria de esta última institución. La Comisión de Asuntos Económi-

cos y Monetarios también invita a comparecer a otros miembros del Comité Ejecutivo del BCE (véase sección 2 del capítulo 5).

Asimismo, los discursos y las entrevistas ofrecidos por miembros de los órganos rectores del BCE constituyen un importante medio de comunicación.

Además, como parte de la información que facilita periódicamente al sector financiero y a la opinión pública, el BCE publica notas de prensa sobre decisiones relevantes del Consejo de Gobierno, sobre estudios específicos realizados por el BCE y sobre otros temas de interés.

En ocasiones, el diálogo con los participantes en los mercados financieros y con otras partes interesadas queda formalizado mediante consultas públicas, un instrumento utilizado en el 2003 para conocer la opinión del público sobre cuestiones relacionadas con los sistemas de pago y liquidación de valores, así como el sistema de activos de garantía del Eurosistema (véase capítulo 2).

Por otra parte, el BCE contribuye a la difusión de los resultados de los trabajos de investigación sobre toda una variedad de actividades de banca central con la publicación de documentos de trabajo y documentos ocasionales y la organización de conferencias y seminarios de carácter académico. Entre los principales acontecimientos de este tipo destacan el seminario sobre soportes de impresión de billetes, la conferencia sobre «Retos para los sectores público y privado en el sistema de pagos», organizado por el BCE y el Comité sobre sistemas de pago y liquidación del G-10, el simposio sobre insolvencia, patrocinado conjuntamente con el BPI, la conferencia sobre «Precios, productividad y crecimiento», organizada en colaboración con el Banco de España, la conferencia sobre «Red del ciclo económico en la zona del euro», el «Foro internacional de investigación sobre política monetaria» que tuvo lugar en Washington D.C., y una serie de sesiones organizadas en colaboración con diversas asociaciones académicas y con los BCN de la zona del euro.

Todos los documentos publicados por el BCE están disponibles en su dirección en Internet ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)), que también sirve de punto de contacto para que el público envíe posibles preguntas y como plataforma de presentación de las consultas públicas. El uso del sitio web ha aumentado con rapidez en los últimos años. Las secciones «Statistics», «Press releases» y «Job opportunities» se encuentran entre las más visitadas. En el año 2003, el BCE empezó a estudiar un nuevo diseño de su sitio web con el fin de facilitar la búsqueda de documentos concretos y la navegación entre las distintas secciones. Otro objetivo importante era mejo-

rar la accesibilidad no sólo a los expertos, sino también al público general y a los usuarios discapacitados. El lanzamiento de esta nueva dirección de Internet está previsto para el segundo trimestre del 2004.

El BCE también practica la apertura en su sentido literal, recibiendo grupos de visitantes en su sede de Fráncfort. En el 2003, más de 7.000 visitantes obtuvieron información de primera mano a través de conferencias y presentaciones ofrecidas por personal del BCE. La mayor parte de los visitantes son estudiantes de Económicas y de otras ciencias sociales.

### 3 LA COMUNICACIÓN EN EL 2003

Entre las cuestiones relacionadas con la comunicación en el 2003 destacan las siguientes:

- La evaluación de la estrategia de política monetaria. El Consejo de Gobierno confirmó dicha estrategia y aclaró algunos aspectos de la misma. (véase sección 1 del capítulo 1).
- La orientación de la política monetaria (véase sección 2 del capítulo 1).
- La opinión del BCE sobre la evolución de las finanzas públicas de la zona del euro (véase sección 2 del capítulo 1).
- Las operaciones de política monetaria. Tras realizar una consulta pública, se introdujeron una serie de modificaciones del marco operativo que entrarán en vigor en el primer trimestre del 2004 (véase sección 1 del capítulo 2).
- Falsificación de billetes. El BCE continuó informando periódicamente a los ciudadanos en relación con las falsificaciones de billetes en euros (véase sección 3 del capítulo 2).
- La opinión del BCE sobre el Tratado por el que se instituye una Constitución para Europa (véase sección 1 del capítulo 4).
- Cuestiones relativas a la supervisión y la estabilidad financiera, sobre todo la participación del BCE en los preparativos para la implantación del Nuevo Acuerdo de Capital de Basilea («Basilea II») (véase capítulo 3).
- La postura del Consejo de Gobierno sobre cuestiones de política cambiaria relativas a los países adherentes (véase sección 1 del capítulo 7).
- La cooperación con los bancos centrales de los países adherentes y el desarrollo de relaciones de trabajo con los medios de comunicación de dichos países (véase capítulo 7).
- Desarrollo de nuevas y mejores estadísticas monetarias y bancarias (véase capítulo 2).
- Cuestiones de organización del BCE, principalmente los preparativos relacionados con la futura sede del BCE, así como los esfuerzos por fortalecer el funcionamiento de la organización interna (véanse recuadro 12 y sección 2 del capítulo 8).



## Recuadro 12

### DECLARACIÓN RELATIVA A LA MISIÓN DEL BCE

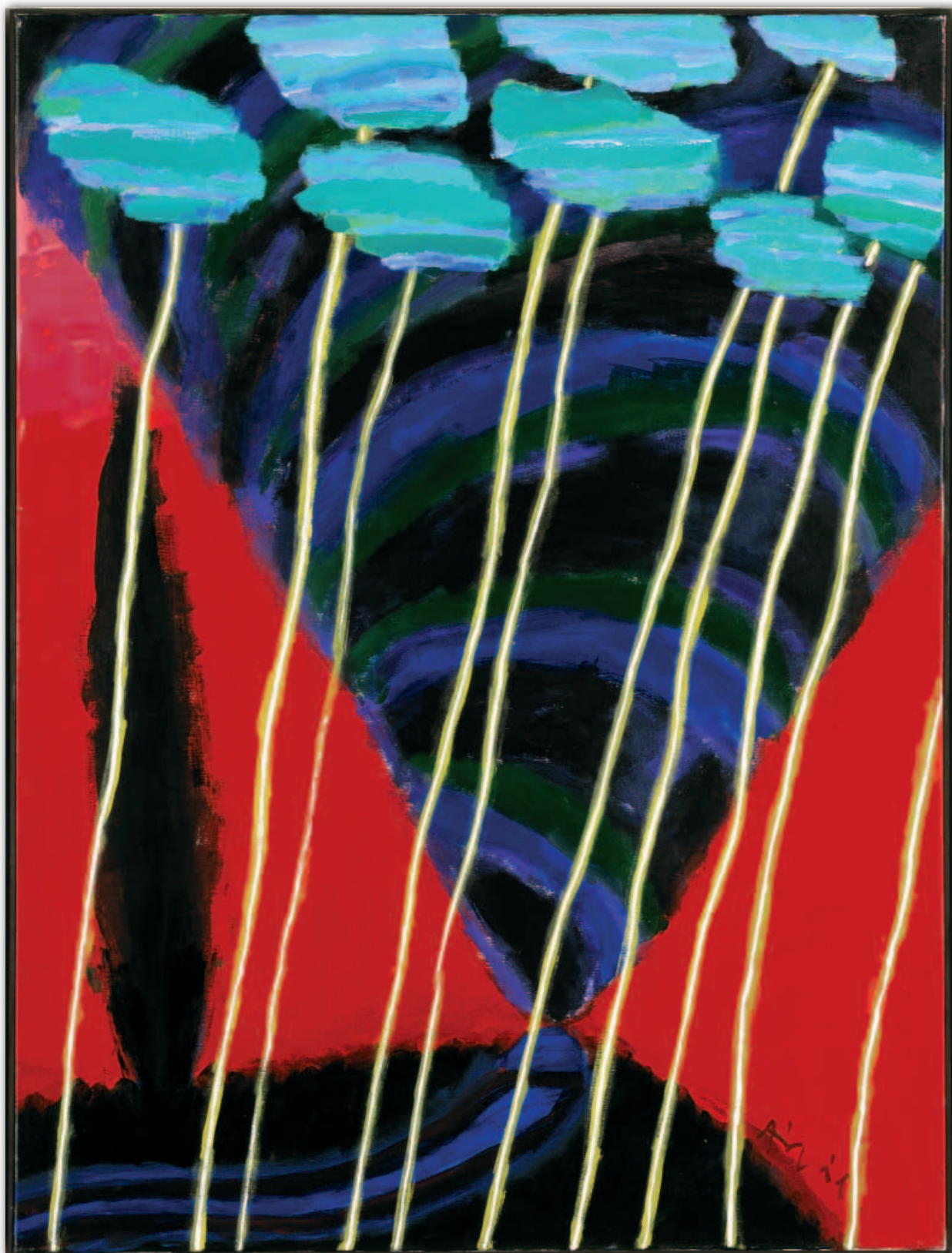
En agosto del 2003, el Comité Ejecutivo adoptó una declaración sobre la misión del BCE. La misión se considera fundamental en el ámbito de la comunicación, tanto interna como externa, del BCE. Su adopción debe considerarse parte de los esfuerzos por fortalecer el funcionamiento de la organización interna de la institución (véase sección 2 del capítulo 8). La declaración es la siguiente:

*«El Banco Central Europeo y los bancos centrales nacionales constituyen el Eurosistema, el sistema de bancos centrales de la zona del euro. El principal objetivo del Eurosistema es mantener la estabilidad de precios, salvaguardando así el valor del euro.»*

*«El Banco Central Europeo se ha comprometido a llevar a cabo con efectividad todas las tareas de banca central que le han sido encomendadas. A tal fin, nos esforzamos por alcanzar el máximo nivel de integridad, competencia, eficiencia y transparencia.»*

En cuatro frases se recoge la «razón de ser» del BCE. En la primera frase se reconoce la relación, de vital importancia, del BCE con los BCN de la zona del euro. La segunda frase subraya el objetivo prioritario que el Tratado asigna al Eurosistema. Además de este objetivo prioritario, el BCE también lleva a cabo una amplia variedad de tareas y actividades encaminadas al cumplimiento de su mandato, tal y como se refleja en la tercera frase. La última frase es ilustrativa de los valores que el personal y el equipo gestor del BCE consideran importantes en el cumplimiento de sus funciones. El personal del BCE tuvo la oportunidad, mediante una encuesta, de influir en la elección de tales valores pues se pidió a todos los empleados que clasificaran una serie de valores en función de su importancia para el trabajo del BCE. Los resultados de esta encuesta se tuvieron en cuenta para la formulación de la declaración.

**Artista**  
Árpád Szabados  
**Título**  
Sin título, 1995  
**Técnica**  
Técnica mixta  
**Tamaño**  
120 × 90 cm



**CAPÍTULO 7**

# **AMPLIACIÓN DE LA UNIÓN EUROPEA**

Los diez países adherentes – Chipre, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Malta, Polonia y República Checa – y los 15 Estados miembros actuales de la UE firmaron el Tratado de Adhesión en la reunión informal del Consejo Europeo celebrada en Atenas el 16 de abril de 2003. Otros dos países – Bulgaria y Rumanía – no han concluido todavía las negociaciones pero se les ha ofrecido la posibilidad de integrarse en la UE en el 2007<sup>1</sup>. El Tratado de Adhesión establece el marco y las condiciones para ampliar la UE a 25 Estados miembros. Todos los Estados miembros actuales y futuros han ratificado el Tratado. Como parte del proceso de ratificación, todos los países adherentes, a excepción de Chipre, celebraron un referéndum nacional. Los nueve países votaron a favor de la adhesión a la UE, ocho de ellos por una amplia mayoría.

Tras la adhesión, los diez países se incorporarán a la UEM en calidad de «países acogidos a una excepción» (países que aún no han adoptado el euro) y sus bancos centrales entrarán a formar parte del SEBC. Una vez que se considere que estos países han logrado un grado de convergencia sostenible de conformidad con los criterios de convergencia de Maastricht<sup>2</sup>, adoptarán el euro y sus bancos centrales nacionales formarán parte del Eurosistema.

En el 2003, el Eurosistema siguió involucrado en el proceso de adhesión en todos los ámbitos de su competencia, llevó a cabo diálogos respecto a las políticas y a otras cuestiones de carácter técnico, con el fin de prestar su asistencia a los bancos centrales nacionales de los países adherentes en los preparativos para su integración en el SEBC y, posteriormente, en el Eurosistema. Se establecieron contactos bilaterales con los bancos centrales de algunos países adherentes para tratar el tema de las políticas monetaria y cambiaria y otros asuntos de competencia de los bancos centrales. Estos contactos tenían principalmente por objeto llegar a un mayor conocimiento mutuo de los retos a los que había que hacer frente. Por otro lado, prosigue la participación del BCE en el «Diálogo Económico» entre la UE y los países candida-

tos a la adhesión. En noviembre del 2003, el BCE presentó al Comité Económico y Financiero un informe sobre la estabilidad macroeconómica y financiera de los países adherentes. Por último, en marzo del 2004 se celebró en París un seminario de alto nivel sobre el proceso de adhesión, con la participación de todos los bancos centrales del SEBC y de los países en vías de adhesión<sup>3</sup>. Entre otros temas, el seminario analizó las políticas monetaria y cambiaria y el funcionamiento práctico del mecanismo de tipos de cambio II (MTC II).

Por lo que se refiere a la cooperación técnica en el 2003, el Eurosistema incrementó su asistencia a los bancos centrales de los países adherentes en los preparativos para su incorporación al SEBC y al Eurosistema. Esta ayuda se desarrolló, principalmente, en el ámbito de las estadísticas, los asuntos jurídicos, los sistemas de pago, la política monetaria y la operativa. También se abordaron otras áreas de competencia de los bancos centrales, como la supervisión y la estabilidad financiera, los billetes, la auditoría interna y los sistemas de información. En este capítulo se presenta una panorámica de la evolución reciente en materia económica, financiera y jurídica en los países adherentes y se describen algunas de las actividades preparatorias llevadas a cabo por el Eurosistema con vistas a la adhesión.

1 Véase el apartado 1 del artículo 121 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea.

2 El término «países en vías de adhesión» se refiere a los diez países adherentes y a Bulgaria y Rumanía, que han iniciado ya las negociaciones para la adhesión y a los que se les ha ofrecido la posibilidad de integrarse en la UE en el 2007.

3 El término «países candidatos» se refiere a los 12 países adherentes y a Turquía.

# I EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y FINANCIERA Y POLÍTICAS APLICADAS

En el 2003 continuó el seguimiento de la evolución monetaria y financiera de los países adherentes por parte del Eurosistema, que prestó especial atención a la evolución de la inflación, las políticas monetaria y cambiaria, el crecimiento económico y la convergencia real, la evolución de la balanza de pagos y la política fiscal. El análisis de los mercados financieros incluyó la evolución reciente tanto en el sector bancario como en los mercados de renta fija y de renta variable.

## I.1 EVOLUCIÓN ECONÓMICA

### INFLACIÓN

Las tasas de inflación de los países adherentes han descendido con notable rapidez en los últimos años. La inflación media ha descendido desde cifras de dos dígitos a finales de la década de los noventa a un nivel próximo al de la zona del euro, situándose, a comienzos del 2003, incluso por debajo de la tasa media de la zona. Hacia finales del 2003, las tasas de inflación experimentaron un repunte, que las colocó ligeramente por encima de las de la zona del euro. Sin embargo, el proceso de desinflación se desarrolló de forma diferente en los distintos países. Mientras que en algunos de ellos se registró una inflación muy baja y, en algunos casos, incluso reducciones temporales de los niveles generales de precios, en otros el proceso de desinflación no ha concluido todavía.

El acusado descenso general de las tasas de inflación fue resultado, en gran medida, de una política monetaria centrada claramente en combatir la inflación. Sin embargo, también desempeñaron un papel importante factores transitorios, como la evolución cíclica, los efectos retardados de la fuerte apreciación de sus monedas frente al euro, una ligera disminución de los precios de la energía y el descenso de los precios de los alimentos. Al tiempo que se reducían las presiones inflacionistas, en el 2003 los tipos de interés oficiales siguieron bajando en la mayor parte de los países adherentes.

Sin embargo, será un reto mantener la inflación en niveles tan bajos. Varios factores podrían generar mayores presiones inflacionistas, y de ello se derivaría una mayor vulnerabilidad de las economías ante crecientes expectativas de inflación y espirales de precios y salarios. En primer lugar, la evolución cíclica está empezando a mejorar en algunos países. En segundo lugar, algunos factores transitorios, como el descenso de los precios de los alimentos, están desapareciendo. En tercer lugar, también podrían surgir presiones inflacionistas transitorias de factores relacionados con la adhesión, como la desregulación de los precios, el reajuste de los precios de los alimentos cuando los países adherentes adopten la Política Agrícola Común, y las reformas fiscales requeridas por la legislación comunitaria en materia de impuestos indirectos. Por último, es probable que el proceso de convergencia afecte, en alguna medida, el comportamiento de la inflación en los próximos años, como consecuencia del «efecto Balassa-Samuelson» (véase recuadro 4 en el capítulo 1) y de las presiones salariales, cuyo impacto dependerá probablemente de la evolución de los tipos de cambio nominales.

### POLÍTICAS MONETARIA Y CAMBIARIA

Existen diferencias en las estrategias de política monetaria de los distintos países adherentes, reflejo de la heterogeneidad que presentan en términos nominales, reales y estructurales. Algunos países tienen un régimen cambiario de paridad fija y establecen un objetivo de tipo de cambio. Otros aplican estrategias puras de objetivos de inflación o estrategias mixtas. Dos países vinculan unilateralmente su moneda al euro dentro de una banda de fluctuación de  $\pm 15\%$ . En el 2003, los regímenes cambiarios de los países adherentes no experimentaron cambios, aunque varios de estos países realizaron algunos ajustes en el marco de su política monetaria encaminados a orientar esta en mayor medida hacia la futura integración monetaria.

Las estrategias de política monetaria y cambiaria contribuyeron de forma significativa a la estabilización macroeconómica de los países



adherentes, al proporcionar un ancla creíble para las expectativas de inflación, teniendo en cuenta el alto grado de apertura de la mayor parte de estos países. Sin embargo, más recientemente, en algunos países con regímenes cambiarios más flexibles ha aumentado la volatilidad del tipo de cambio nominal, como consecuencia de varios factores, entre los que pueden señalarse los cambios registrados en el sentimiento inversor ante nuevas circunstancias macroeconómicas y presupuestarias y posiblemente, en algunos casos, ante perturbaciones externas. Una elevada volatilidad de los tipos de cambio puede complicar la política monetaria, tener efectos negativos sobre el comercio y dificultar la determinación de los tipos de cambio de equilibrio.

Cuando los nuevos Estados miembros se incorporen a la UE, deberán considerar su política cambiaria como materia de interés común, y la estabilidad de precios habrá de ser el objetivo prioritario de su política monetaria. Además, deberán participar en algún momento en el MTC II. Aunque este mecanismo admite distintos regímenes cambiarios, no es compatible con la flotación libre (o la flotación controlada sin paridad central acordada mutuamente), el tipo de cambio deslizando y la vinculación del tipo de cambio a un ancla distinta del euro. Ello significa que, en algunos casos, el marco de la política cambiaria habrá de adaptarse al citado mecanismo. Varios países adherentes están en proceso de revisar sus estrategias de política monetaria y cambiaria, con vistas a su futura participación en el MTC II.

El 18 de diciembre de 2003, el BCE dio a conocer la posición del Consejo de Gobierno en relación con la política cambiaria de los países adherentes, que está orientada a prestar ayuda a los futuros Estados miembros en su proceso de integración monetaria.

### **CRECIMIENTO ECONÓMICO Y CONVERGENCIA REAL**

En un contexto de lento crecimiento mundial, el crecimiento económico de la mayoría de los países adherentes mantuvo un buen ritmo en el

2003, estimándose que el crecimiento medio del PIB real se situó en torno al 3,5%. El crecimiento del producto fue particularmente pronunciado en los Estados Bálticos y Polonia, el país adherente de mayor tamaño, quien experimentó una sólida recuperación económica tras dos años de escaso crecimiento. En la mayor parte de los países adherentes, el principal motor del crecimiento fue una vigorosa demanda interna, estimulada en algunos países por unas políticas fiscales más laxas y por fuertes aumentos salariales. En casi todos los países adherentes, el crecimiento de las exportaciones en términos reales se moderó, aunque no perdió demasiado impulso, considerando el débil crecimiento observado en el entorno internacional y la notable integración comercial de estos países en la zona del euro. En algunos países, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB real aumentó considerablemente.

En la actualidad, la diferencia entre el PIB per cápita de la mayoría de los países adherentes y el de los Estados miembros de la UE sigue siendo importante. En promedio, el PIB per cápita de los países adherentes se situó alrededor del 49% de la media de la UE en el 2002, en términos de paridad del poder adquisitivo, mientras que no superó el 26%, en términos de tipos de cambio nominales. Por otra parte, cabe reseñar que la convergencia real de los niveles de renta con la UE es un proceso gradual, y los diferenciales de crecimiento entre los países adherentes y los actuales Estados miembros de la UE han sido del orden de dos puntos porcentuales en los últimos años.

En los próximos años, los países adherentes deberán superar el reto de conseguir una mayor convergencia real, sin poner en riesgo los logros actuales en materia de estabilidad macroeconómica. Para la mayoría de estos países, una tasa media de crecimiento en el medio plazo de entre el 4% y el 6% parece alcanzable, siempre que prosigan las reformas estructurales y que se mantenga una política monetaria orientada hacia la estabilidad. Se espera que aumente el crecimiento del PIB real, a medida



que intervengan cada vez más factores de crecimiento, como la adhesión a la UE. Aunque los cambios estructurales y la elevada inversión fomentarán el crecimiento, podrían dar lugar a una mayor volatilidad del producto, especialmente si las inversiones tienden a presentar un perfil más cíclico que el consumo. Así pues, este factor seguirá planteando desafíos a los responsables de la política económica.

### **EVOLUCIÓN DE LA BALANZA DE PAGOS**

La convergencia real se vio acompañada de abultados déficit de la balanza por cuenta corriente en la mayor parte de los países adherentes. Se estima que el déficit por cuenta corriente de los diez países se situó, en promedio, en torno al 3,9% del PIB en el 2003, siendo particularmente alto en algunos de los países de menor tamaño. Si el incremento del déficit de la balanza por cuenta corriente es reflejo de decisiones de ahorro e inversión basadas en percepciones incorrectas de la situación económica (por ejemplo, una sobrevaloración del crecimiento potencial del producto o una infravaloración de la probabilidad de perturbaciones desfavorables), la sostenibilidad de la posición exterior puede verse afectada en el medio a largo plazo y pueden aumentar las vulnerabilidades externas. Hasta el momento, los resultados empíricos han sugerido que la mayoría de países adherentes no sufren grandes problemas de competitividad. Pese a la desaceleración económica mundial, la mayor parte de los países han registrado en los últimos años tasas sostenidas de crecimiento de las exportaciones y han ampliado, en muchos casos, sus cuotas de mercado en la UE.

De cara al futuro, podrían surgir riesgos para la competitividad exterior si los países tuvieran que hacer frente a intensas presiones para acercar demasiado rápidamente sus niveles de precios y salarios a los de la UE. Por otro lado, una combinación inadecuada de políticas fiscales laxas y políticas monetarias restrictivas podría provocar una fuerte, aunque transitoria, apreciación de la moneda. Posibles cambios futuros en las pautas de financiación podrían suponer también riesgos para la sostenibilidad

de la balanza por cuenta corriente. Aunque, por lo general, se espera que los flujos de entrada de capital contribuyan a la convergencia real (por ejemplo, a través de la importación de tecnología y de técnicas de gestión), podrían producir algunos efectos desestabilizadores. Este sería el caso si los flujos de capital experimentasen cambios sustanciales, en su naturaleza y magnitud, con respecto al patrón actual en el que los flujos netos de entrada de inversión directa extranjera (IDE) cubren, básicamente, los actuales déficit por cuenta corriente en muchos países. Tras la finalización del proceso de privatización en la mayor parte de los países adherentes, una posible desaceleración de los flujos de entrada de IDE podría plantear un problema en este contexto, aunque la adhesión a la UE podría impulsar los flujos de entrada de IDE en nuevos proyectos, que compensarían la reducción de tales inversiones relacionada con privatizaciones. La elevada volatilidad de los flujos de capital puede ser incluso más problemática, toda vez que las políticas macroeconómicas se centran crecientemente en preparar el terreno para el MTC II y, posteriormente, para la adopción del euro. Además, unos flujos de capital que superen ampliamente la capacidad de absorción de los países podrían ser causa de recalentamiento y acrecentar la volatilidad del producto.

### **EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS**

Pese al reciente repunte de la actividad económica, en el 2003 el déficit público de los países adherentes se mantuvo, como promedio, en niveles altos, situándose en torno al 5% del PIB para el conjunto de los diez países. Al mismo tiempo, siguieron observándose disparidades en la evolución presupuestaria de los distintos países. En la mayor parte de ellos, el déficit público es, en gran medida, de carácter estructural, mientras que los estabilizadores automáticos, es decir, la respuesta automática del presupuesto a las fluctuaciones económicas, parecen tener una importancia limitada. Para consolidar su situación presupuestaria, los países adherentes deberán seguir reformando las estructuras de gastos e ingresos públicos con una perspectiva de sostenibilidad y de futuro.

Aunque los países adherentes tienen un nivel medio de endeudamiento comparativamente bajo, la persistencia de elevados déficits, cuando los ingresos procedentes de las privatizaciones están llegando a su fin, podría generar una dinámica desfavorable de la deuda pública, con posibles repercusiones sobre los flujos de capital y el tipo de cambio. Por otro lado, los compromisos presupuestarios implícitos relacionados con el envejecimiento de la población podrían plantear un problema adicional, al menos en algunos países.

El saneamiento presupuestario plantea tanto más retos cuanto que los países adherentes deberán soportar en los próximos años tensiones por el lado del gasto, procedentes de la terminación del proceso de transición, las contribuciones al presupuesto de la UE, la incorporación continua del *acervo comunitario* y las obligaciones presupuestarias derivadas de la participación en la OTAN. Además, las reformas pendientes de los sistemas sanitario y de pensiones y la inversión pública durante el proceso de convergencia podrán tener una fuerte incidencia en las cuentas públicas de los países adherentes. Al mismo tiempo, la aplicación de la legislación comunitaria en materia de competencia podría suponer el recorte de determinadas subvenciones, lo que podría aliviar algunas de las tensiones presupuestarias.

Tras la adhesión a la UE, los nuevos Estados miembros estarán supeditados al Pacto de Estabilidad y Crecimiento, que se aplica a todos los Estados miembros de la UE, y deberán cumplir la exigencia de evitar un déficit excesivo y de alcanzar en el medio plazo una situación presupuestaria próxima al equilibrio o con superávit. También será necesario que los países adherentes mantengan una senda de ajuste presupuestario creíble, con vistas a su futura integración monetaria. Si bien la participación en el MTC II no está sujeta a criterios preestablecidos, para garantizar una incorporación fluida al mecanismo, antes de entrar a formar parte del mismo, los países deberán realizar importantes ajustes en su política fis-

cal y mantener una senda de ajuste presupuestario creíble.

## 1.2 EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

### SECTOR BANCARIO

La mayor parte de los mercados financieros de los países adherentes son poco profundos, reflejo del tamaño de estas economías y del escaso volumen del crédito y de los depósitos. Aunque los mercados financieros de los países adherentes están ampliamente dominados por el sector bancario, se observa todavía un grado relativamente reducido de intermediación financiera, por el que las entidades de crédito canalizan los fondos de los depositantes a los prestatarios. Sin embargo, esto no ocurre en Chipre y Malta, países que no han pasado por una fase de transición desde una economía centralizada a una economía de mercado. Los países adherentes de Europa central y oriental registran un grado de intermediación financiera no superior a un tercio de la media de la zona del euro, e inferior al de economías emergentes con niveles de renta comparables. Ello se debe, en gran medida, a las razones siguientes: i) la situación inicial del proceso de transición, ii) los efectos perjudiciales de las crisis bancarias que se produjeron en estos países al principio de la década de los noventa, iii) el funcionamiento relativamente reciente de las empresas nacionales, que se traduce en un extenso recurso a la financiación mediante recursos propios, y iv) la considerable entrada de inversión directa extranjera contabilizada en algunos países.

No obstante, pese a su limitado tamaño, los sectores bancarios de los países adherentes son relativamente sólidos y saneados, y presentan, en general, un nivel satisfactorio de capitalización, rentabilidad y calidad de los activos. Además, la mayor parte del sector bancario de los países adherentes es de propiedad extranjera. A finales del 2002, en el sector bancario de los países adherentes (excluidos Chipre y Malta), la propiedad extranjera se situaba en torno al 70% del capital social y al 80% del total del

activo<sup>4</sup>. La reestructuración y el fortalecimiento del sector bancario mediante la privatización y la apertura a la propiedad extranjera han contribuido a la solidez del sector, al incrementar el capital y la financiación y al desarrollar los conocimientos en materia de tecnología, gobierno corporativo y gestión de riesgos. Sin embargo, algunos de los países adherentes presentan todavía una elevada proporción de créditos morosos, si bien se aprecia una tendencia a la baja de la morosidad y un nivel bastante satisfactorio de provisiones para hacer frente a los riesgos correspondientes. Por otro lado, el riesgo cambiario del sector empresarial es comparativamente alto en algunos países. Si se debilitara significativamente la moneda nacional de cualquiera de estos países, podrían surgir riesgos de crédito para el sector bancario, lo que tendría, a su vez, implicaciones para la ejecución de las políticas monetaria y cambiaria.

A medida que avance el proceso de convergencia hacia mayores niveles de renta, el principal reto para los responsables de la política económica será gestionar la intensificación de la intermediación financiera y la expansión dinámica de las actividades de las entidades financieras, sin poner en riesgo la estabilidad del sector o de la economía en su conjunto. Por ejemplo, es probable que las empresas del país dependerán cada vez más la financiación externa, en detrimento de la financiación con recursos propios. Asimismo, al mejorar sus perspectivas de ingresos y su solvencia, los hogares podrán moderar el consumo intertemporal. En la mayoría de los países adherentes, la intermediación financiera ha crecido notablemente en los últimos años, aunque partiendo de un nivel muy reducido. En el 2002 y 2003, el crecimiento del crédito a las empresas privadas y los hogares fue particularmente acusado en los tres Estados Bálticos, Chipre, Hungría y Eslovaquia. Los préstamos a los hogares aumentaron muy rápidamente, superando la tasa total de crecimiento del crédito. Por lo que se refiere a la distribución del crédito entre las actividades económicas, los préstamos hipotecarios fueron uno de los segmentos del crédito

que crecieron con mayor rapidez, habiendo partido de niveles mínimos. En el 2002 y a comienzos del 2003, el crecimiento del crédito hipotecario fue especialmente vigoroso en Hungría, Letonia y Polonia.

Aunque el volumen de crédito sigue siendo bajo en la mayoría de los países adherentes, y aunque gran parte del mismo está garantizado por hipotecas, la rápida intensificación de la intermediación financiera y la expansión de los balances del sector financiero podrían originar una mayor volatilidad en el sector financiero, tanto en entidades particulares como en el conjunto del sector. Ello pone de relieve la necesidad de mantener un marco de regulación y de supervisión prudencial creíble y eficaz, y también de incrementar la cooperación, en lo que respecta a la estructura del sector financiero, entre los supervisores del país de origen y los responsables de la supervisión del banco matriz extranjero.

#### **MERCADOS DE RENTA FIJA Y DE RENTA VARIABLE**

El tamaño de los mercados de renta fija difiere entre los países adherentes, mientras que, en casi todos ellos, el Estado es el principal emisor de valores de renta fija. Los mercados de renta variable de la mayoría de los países adherentes son relativamente pequeños, especialmente a escala internacional, con una cobertura selectiva, en términos de información e inversión.

En comparación con los principales mercados emergentes, como Brasil, Rusia o Turquía, todos los países adherentes, salvo Polonia, tienen mercados de deuda exterior de tamaño pequeño. Los niveles de deuda exterior varían de un país a otro y, en algunos de ellos, como Estonia y Letonia, existe una marcada diferencia entre los niveles de deuda netos y brutos. En algunos países se ha observado también una aceleración de la dinámica de la deuda.

4 Letonia y Eslovenia se distinguen a este respecto, dado que la propiedad extranjera en el sector bancario de estos países es considerablemente inferior a la media.

En este contexto, los mercados de renta fija son el segmento que más se ha desarrollado en los últimos años, sobre todo en la República Checa, Hungría y Polonia. La estabilización macroeconómica, en particular la desinflación y los tipos de interés más bajos, y la perspectiva de adhesión a la UE han contribuido a reducir el riesgo-país y a atraer a los inversores, lo que ha impulsado una caída significativa del rendimiento de la renta fija interna a largo plazo en la mayor parte de los países adherentes. Sin embargo, en el segundo semestre del 2003, la creciente preocupación respecto a la política fiscal y a la coherencia general de la política económica en algunos países ha provocado, en parte, un menor estrechamiento de los diferenciales de rendimiento en relación con la zona del euro, frente a la reducción que se había observado en períodos anteriores.

El rendimiento de la deuda soberana de los países adherentes denominada en las principales monedas se mantuvo en cotas reducidas. La contracción de los diferenciales de rendimiento con respecto a la zona del euro fue consecuencia, en parte, de la recuperación, a escala internacional, de la renta fija en los mercados emergentes, aunque también parecen haber influido la perspectiva de adhesión a la UE y una mejor calificación de la deuda soberana. De una forma más general, los países adherentes parecen haberse desconectado de la evolución de otros mercados emergentes. A este respecto, los efectos favorables de la adhesión a la UE deberían seguir desempeñando un papel fundamental en la evolución macroeconómica y estructural. Sin embargo, cabe interpretar con cautela la evolución del rendimiento antes de sacar conclusiones, dado que se observa una importante falta de liquidez en los mercados de renta fija de varios países.

En promedio, los mercados de renta variable de los países adherentes evolucionaron favorablemente en el 2003, generalmente en concordancia con los de otras áreas geográficas emergentes y por encima de los de la zona del euro. Los mercados de renta variable de Letonia y Lituania fueron particularmente pujantes, con unas

cotizaciones bursátiles que duplicaron prácticamente su valor a lo largo del 2003. En Estonia, y en varios países adherentes de Europa central y oriental, los mercados de renta variable experimentaron también fuertes ganancias. Sin embargo, en algunos países, las bolsas de valores registraron resultados menos favorables en el 2003. Concretamente, en Chipre las cotizaciones bursátiles bajaron, y en Malta las ganancias fueron relativamente moderadas.

## 2 CONVERGENCIA LEGAL

El Eurosistema tiene el mayor interés en que los países adherentes incorporen a tiempo el *acervo comunitario* relativo a los ámbitos de su competencia. Es decir, las disposiciones del Tratado de la UE y de los Estatutos del SEBC referidas a los bancos centrales y, en particular, a la independencia de dichas instituciones, y la legislación financiera de la UE. En el 2003, el Eurosistema ha analizado, en estrecha colaboración con los bancos centrales de los países adherentes, el nivel de cumplimiento de los requisitos establecidos en la citada normativa por parte de estos países.

Por lo que se refiere a la independencia de los bancos centrales, se han examinado los estatutos de éstos, en función de los criterios respecto a la independencia institucional, personal, funcional y financiera, establecidos en los informes de convergencia legal elaborados por el IME y el BCE. También se han tenido en cuenta los dictámenes emitidos por el IME y el BCE sobre proyectos de disposiciones legales 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. Los países adherentes se han servido de estos dictámenes a la hora de revisar las leyes que regulan sus bancos centrales, con vistas a cumplir los requisitos establecidos en el Tratado y sentar así las bases para unas instituciones independientes.

Los bancos centrales y las instituciones financieras deben operar en un marco legal sólido. El *acervo comunitario* comprende importantes normas relativas al sector financiero y a las actividades de los bancos centrales. Es fundamental que los nuevos Estados miembros cumplan estas normas desde el momento en que entren a formar parte de la UE, salvo los casos en los que el Tratado de Adhesión contemple acuerdos transitorios. Por este motivo, el análisis del Eurosistema se ha centrado también en la legislación financiera, especialmente en el ámbito de la libertad de movimientos de capital, la prohibición relativa a la financiación monetaria del sector público y al acceso privilegiado de éste a las entidades financieras,

la regulación de los mercados financieros, los activos de garantía, los sistemas de pago, la insolvencia y los billetes.

Se ha pasado revista a las leyes aprobadas y a los proyectos de ley presentados a los respectivos parlamentos nacionales hasta el 1 de octubre de 2003. Todos los países adherentes han acometido la tarea de institucionalizar la independencia de los bancos centrales, y la mayoría de ellos lo han conseguido o han realizado notables avances en este sentido. En algunos casos en los que el enunciado de la ley nacional todavía no se correspondía completamente con el de los Estatutos, se recomendó una mayor adaptación de la ley nacional. La incorporación del *acervo comunitario* relativo a los ámbitos de competencia del Eurosistema se producirá, a más tardar, en el momento en que estos países se integren en la UE, salvo que existan acuerdos transitorios.

Los resultados del análisis realizado se presentaron a los bancos centrales de los países adherentes, al Consejo de la UE y a la Comisión Europea. El análisis no formaba parte de la evaluación previa a la adopción de los informes de convergencia relativos a los nuevos Estados miembros, que el BCE habrá de realizar a tenor del apartado 2 del artículo 122 del Tratado. Su objeto era proporcionar información general sobre los preparativos para la implementación del marco jurídico del Eurosistema en los países adherentes que se incorporarán a la UEM en calidad de países acogidos a una excepción. Además, el análisis ha ayudado a los bancos centrales de los países adherentes a definir mejor su papel, a escala nacional, en el proceso de adhesión, y ha permitido ampliar, más aún, el ya exhaustivo estudio de las cuestiones relacionadas con la independencia de los bancos centrales que la Comisión viene realizando.

## 3 PREPARATIVOS PARA LA ADHESIÓN

En el 2003, el Eurosistema intensificó su cooperación multilateral y bilateral con los países adherentes. Desde mayo del 2003, los gobernadores de los bancos centrales de los países adherentes asisten a las reuniones del Consejo General en calidad de observadores. Asimismo, expertos de los citados bancos han participado, también en calidad de observadores, a las reuniones de los comités y grupos de trabajo del SEBC (véase sección 1 del capítulo 8). Ello ha facilitado a todos ellos estudiar detenidamente una amplia gama de cuestiones relacionadas con la ampliación de la UE. Además, se realizaron regularmente consultas técnicas y se organizó un exhaustivo programa de visitas para expertos de los bancos centrales de los países adherentes.

En general, los preparativos para la ampliación de la UE van por buen camino, lo que debería permitir a los bancos centrales de los países adherentes incorporarse al SEBC sin contratiempos y según los planes previstos.

En el 2003, el BCE estableció un Plan General de Adhesión, que debía servir de guía para la planificación, el desarrollo y el seguimiento de todas las actividades relacionadas con la ampliación del SEBC y del Eurosistema. Dicho plan se inspiraba en el Plan General del IME, el cual establecía el marco organizativo y logístico necesario para que el SEBC ejerciera sus funciones en la tercera fase de la UEM. El seguimiento periódico de las actividades permite tratar oportunamente todos los temas relevantes, facilitando así la integración de los bancos centrales de los países adherentes en el SEBC, sin que ello afecte la integridad operativa general de los sistemas existentes. El Plan General se actualiza periódicamente y las actualizaciones se comunican al SEBC y a los países adherentes. Todas las actividades se están desarrollando de conformidad con el Plan.

### 3.1 OPERACIONES DE LOS BANCOS CENTRALES

En lo relativo a las operaciones que llevan a cabo los bancos centrales, los preparativos para

la adhesión se orientaron, principalmente, hacia aquellas tareas que se verán afectadas por la ampliación del SEBC en mayo del 2004, con especial referencia a la operativa con activos de garantía y al MTC II.

Por lo que respecta a los activos de garantía utilizados en las operaciones de crédito del Eurosistema, algunos de los activos que sólo figuran en las listas de los países adherentes se incluirán en la lista de activos admitidos, desde el mismo día en que estos países se incorporen al SEBC. Por consiguiente, a partir de mayo del 2004, los bancos centrales de los países adherentes empezarán a desempeñar funciones de identificación, valoración y comunicación de activos de garantía, sobre las que el BCE organizó, en noviembre del 2003, un seminario destinado a los países adherentes.

El SEBC estudió con todo detalle el funcionamiento de un MTC II ampliado, sobre el que organizó, en febrero del 2004, un seminario en el que participaron los países adherentes. El trabajo preparatorio y las pruebas que se efectuarán en la primavera del 2004 deberían garantizar el buen funcionamiento del MTC II.

Además de las áreas que se verán afectadas por la ampliación del SEBC, las áreas relacionadas con la ampliación del Eurosistema también fueron objeto de atención. Concretamente, se realizaron estudios sobre las implicaciones de la ampliación para la ejecución de la política monetaria y la gestión de las reservas exteriores del BCE.

### 3.2 SISTEMAS DE PAGO Y DE LIQUIDACIÓN

En el 2003, el BCE definió las modalidades de incorporación de los países adherentes a TARGET, ofreciéndoles, básicamente, la posibilidad de conectarse a TARGET en cuanto se integren en la UE. Sin embargo, la mayoría de los países adherentes sólo contemplan incorporarse al sistema cuando adopten el euro. Los trabajos se han centrado también en desarrollar una solución alternativa, en caso de que la



plataforma compartida de TARGET2 (véase sección 2.2 del capítulo 2) no esté disponible cuando los primeros países adherentes se integren en la zona del euro.

Como continuación de la evaluación de la seguridad y la eficiencia de las infraestructuras de mercado y de las correspondientes funciones de vigilancia, que se llevó a cabo en el 2002, los bancos centrales de los países adherentes dieron a conocer en qué medida habían puesto en práctica en el 2003 las recomendaciones generales y específicas formuladas por el BCE, observándose que habían logrado importantes avances y que se están esforzando por resolver las cuestiones pendientes, en estrecha colaboración con otras partes interesadas en sus países.

El BCE organizó también una serie de seminarios destinados a prestar asistencia a los bancos centrales de los países adherentes en sus preparativos para la adhesión a la UE y, posteriormente, a la zona del euro. Uno de los seminarios, celebrado en Varsovia, se centró en los resultados preliminares del trabajo conjunto realizado por el SEBC y el Comité de Reguladores Europeos de Valores (CREV), con objeto de establecer estándares para los sistemas de compensación y liquidación de valores de la UE. En otro seminario, que tuvo lugar en Praga, el tema tratado con los bancos centrales de los países adherentes fue el funcionamiento del sistema de activos de garantía del Eurosistema, con el fin de que pudieran adaptarse lo más rápidamente posible a dicho sistema. Un tercer seminario, esta vez en Ljubljana, examinó los costes, beneficios y riesgos de la compensación mediante una entidad de contrapartida central. Por otro lado, la conferencia titulada *Repo conference for central banks – the landscape of the European market*, celebrada en Roma, analizó los requisitos para establecer un mercado de repos eficiente e integrado, y la evolución reciente de dicho mercado, especialmente a la luz de la ampliación de la UE. Todos estos encuentros fueron organizados por el BCE, en colaboración con el banco central local.

Además, a lo largo del 2003, el Eurosistema ayudó a los bancos centrales de los países adherentes a evaluar sus propios sistemas de compensación y liquidación de valores para comprobar si cumplían los criterios recogidos en el documento titulado *Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations*. Estos criterios han proporcionado el marco necesario para la ejecución eficiente y segura de las operaciones de crédito de los bancos centrales (véase sección 4.3 del capítulo 3). El objeto de esta evaluación era identificar con prontitud las cuestiones que requieren atención, para garantizar el buen funcionamiento de las operaciones de crédito del Eurosistema. Un total de 20 sistemas de liquidación de valores y un sistema gestionado por el banco central de un país adherente fueron evaluados, y se formuló una serie de recomendaciones para cada uno de estos sistemas. Estas recomendaciones deberán ser puestas en práctica para que el sistema sea admitido para las operaciones de crédito del Eurosistema.

El BCE se reunió por quinta vez con la Asociación de Centrales Depositarias de Valores y de Cámaras de Compensación de Europa Central y Oriental en octubre del 2003. En la reunión, el BCE ofreció información sobre distintas cuestiones relacionadas con la adhesión a los representantes de los bancos centrales, reguladores de valores, centrales depositarias de valores y cámaras de compensación de los países adherentes.

El BCE y el Consejo Europeo de Pagos, creado por las Asociaciones Europeas del Sector Crediticio y por los grandes bancos, organizaron un seminario dedicado especialmente a representantes de los bancos centrales de los países adherentes y sus respectivos sectores bancarios. El seminario, en el que participó también la Comisión Europea, tenía por finalidad intercambiar información sobre la mejor manera de integrar los países adherentes en la zona única de pagos para el euro.

### 3.3 BILLETES

En el 2003, el BCE prestó su apoyo a los bancos centrales de los países adherentes para la constitución de una infraestructura de tratamiento de las falsificaciones del euro, que deberá estar ya lista para funcionar en el momento en que estos países se integren en la UE. Por otra parte, dado que el cambio de moneda en los países adherentes tras la adopción del euro exigirá largos preparativos, el BCE organizó seminarios en los que se explicó a los bancos centrales de estos países la emisión y el tratamiento de los billetes en euros y la producción de los billetes necesarios para la puesta en circulación.

### 3.4 ESTADÍSTICAS

En la reunión de alto nivel que tuvo lugar en Copenhague en octubre del 2002, los ministros de economía y finanzas de los Estados miembros de la UE y de los países candidatos invitaron a la Comisión Europea (Eurostat) y al BCE a elaborar un Plan de Acción para las estadísticas económicas, monetarias y financieras de los países candidatos. Así lo hicieron y el Plan fue aprobado en la reunión de alto nivel celebrada con los países candidatos en mayo del 2003. Los participantes observaron una constante mejora de la información estadística, que ofrece datos cada vez más completos y con mayor puntualidad. Sin embargo, el Plan de Acción reveló también que, a menos que se intensifiquen los esfuerzos durante el período previo a la adhesión, los países adherentes no estarán en condiciones de cumplir todos los requerimientos, en cuanto a la puntualidad y al nivel de detalle de los datos y a otros requisitos de calidad.

El Plan de Acción, que pone de relieve la importancia de las estadísticas necesarias para la evaluación de la convergencia y de las estadísticas estructurales, se divide en dos partes. La primera parte se refiere a las estadísticas de las que es responsable la Comisión Europea (Eurostat), es decir, las estadísticas de cuen-

tas anuales nacionales, déficit público, deuda pública, IAPC e indicadores estructurales, y las estadísticas coyunturales. La acción requerida se centra, fundamentalmente, en mejorar la disponibilidad de las estadísticas y la conformidad conceptual antes de mayo del 2004 y, en general, el grado de cumplimiento de los reglamentos estadísticos de la UE. La segunda parte se refiere a las estadísticas elaboradas por el BCE, es decir, las de balanza de pagos y de la posición de inversión internacional, las monetarias, bancarias y de los mercados financieros, y las de cuentas financieras trimestrales. La recopilación de estas estadísticas se lleva a cabo, principalmente, a través de los bancos centrales de los países adherentes. En esta segunda parte, la acción recomendada está orientada a garantizar el cumplimiento de los requerimientos del SEBC.

Las dos partes del Plan de Acción se revisan regularmente. La Comisión Europea (Eurostat) y el BCE tienen previsto publicar, en la primavera del 2004, un informe sobre los avances realizados. Por otro lado, el Comité Ejecutivo del BCE efectúa una revisión bianual de los indicadores de los que el BCE tiene la responsabilidad plena o compartida.

### 3.5 INFRAESTRUCTURA Y APLICACIONES DE LOS SISTEMAS DE INFORMACIÓN

En el 2003 se lograron avances significativos en los preparativos para adaptar la infraestructura y las aplicaciones de los sistemas de información a la ampliación del SEBC. En la actualidad se están introduciendo mejoras en tres de los principales elementos, con vistas a ampliar su alcance en términos de red y de comunicaciones.

La red básica proporciona la conexión física entre los bancos centrales del SEBC para la comunicación de datos y la comunicación oral. En julio del 2003 comenzó el diseño técnico de una nueva red básica, que está en curso de instalación y que conectará a todos los miembros del SEBC ampliado.

En octubre del 2003, el BCE puso en marcha un proyecto encaminado a extender la infraestructura de comunicación de datos del SEBC, denominada ESCB-Net, a los bancos centrales de los países adherentes. ESCB-Net es una plataforma de comunicación de datos concebida para reunir la mayoría de las aplicaciones del SEBC, es decir, las necesarias para la ejecución de la política monetaria, la realización por el BCE de operaciones con las reservas exteriores, el intercambio de datos estadísticos y de otra índole y el seguimiento de la información sobre el efectivo en circulación.

El Sistema de Teleconferencias del SEBC se está ampliando también a los bancos centrales de los países adherentes, con la instalación de nuevos equipos de teleconferencias, que permitirán a todos los miembros actuales y futuros del SEBC participar en teleconferencias a través de una misma infraestructura segura.

Asimismo, se llevaron a cabo preparativos para mejorar las aplicaciones de los sistemas de información necesarias para la ampliación del SEBC y, posteriormente, del Eurosistema. Las aplicaciones relativas al intercambio de datos estadísticos se han actualizado, y la referente a la lucha contra la falsificación del euro está en curso de modificación, que habrá terminado antes de que los bancos centrales de los países adherentes se incorporen al marco operativo del SEBC.

**Artista**  
Koen Vermeule  
**Título**  
Sin título (detalle), 2002  
**Técnica**  
Óleo sobre lienzo  
**Tamaño**  
210 × 210 cm



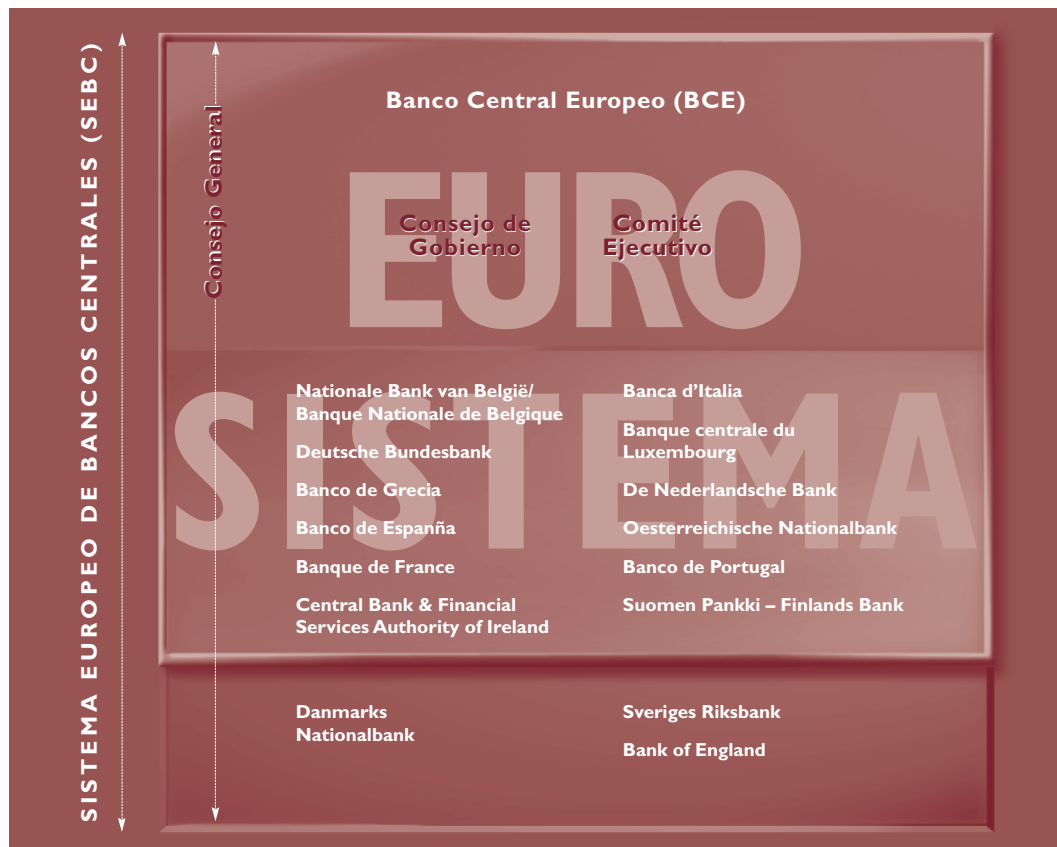
## CAPÍTULO 8

# MARCO INSTITUCIONAL, ORGANIZACIÓN Y CUENTAS ANUALES



# I ÓRGANOS RECTORES Y GOBIERNO CORPORATIVO DEL BCE

## I.1 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 Estados miembros (15 actualmente, 25 a partir del 1 de mayo de 2004), es decir, incluye los BCN de los Estados miembros que aún no han adoptado el euro. Con objeto de aumentar la transparencia y de que se entienda mejor la estructura del banco central 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

se asegura de que ambos cumplan las funciones que tienen encomendadas, ya sea por medio de sus propias actividades o por medio de los BCN.

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 le han sido encomendadas al Eurosistema 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 1.5 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.



El Eurosistema y el SEBC están regidos por los órganos rectores del BCE: el Consejo de Gobierno y el Comité Ejecutivo. Las decisiones se toman de manera centralizada tanto en el Eurosistema como en el SEBC. Sin embargo, al adoptar decisiones sobre la manera en la que se han de llevar a cabo las funciones mencionadas anteriormente, el BCE, de conformidad con los Estatutos del SEBC, está obligado a seguir el principio de descentralización. El Consejo General es el 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 correspondiente<sup>1</sup>.

## 1.2 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 económica y monetaria y adopta decisiones en esta materia, entre otros asuntos. En la segunda reunión, la atención suele centrarse en temas relacionados con otras tareas y responsabilidades del BCE y del Eurosistema.

De las reuniones de 2003, dos se celebraron fuera de Fráncfort: en la Banca d'Italia, en Roma, y en el Banco de Portugal, en Lisboa.

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 y de forma completamente independiente, como refleja el principio de «un voto por miembro».

En diciembre de 2002, el Consejo de Gobierno decidió, por unanimidad, el contenido de su propuesta para la modificación futura de su sistema de votación, que será necesario realizar a raíz de ulteriores ampliaciones de la zona del euro en una UE ampliada. La propuesta se efectuó de conformidad con la «cláusula de habilitación», contenida en el Tratado de Niza. Tras la entrada en vigor del Tratado de Niza, el 1 de febrero de 2003, el Consejo de Gobierno del BCE adoptó formalmente una recomendación sobre la modificación del derecho de voto.

La recomendación del BCE fue enviada al Consejo de la UE en febrero de 2003. Sobre la base de la citada recomendación, y tras considerar los dictámenes de la Comisión Europea y del Parlamento Europeo, el Consejo de la UE, en su composición de Jefes de Estado o de Gobierno, adoptó, por unanimidad, el 21 de marzo de 2003 una Decisión que modifica el apartado 2 del artículo 10 de los Estatutos del SEBC (sistema de votación del Consejo de Gobierno). Para que esta Decisión entre en vigor, tiene que ser ratificada por todos los Estados miembros, lo que aún no ha sucedido.

Conforme a esta Decisión, todos los miembros del Consejo de Gobierno continuarán asis-

1 Véase Decisión BCE/2004/2, de 19 de febrero de 2004, por la que se adopta el Reglamento interno del Banco Central Europeo, DO L 80, de 18.3.2004, p. 33. 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 BCE/1999/7, de 12 de octubre de 1999, relativa al Reglamento interno del Comité Ejecutivo del Banco Central Europeo, DO L 314 de 8.12.1999, p. 34. Estos reglamentos pueden consultarse también en la dirección del BCE en Internet.

tiendo a las reuniones y participando en las deliberaciones. Sin embargo, el número de gobernadores de los BCN con derecho de voto no excederá de 15. Los 15 derechos de voto rotarán entre los gobernadores según reglas predeterminadas. Los seis miembros del Comité Ejecutivo mantendrán un derecho de voto permanente. Para garantizar que, en cualquier momento, todos los gobernadores con derecho de voto pertenezcan a países miembros que, tomados conjuntamente, sean representativos del conjunto de la economía de la zona del euro, se diferenciará entre las frecuencias con las que cada gobernador tendrá 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 distribuirán en grupos, según el peso de las economías de sus países dentro de la zona del euro, calculado éste a partir de un indicador que, además del producto interior bruto, también refleja el tamaño de sus mercados financieros. Cuando el número de países de la zona del euro exceda de 15, habrá dos grupos; cuando el grupo de países llegue a 22, el sistema se basará en tres grupos. Dentro de cada grupo, los gobernadores tendrán derecho de voto por un período de tiempo igual. El nuevo sistema de votación se ha concebido para poder dar cabida a cualquier ampliación de la zona del euro, hasta llegar a 27 países, es decir, los actuales Estados miembros de la UE y los 12 países candidatos incluidos en la Declaración sobre la ampliación de la Unión Europea que figura como anexo del Tratado de Niza. El sistema de rotación permitirá que el Consejo de Gobierno mantenga su capacidad para tomar decisiones de una forma eficiente y oportuna y que se preserve el principio de participación a título personal de los miembros del Consejo de Gobierno, así como el principio «un voto por miembro».

## CONSEJO DE GOBIERNO



### **Willem F. Duisenberg**

(hasta el 31 de octubre de 2003)  
Presidente del BCE

### **Jean-Claude Trichet**

(desde el 1 de noviembre de 2003)  
Presidente del BCE

### **Lucas D. Papademos**

Vicepresidente del BCE

### **Jaime Caruana**

Gobernador del Banco de España

### **Vítor Constâncio**

Gobernador del Banco de Portugal

### **Eugenio Domingo Solans**

Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

### **Antonio Fazio**

Gobernador de la Banca d'Italia

### **Nicholas C. Garganas**

Gobernador del Banco de Grecia

### **Sirkka Hämäläinen**

(hasta el 31 de mayo de 2003)

Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

### **John Hurley**

Gobernador del Central Bank & Financial Services  
Authority of Ireland

### **Otmar Issing**

Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

### **Klaus Liebscher**

Gobernador del Oesterreichische Nationalbank

### **Yves Mersch**

Gobernador de la Banque centrale du  
Luxembourg

### **Christian Noyer**

(desde el 1 de noviembre de 2003)  
Gobernador de la Banque de France

### **Tommaso Padoa-Schioppa**

Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

### **Guy Quaden**

Gobernador del Nationale Bank van België/  
Banque Nationale de Belgique

### **Jean-Claude Trichet**

(hasta el 31 de octubre de 2003)

Gobernador de la Banque de France

### **Gertrude Tumpel-Gugerell**

(desde el 1 de junio de 2003)

Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

### **Matti Vanhala**

Gobernador del Suomen Pankki – Finlands Bank

### **Nout Wellink**

Presidente del De Nederlandsche Bank

### **Ernst Welteke**

Presidente del Deutsche Bundesbank

### **Fila posterior**

#### **(de izquierda a derecha)**

Guy Quaden, Matti Vanhala,  
Nicholas C. Garganas,  
Ernst Welteke, Jaime Caruana,  
Nout Wellink, Klaus Liebscher,  
Eugenio Domingo Solans,  
Tommaso Padoa-Schioppa

### **Fila anterior**

#### **(de izquierda a derecha)**

Vítor Constâncio,  
Yves Mersch, Otmar Issing,  
Lucas D. Papademos,  
Jean-Claude Trichet,  
Gertrude Tumpel-Gugerell,  
Antonio Fazio, John Hurley,  
Christian Noyer,

### I.3 COMITÉ EJECUTIVO



**Fila posterior**

**(de izquierda a derecha)**

Eugenio Domingo Solans,  
Tommaso Padoa-Schioppa,  
Otmar Issing

**Fila anterior**

**(de izquierda a derecha)**

Lucas D. Papademos,  
Jean-Claude Trichet,  
Gertrude Tumpel-Gugerell

**Willem F. Duisenberg**

(hasta el 31 de octubre de 2003)

Presidente

**Jean-Claude Trichet**

(desde el 1 de noviembre de 2003)

Presidente

**Lucas D. Papademos**

Vicepresidente

**Eugenio Domingo Solans**

Miembro del Comité Ejecutivo

**Sirkka Hämäläinen**

(hasta el 31 de mayo de 2003)

Miembro del Comité Ejecutivo

**Otmar Issing**

Miembro del Comité Ejecutivo

**Tommaso Padoa-Schioppa**

Miembro del Comité Ejecutivo

**Gertrude Tumpel-Gugerell**

(desde el 1 de junio de 2003)

Miembro del 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.

El 1 de octubre de 2003 se creó un Comité de Gestión, presidido por un miembro del Consejo Ejecutivo y subordinado al Comité Ejecutivo (véase sección 2.2. de este capítulo), para aligerar la carga de trabajo del Comité Ejecutivo y permitirle centrarse en asuntos de estrategia.





#### 1.4 CONSEJO GENERAL

El Consejo General, compuesto por el presidente y el vicepresidente del BCE y los gobernadores de los BCN de todos los Estados miembros de la UE, es responsable de aquellas tareas desempeñadas previamente por el Instituto Monetario Europeo y que ahora realiza el BCE, debido a que no todos los Estados miembros han adoptado el euro. En el 2003, el Consejo General se ha reunido cuatro veces, según estaba previsto. Para aumentar la coope-

ración con los bancos centrales de los países adherentes con vistas a la ampliación del SEBC, el Consejo General decidió, en septiembre del 2002, que, a partir de la fecha en que se firmase el Tratado de Adhesión, se invitaría a sus gobernadores a asistir a las reuniones del Consejo General en calidad de observadores. El 26 de junio de 2003, los gobernadores de los bancos centrales de los diez países adherentes participaron por primera vez como observadores en una reunión del Consejo General.

##### **Fila posterior (de izquierda a derecha)**

John Hurley, Nout Wellink,  
Ernst Welteke, Klaus Liebscher,  
Nicholas C. Garganas,  
Bodil Nyboe Andersen

##### **Fila intermedia (de izquierda a derecha)**

Antonio Fazio, Matti Louekoski,  
Guy Quaden, Lars Heikensten,  
Christian Noyer, Jaime Caruana

##### **Fila anterior (de izquierda a derecha)**

Yves Mersch,  
Vítor Constâncio,  
Jean-Claude Trichet,  
Lucas D. Papademos,  
Mervyn King,



##### **Willem F. Duisenberg**

(hasta el 31 de octubre de 2003)  
Presidente del BCE

##### **Jean-Claude Trichet**

(desde el 1 de noviembre de 2003)  
Presidente del BCE

##### **Lucas D. Papademos**

Vicepresidente del BCE

##### **Bodil Nyboe Andersen**

Gobernador del Danmarks Nationalbank

##### **Jaime Caruana**

Gobernador del Banco de España

##### **Vítor Constâncio**

Gobernador del Banco de Portugal

##### **Antonio Fazio**

Gobernador de la Banca d'Italia

##### **Nicholas C. Garganas**

Gobernador del Banco de Grecia

##### **Edward A. J. George**

(hasta el 30 de junio de 2003)  
Gobernador del Bank of England

##### **Lars Heikensten**

Gobernador del Sveriges Riksbank

##### **John Hurley**

Gobernador del Central Bank & Financial Services  
Authority of Ireland

##### **Mervyn King** (desde el 1 de julio de 2003)

Gobernador del Bank of England

##### **Klaus Liebscher**

Gobernador del Oesterreichische Nationalbank

##### **Yves Mersch**

Gobernador de la Banque centrale du Luxembourg

##### **Christian Noyer** (desde el 1 de noviembre de 2003)

Gobernador de la Banque de France

##### **Guy Quaden**

Gobernador de la Nationale Bank van België/  
Banque Nationale de Belgique

##### **Jean-Claude Trichet**

(hasta el 31 de octubre de 2003)  
Gobernador de la Banque de France

##### **Matti Vanhala\***

Gobernador del Suomen Pankki – Finlands Bank

##### **Nout Wellink**

Presidente del De Nederlandsche Bank

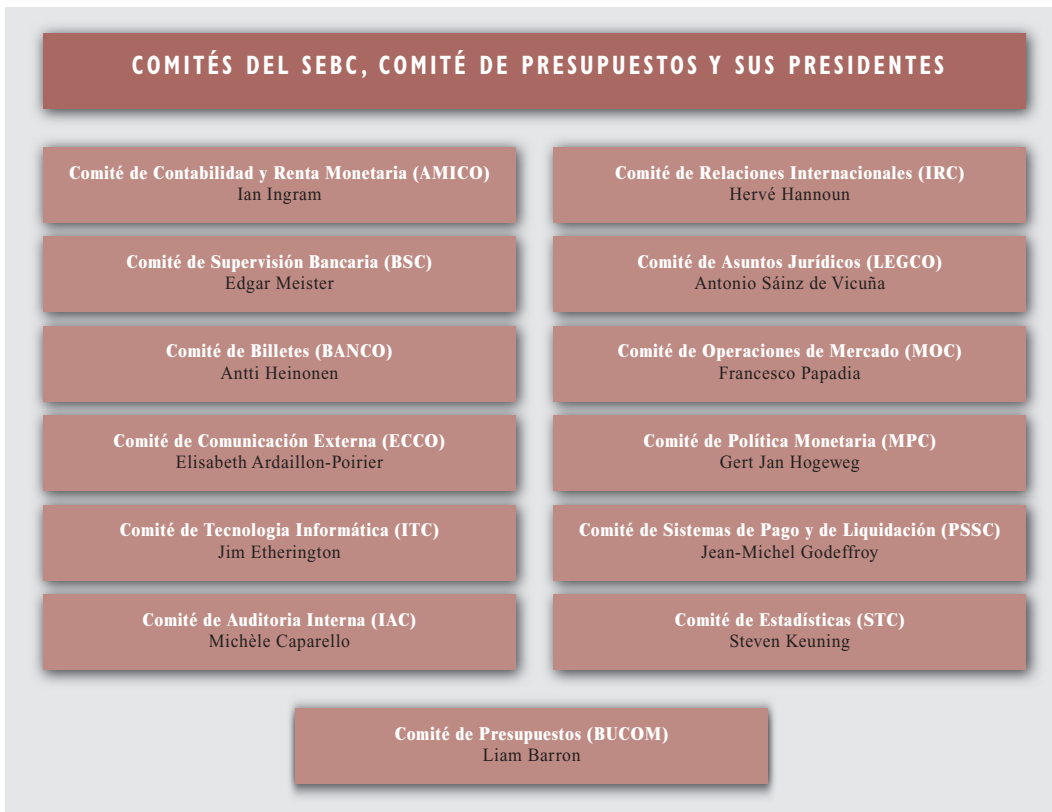
##### **Ernst Welteke**

Presidente del Deutsche Bundesbank

\* Reemplazado en la foto por Matti Louekoski, Subgobernador del Suomen Pankki-Finlands Bank.



## I.5 COMITÉS DEL SEBC Y COMITÉ DE PRESUPUESTOS



Los Comités del SEBC han continuado desempeñando un papel destacado en el desarrollo de las funciones del Eurosistema y del 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 restringida a empleados 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 nacionales en el caso del Comité de Supervisión Bancaria. Desde la firma del Tratado de Adhesión en abril del 2003, y de conformidad con la decisión de invitar a los gobernadores de los países

adherentes a las reuniones del Consejo General, se ha invitado a expertos de estos bancos centrales a asistir a las reuniones de los comités del SEBC en calidad de observadores siempre que se traten cuestiones que entren en el ámbito de competencias del Consejo General. En la actualidad, existen 12 comités del SEBC, todos ellos establecidos de conformidad con el artículo 9 del Reglamento interno del BCE.

El Comité de Presupuestos, creado en virtud del artículo 15 del Reglamento interno del BCE, colabora con el Consejo de Gobierno en asuntos relacionados con el presupuesto del BCE.

## 1.6 GOBIERNO CORPORATIVO

El gobierno corporativo del BCE comprende también distintos procedimientos de control externo e interno.

### PROCEDIMIENTOS DE CONTROL EXTERNO

Los Estatutos del BCE prevén dos procedimientos: un auditor externo, que audita las cuentas anuales del BCE (artículo 27.1 de los Estatutos del SEBC), y el Tribunal de Cuentas Europeo, que examina la eficiencia operativa de la gestión del BCE (artículo 27.2).

En agosto del 2002, el Consejo de Gobierno decidió que, para ofrecer plenas garantías sobre la independencia del auditor externo del BCE, debería aplicarse el principio de rotación de las empresas de auditoría. Esta decisión se llevó a la práctica como parte del procedimiento de designación del auditor externo del BCE (con arreglo al artículo 27.1 de los Estatutos del SEBC). El nuevo auditor externo asumió sus funciones en septiembre del 2003<sup>2</sup>.

El informe anual del Tribunal Europeo de Cuentas, junto con la respuesta del BCE, se encuentra publicado en el sitio web del BCE.

### PROCEDIMIENTOS DE CONTROL INTERNO

En el año 2003, la auditoría interna del BCE, que depende del Consejo Ejecutivo y cuyo mandato se encuentra recogido en la Ordenanza de Auditoría del BCE<sup>3</sup>, continuó desempeñando sus tareas de valoración y evaluación, caso por caso, de la adecuación y la eficacia del sistema de control interno del BCE, así como de la calidad de su actuación a la hora de desempeñar las competencias que le han sido atribuidas. Tal y como se aprobó en el Comité Ejecutivo, la auditoría interna observa las Normas Internacionales para la Práctica Profesional de la Auditoría Interna establecida por el Instituto de Auditores Internos.

El Comité de Auditoría Interna del SEBC, establecido con arreglo a un mandato del Consejo de Gobierno, está compuesto por los directores de auditoría interna del BCE y de los BCN, y es

responsable de garantizar la coordinación en cuanto a la auditoría de 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, las citadas unidades utilizan un conjunto de procedimientos de control operativo dentro de sus áreas de responsabilidad. Por ejemplo, aplican una serie de normas y procedimientos –conocidos como la muralla china– para impedir que información privilegiada, procedente, por ejemplo, de las áreas a las que corresponde la puesta en práctica de la política monetaria, alcance las áreas cuya responsabilidad es la gestión de las reservas exteriores y de la cartera de recursos propios del BCE. Además de estos controles, la Dirección de Planificación y Control, la División de Gestión de Riesgos y la Dirección de Auditoría Interna asesoran y elevan propuestas a las áreas de negocio y al Comité Ejecutivo sobre cuestiones de control específicas que afectan a la organización en su conjunto.

Los miembros del Consejo de Gobierno han de atenerse a un 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 operaciones<sup>4</sup>. El Consejo de Gobierno ha nombrado un asesor que orienta sobre determinados aspectos de la conducta profesional. Este código es comparable al 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, de quienes

2 Tras ganar el concurso público, KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft fue designado nuevo auditor externo del BCE por un período de cinco años.

3 La Ordenanza de Auditoría del BCE está publicada en la dirección del BCE en Internet para fomentar la transparencia de los procedimientos de auditoría utilizados en el BCE.

4 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.

se espera que mantengan unos altos niveles de ética profesional en el desempeño de sus funciones<sup>5</sup>.

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 terceros<sup>6</sup>. Un asesor ético nombrado por el Comité Ejecutivo, garantiza la interpretación uniforme de estas normas.

#### **MEDIDAS DE LUCHA CONTRA EL FRAUDE**

En 1999, el Parlamento Europeo y el Consejo de la UE adoptaron el Reglamento (CE) n° 1073/1999 relativo a las investigaciones efectuadas por la Oficina Europea de Lucha contra el Fraude<sup>7</sup> («Reglamento OLAF») para intensificar la lucha contra el fraude, la corrupción y cualquier otra actividad ilícita que vaya en detrimento de los intereses financieros de la Comunidad. Prevé, entre otras medidas, la investigación interna por parte de OLAF de posibles fraudes en las instituciones, organismos y agencias comunitarias.

Aun reconociendo y aceptando plenamente la necesidad de adoptar medidas más decididas para prevenir el fraude, el Consejo de Gobierno era de la opinión de que la independencia y las funciones estatutarias del BCE imposibilitaban la aplicación del Reglamento OLAF a esta institución. Por ello, adoptó una Decisión del BCE, de 7 de octubre de 1999, sobre prevención del fraude (BCE/1999/5), que preveía el establecimiento de un amplio sistema de lucha contra el fraude bajo el control último de un Comité de Lucha contra el Fraude independiente. La creación de este comité independiente tenía por objeto reforzar los procedimientos originales de control dentro del BCE. En el año 2003, este Comité se reunió en una ocasión y la Dirección de Auditoría Interna le

informó regularmente de todos los asuntos relacionados con el desempeño de sus funciones.

La Comisión Europea, apoyada por los Países Bajos, el Parlamento Europeo y el Consejo de la UE, interpuso posteriormente un recurso (Caso C-11/00). El 10 de julio de 2003, el Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas emitió su fallo en relación con las alegaciones presentadas por las partes y anuló la Decisión BCE/1999/5.

El fallo del Tribunal situaba claramente al BCE «dentro del marco de la Comunidad», al tiempo que reconocía que el legislador había querido asegurar que el BCE pudiera efectuar de forma independiente las funciones que le habían sido conferidas. Sin embargo, el Tribunal dictaminó que la independencia no suponía separar totalmente al BCE de la Comunidad, ni eximirlo de las normas del derecho comunitario. Lo anterior está en línea con el enfoque adoptado por el BCE. La aplicación del Reglamento OLAF no debe afectar a la independencia del BCE en el desempeño de sus funciones.

El BCE se encuentra, en estos momentos, terminando de redactar, una nueva Decisión que tendrá plenamente en cuenta el fallo del Tribunal.

5 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 76 de 8.3.2001, p. 12, y la dirección del BCE en Internet.

6 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.

7 Reglamento (CE) n° 1073/1999 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de mayo de 1999, relativo a las investigaciones efectuadas por la Oficina Europea de Lucha contra el Fraude (OLAF), DO L 136 de 31.05.1999, p.1. Véase, también, el Reglamento (Euratom) n° 1074/1999 del Consejo, de 25 de mayo de 1999, relativo a las investigaciones efectuadas por la Oficina Europea de Lucha contra el Fraude (OLAF), DO L 138 de 31.05.1999, p. 8.

## 2 PROGRESOS EN LA ORGANIZACIÓN DEL BCE

### 2.1 RECURSOS HUMANOS

#### EMPLEADOS

El total de puestos de trabajo presupuestados para el año 2003 fue de 1.271,5 empleos equivalentes a tiempo completo. A finales del 2003, el número de empleados del BCE ascendía a 1.217 (equivalente a 1.213,5 empleos a tiempo completo), frente a los 1.109 (número equivalente a 1.105,5 puestos de trabajo a tiempo completo) de finales del 2002. El número medio de empleados del BCE en el 2003 fue de 1.160, en comparación con 1.080 en el 2002. El año pasado se contrató a 151 nuevos empleados, y 41 dejaron su puesto en el BCE. Los puestos de trabajo para el 2004 se han fijado en 1.362,5 empleos equivalentes a tiempo completo, lo que supone un incremento del 7,1% con respecto al año anterior.

Desde el 1 de enero de 2003, los ciudadanos de los países adherentes pueden presentarse a todos los puestos vacantes. El BCE inició campañas de contratación, con buenos resultados, con el objetivo específico de contratar a nacionales de estos países como traductores, juristas-lingüistas y asesores jurídicos. Actualmente hay contratadas 39 personas de los países adherentes, con contratos de más de un año de duración.

En el 2003, 90 expertos de los BCN trabajaron en el BCE durante breves períodos de una duración media de cuatro meses. De estos expertos, 48 procedían de los bancos centrales de los países adherentes. Estas breves estancias de trabajo resultaron ser especialmente útiles, tanto para el BCE como para los bancos centrales de estos países, en lo que respecta a los preparativos para la ampliación de la UE.

El año pasado, el BCE ofreció 113 contratos de corta duración (prórrogas incluidas), frente a 60 contratos en el 2002, con el fin de reemplazar a empleados de baja por maternidad, paternidad y con permiso sin sueldo.

El BCE facilitó contratos en prácticas, por un período medio de tres a cuatro meses, a 166

estudiantes y licenciados, casi todos con formación económica. En el año 2002 se ofertaron 135 contratos de este tipo. En el 2003, 48 empleados en prácticas eran ciudadanos de los Estados adherentes.

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 participación de 24 investigadores, en comparación con los 20 que participaron en el 2002 (véase sección 5 del capítulo 2).

El programa de investigación de posgrado, destinado a estudiantes destacados próximos a concluir sus estudios de doctorado, contó con la presencia de 12 personas en el 2003, el mismo número que en el 2002.

#### MOVILIDAD INTERNA

En el 2003, cambiaron de puesto de trabajo 93 empleados, tras solicitar vacantes internas para puestos de carácter permanente. Además, el BCE favoreció la movilidad interna temporal, y 12 empleados pasaron a realizar un trabajo diferente durante un período limitado, con el fin de ampliar su experiencia laboral o de ocuparse de cuestiones de trabajo urgentes, pero temporales, para luego regresar a su puesto anterior.

#### MOVILIDAD EXTERNA

El programa de experiencia laboral externa se implantó a principios de año con el fin de favorecer el desarrollo profesional de los empleados. En este programa se puede destinar temporalmente a empleados a los BCN y a otras destacadas instituciones internacionales y europeas. En el 2003, tres empleados participaron en este programa durante períodos de dos a cinco meses.

#### GUARDERÍA Y COLEGIO EUROPEO

La guardería del BCE se ha ampliado con la apertura de un tercer local, que supone una ampliación de la capacidad de cerca de 90 niños, hijos de empleados del BCE. Con ello, existe un total de 221 plazas disponibles para niños a partir de tres meses.

La enseñanza secundaria del Colegio Europeo de Fráncfort comenzó en septiembre del 2003 con cinco cursos. Al igual que en la educación primaria e infantil, la escuela secundaria tiene cuatro secciones: inglés, francés, alemán e italiano.

## **2.2 MEDIDAS PARA FORTALECER EL FUNCIONAMIENTO DE LA ORGANIZACIÓN INTERNA**

Desde 1998, las prioridades del BCE han sido el establecimiento de sus funciones, la formulación y ejecución de la política monetaria única y la introducción del euro. No obstante, al mismo tiempo, el BCE ha crecido de manera constante y el número de empleados se ha incrementado notablemente, lo que ha creado la necesidad de fortalecer el funcionamiento de la organización interna. Tras finalizar con éxito la puesta en circulación del euro, el Comité Ejecutivo decidió mejorar el esquema organizativo, continuar con el desarrollo de la estructura y los procesos de gestión y reforzar la política de gestión de los recursos humanos, sobre todo en lo que respecta a la contratación y al desarrollo profesional.

### **EL BCE EN MOVIMIENTO**

En el contexto de unos mayores esfuerzos para fortalecer la organización interna del BCE, a principios del 2003 el Comité Ejecutivo decidió realizar encuestas entre los empleados sobre cuestiones relacionadas con los principios corporativos, la comunicación interna y la organización. A partir de los resultados de las encuestas, el Comité Ejecutivo acordó iniciar un proceso denominado «el BCE en movimiento», con el fin de mejorar el funcionamiento del BCE. En este proceso, para el que se contó con la participación del personal en la mayor medida de posible, se abordaron las cuestiones planteadas en las encuestas. Para ello se crearon cuatro equipos bajo la dirección de una oficina de proyectos y del Comité Ejecutivo. Estos equipos elaboraron una serie de propuestas relativas a la gestión de los recursos humanos, el desarrollo de las carreras profesio-

nales, la comunicación interna y medidas encaminadas a reducir la burocracia. En octubre del 2003, el Comité Ejecutivo aprobó la mayor parte de las propuestas formuladas por los cuatro equipos y estableció una oficina que supervisará el ulterior desarrollo y la aplicación de las medidas aprobadas. La mayoría de las actuaciones acordadas deben estar listas para su implantación en julio de 2004.

### **CREACIÓN DE UN COMITÉ DE GESTIÓN**

El Comité Ejecutivo también analizó su propio funcionamiento y su papel en la gestión del BCE, y acordó crear un Comité de Gestión que asesorará y asistirá al Comité Ejecutivo en la gestión del BCE, su planificación estratégica y el proceso de elaboración del presupuesto anual. Esto permitirá al Comité Ejecutivo dedicar más atención a la preparación y al debate de cuestiones estratégicas, tanto en lo que concierne a la política monetaria como a otras obligaciones, así como a la estructura y el funcionamiento internos del BCE. El Comité de Gestión, que da cuenta de sus actividades al Comité Ejecutivo, está presidido por un miembro de este último, y está formado por altos cargos del BCE. El comité comenzó sus trabajos en octubre del 2003.

### **RESTRUCTURACIÓN DE LA DIRECCIÓN GENERAL DE SISTEMAS DE INFORMACIÓN**

Desde 1994 se ha realizado una ingente labor para crear las infraestructuras y las aplicaciones básicas necesarias para el inicio de la tercera fase de la UME y la introducción del euro. A lo largo de este período, las áreas de tecnologías de la información del IME y del BCE han cumplido los plazos fijados, y se ha demostrado que los sistemas de información del BCE y del SEBC son sólidos y eficaces.

A principios del 2002, el BCE decidió revisar la forma en que se prestan los servicios informáticos en el BCE, con el fin de evaluar la organización, estructura y eficacia de los sistemas actuales del BCE, y de ofrecer directrices sobre su orientación futura.

En julio del 2003, el Comité Ejecutivo adoptó cuatro recomendaciones prioritarias, elaboradas en colaboración con un consultor externo nombrado para ayudar en la citada revisión. Estas recomendaciones, que supondrán una reorientación estratégica de la prestación de los servicios informáticos, incluyen las siguientes medidas:

- Fortalecimiento de la gestión de la cartera de proyectos, centrándose en el establecimiento de prioridades y en la asignación de recursos informáticos y financieros.
- La Dirección General de Sistemas de Información se ha reorganizado con el fin de mejorar la gestión de proyectos y la capacidad de ofrecer servicios informáticos. En consecuencia, el personal de la mencionada Dirección General se concentrará más en la gestión de proyectos internos y en la prestación de servicios informáticos, con el objeto de satisfacer la demanda creciente de proyectos informáticos de las unidades de gestión del BCE y del SEBC.
- El BCE se centrará más en establecer y aplicar estándares informáticos comunes encaminados a reducir la complejidad y el coste de mantenimiento de las tecnologías de la información.
- Por último, el BCE volverá a evaluar las opciones de subcontratación de tareas operativas, de soporte y de infraestructuras en las áreas de tecnologías de la información.

Esta nueva estructura organizativa se está estableciendo en torno a tres áreas: una Dirección de Proyectos de Tecnologías de la Información, una División de Soporte y Operaciones de Tecnologías de la Información, y una División de Función Gerencial de Tecnologías de la Información. La aplicación de las demás recomendaciones ya se ha iniciado, y deberá estar terminada a finales del 2004.

## **REESTRUCTURACIÓN DE LA DIRECCIÓN GENERAL DE ESTADÍSTICA**

Durante el año 2003 se llevó a cabo una reestructuración de la Dirección General de Estadística. Desde la creación del BCE, el trabajo y el personal de esta Dirección se había más que duplicado, pero su estructura organizativa se había mantenido fundamentalmente sin modificaciones. La estrategia a medio plazo, según fue adoptada por el BCE a principios del 2003 (véase sección 4 del capítulo 2), no se pudo aplicar hasta que se realizó una revisión de la organización de la Dirección General. Esta revisión, efectuada por un equipo del que formó parte un experto de un BCN, comenzó en febrero del 2003. A partir de sus propuestas, el Comité Ejecutivo aprobó una nueva estructura organizativa que entró en vigor el 1 de febrero de 2004.

Una de las principales características de la reorganización de la Dirección General es el fortalecimiento de la orientación hacia el usuario, mediante un servicio centralizado de información. Por otra parte, el nuevo marco sirve para aumentar la eficacia y la eficiencia en el desarrollo de nuevas estadísticas y modelos estadísticos, reuniendo en una nueva división a los empleados que, hasta ahora, realizaban estas funciones en varias divisiones.

## **2.3 NUEVA SEDE DEL BCE**

El BCE, cuyas oficinas se encuentran actualmente en varios edificios alquilados, decidió construir un nuevo edificio. Para ello adquirió un solar a la ciudad de Fráncfort, el mercado mayorista denominado *Grossmarkthalle*. En el marco del proyecto «nueva sede del BCE», se convocó un concurso internacional con el fin de que los arquitectos que lo desearan presentaran su candidatura para participar en el diseño arquitectónico, y el plazo de presentación de solicitudes terminó el 20 de enero del 2003. El BCE recibió solicitudes de más de 300 arquitectos de 31 países de los cinco continentes. En abril, el Comité de preselección, formado por cinco expertos del BCE asistidos por



cinco arquitectos, eligió a 80 candidatos, 70 arquitectos «consagrados» y 10 arquitectos «noveles». Todos los candidatos preseleccionados fueron invitados a una sesión informativa en Fráncfort que incluyó una visita al *Grossmarkthalle*. Muchas de las preguntas planteadas por los arquitectos guardaban relación con las especificaciones técnicas del antiguo edificio del *Grossmarkthalle*, construido en 1928, y con los requisitos que habría que cumplir por el hecho de ser un edificio protegido. A continuación se pidió a los arquitectos que presentaran una propuesta de diseño anónima para la primera fase antes del 7 de julio.

El concurso ha sido resuelto por un jurado internacional, presidido por el vicepresidente del BCE, formado por 12 miembros: tres representantes del BCE, tres de los BCN, cinco arquitectos externos de renombre internacional y un representante de la ciudad de Fráncfort del Meno. El 28 y 29 de agosto, el jurado seleccionó a 12 arquitectos para que participaran en la segunda fase del concurso. El BCE pidió a los 12 candidatos que presentaran un diseño arquitectónico más detallado antes del 12 de diciembre. El 13 de febrero del 2004<sup>8</sup>, el jurado eligió los tres diseños finalistas. Posteriormente, todas las propuestas de diseño presentadas en ambas fases del concurso se mostraron al público en una exposición de tres semanas de duración en el *Deutsches Architektur Museum* de la ciudad de Fráncfort del Meno.

Es posible que el BCE solicite a los candidatos ganadores que adapten sus diseños a las recomendaciones del jurado y a los requisitos de ajustes funcionales y técnicos que pueda establecer el BCE. Una vez examinados y evaluados los diseños finales, el BCE adjudicará el contrato para la construcción de su nueva sede al candidato que, en opinión del BCE, mejor se adecue a los criterios de selección. A continuación comenzará el proceso de planificación, y está previsto que la construcción se inicie a finales del 2006.

<sup>8</sup> En la dirección del BCE en Internet pueden consultarse una nota de prensa e imágenes.

### 3 DIÁLOGO SOCIAL DEL BCE

En el año 2003 se celebraron dos reuniones del Diálogo Social del BCE, en las que representantes de los empleados de todos los bancos centrales del SEBC y de las federaciones europeas de sindicatos se reunieron con el BCE para debatir los avances en el SEBC que han influido en la situación de los empleados de los BCN. Representantes de los empleados de los diez bancos centrales de los países adherentes asistieron a las reuniones en calidad de observadores.

Al igual que en años anteriores, los principales puntos de debate fueron los progresos realizados en relación con billetes, sistemas de pago y estabilidad y supervisión financiera.

En el ámbito de los billetes, la atención se centró en los procedimientos a largo plazo para la producción de billetes (véase sección 3 del capítulo 2). Los representantes de los empleados alegaron que los billetes eran un bien público y subrayaron que la calidad y la seguridad eran fundamentales para mantener la confianza de la opinión pública. También indicaron que la seguridad laboral de los trabajadores de las imprentas debería garantizarse por varios motivos, sobre todo como reconocimiento al gran esfuerzo que supuso tener impresos los billetes en euros a tiempo para la puesta en circulación de la nueva moneda. En consecuencia, los bancos centrales deberían seguir participando en todos los procesos relacionados con billetes, sobre todo en lo que concierne a su producción.

En cuanto a los sistemas de pago, la atención se centró en los progresos efectuados en relación con los preparativos para la implantación de TARGET2 (véase sección 2 del capítulo 2). El BCE informó periódicamente a los participantes en el Diálogo Social del SEBC sobre los progresos efectuados. Los representantes de los empleados comentaron las soluciones posibles y expresaron su preferencia por una solución descentralizada acorde con el sistema actual.

En lo que respecta a la estabilidad y la supervisión financieras, el BCE facilitó a los participantes información sobre la reforma del marco

de la UE en materia de regulación, supervisión y estabilidad financieras, el procedimiento de aplicación del marco Lamfalussy al sector bancario, el proceso de revisión de los requerimientos de adecuación del capital para los bancos por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (Nuevo Acuerdo de Capital de Basilea), y las reformas de las estructuras nacionales de supervisión (véase sección 2 del capítulo 3). Los representantes de los empleados reiteraron que preferían que se asignaran a los bancos centrales las tareas relacionadas con la estabilidad y la supervisión bancarias.

En las reuniones del Diálogo Social del SEBC también se debatieron otros temas más generales, como el desarrollo de programas de formación comunes y de una cultura corporativa para el SEBC, los preparativos del BCE para la ampliación del SEBC en el 2004 y la reestructuración de algunos BCN tras el establecimiento del Eurosistema. Con relación a este último tema se consideraron los factores determinantes de tales reorganizaciones, y los representantes de los empleados expresaron su inquietud sobre el mantenimiento de los niveles de empleo en los BCN. Las opiniones e inquietudes expresadas por los representantes de los sindicatos se trasladaron al Consejo de Gobierno y al Consejo General.

En las reuniones del Diálogo Social del SEBC, el BCE destacó que, al adoptar sus decisiones, el Consejo de Gobierno aplica los principios de eficiencia, eficacia, seguridad, calidad y rigurosos criterios en la prestación de servicios. Además, toma en consideración el impacto de sus decisiones en el empleo y en las condiciones sociales.

En octubre del 2003, el BCE publicó un Boletín sobre Diálogo Social con el fin de ampliar la información que se facilita a los participantes en el Diálogo Social entre las reuniones y mejorar la comprensión de los temas tratados. Por último, los participantes subrayaron la necesidad de fortalecer la cultura corporativa del SEBC. Se están organizando programas de formación comunes con el fin de alcanzar este objetivo.

## 4 CUENTAS ANUALES DEL BCE

## BALANCE A 31 DE DICIEMBRE DE 2003

ACTIVO	NOTA NÚMERO	2003 €	2002 €
<b>Oro y derechos en oro</b>	<b>1</b>	<b>8.145.320.117</b>	<b>8.058.187.254</b>
<b>Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro</b>	<b>2</b>		
Activos frente al FMI		211.651.948	164.788.323
Depósitos, valores, préstamos y otros activos exteriores		28.593.384.857	37.151.511.287
		<b>28.805.036.805</b>	<b>37.316.299.610</b>
<b>Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro</b>	<b>2</b>	<b>2.799.472.504</b>	<b>3.047.976.497</b>
<b>Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro</b>	<b>3</b>		
Depósitos, valores y préstamos		<b>474.743.402</b>	<b>183.237.923</b>
<b>Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro</b>	<b>4</b>	<b>25.000</b>	<b>0</b>
<b>Cuentas intra-Eurosistema</b>	<b>5</b>		
Activos relacionados con la asignación de billetes		34.899.471.205	28.681.074.010
Otros activos (neto)		4.599.894.403	5.468.478.796
		<b>39.499.365.608</b>	<b>34.149.552.806</b>
<b>Otros activos</b>	<b>6</b>		
Inmovilizado material		128.911.950	112.624.758
Otros activos financieros		5.573.756.258	5.529.030.465
Cuentas de periodificación del activo y gastos anticipados		590.646.023	1.260.718.561
Diversos		37.791.421	609.968.394
		<b>6.331.105.652</b>	<b>7.512.342.178</b>
<b>Pérdida del ejercicio</b>		<b>476.688.785</b>	<b>0</b>
<b>Total activo</b>		<b>86.531.757.873</b>	<b>90.267.596.268</b>

PASIVO	NOTA NÚMERO	2003 €	2002 €
<b>Billetes en circulación</b>	<b>7</b>	<b>34.899.471.205</b>	<b>28.681.074.010</b>
<b>Depósitos en euros de otros residentes</b>	<b>8</b>	<b>1.065.000.000</b>	<b>1.036.000.000</b>
<b>Pasivos en euros con no residentes</b>	<b>9</b>	<b>146.867.501</b>	<b>227.805.777</b>
<b>Pasivos en moneda extranjera con no residentes</b>	<b>10</b>		
Depósitos y otros pasivos		<b>1.452.432.822</b>	<b>5.192.380.656</b>
<b>Cuentas intra-Eurosistema</b>	<b>11</b>		
Pasivos contrapartida de la transferencia de reservas exteriores		<b>40.497.150.000</b>	<b>40.497.150.000</b>
<b>Otros pasivos</b>	<b>12</b>		
Cuentas de periodificación del pasivo e ingresos anticipados		1.162.299.071	1.417.939.194
Diversos		174.890.973	75.191.137
		<b>1.337.190.044</b>	<b>1.493.130.331</b>
<b>Provisiones</b>	<b>13</b>	<b>87.195.777</b>	<b>2.644.780.685</b>
<b>Cuentas de revalorización</b>	<b>14</b>	<b>2.176.464.065</b>	<b>4.404.834.096</b>
<b>Capital y reservas</b>	<b>15</b>		
Capital		4.097.229.250	4.097.229.250
Reservas		772.757.209	772.757.209
		<b>4.869.986.459</b>	<b>4.869.986.459</b>
<b>Beneficio del ejercicio</b>		<b>0</b>	<b>1.220.454.254</b>
<b>Total pasivo</b>		<b>86.531.757.873</b>	<b>90.267.596.268</b>

## CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS DEL EJERCICIO 2003

	NOTA NÚMERO	2003 €	2002 €
Ingresos por intereses de los activos de reserva en moneda extranjera		541.294.375	990.618.897
Ingresos por intereses derivados de la asignación de billetes		698.245.187	726.917.226
Otros ingresos por intereses		1.449.963.923	1.965.003.344
<i>Ingresos por intereses</i>		<i>2.689.503.485</i>	<i>3.682.539.467</i>
Remuneración a los BCN de los activos de contrapartida de las reservas transferidas		(807.683.148)	(1.140.963.789)
Otros gastos por intereses		(1.166.693.660)	(1.547.042.623)
<i>Gastos por intereses</i>		<i>(1.974.376.808)</i>	<i>(2.688.006.412)</i>
<b>Ingresos netos por intereses</b>	<b>20</b>	<b>715.126.677</b>	<b>994.533.055</b>
Ganancias/Pérdidas realizadas procedentes de operaciones financieras	<b>21</b>	525.260.622	735.425.388
Minusvalías no realizadas en activos y posiciones financieras	<b>22</b>	(3.972.689.560)	(276.955.036)
Transferencia a/de provisiones por riesgos de tipo de cambio y de precio		2.568.708.838	154.000.000
<b>Resultado neto de operaciones financieras y provisiones</b>		<b>(878.720.100)</b>	<b>612.470.352</b>
<b>(Gastos)/Ingresos netos por honorarios y comisiones</b>	<b>23</b>	<b>(63.466)</b>	<b>(227.158)</b>
<b>Otros ingresos</b>	<b>24</b>	<b>2.911.280</b>	<b>3.744.153</b>
<b>Total ingresos netos</b>		<b>(160.745.609)</b>	<b>1.610.520.402</b>
Gastos de personal	<b>25 y 26</b>	(129.886.988)	(120.003.344)
Gastos de administración	<b>27</b>	(153.549.282)	(133.966.576)
Amortización del inmovilizado material	<b>28</b>	(30.410.140)	(17.738.206)
Gastos de producción de billetes	<b>29</b>	(2.096.766)	(118.358.022)
<b>(Pérdida)/Beneficio del ejercicio</b>		<b>(476.688.785)</b>	<b>1.220.454.254</b>

Fráncfort del Meno, 9 de marzo de 2004

BANCO CENTRAL EUROPEO  
Jean-Claude Trichet  
Presidente



# NORMATIVA CONTABLE<sup>1</sup>

## 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<sup>2</sup>, y que el Consejo de Gobierno de BCE considera apropiados para la función de un banco central.

## 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 revisión de la valoración 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 partidas fuera de balance.

La revisión de la valoración 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 correspondiente por tipo de cambio.

El oro se valora al precio de mercado vigente al final del ejercicio. 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 2003.

## VALORES

Los valores negociables y activos similares se valoran uno por uno al precio medio de mercado vigente en la fecha del balance. Para el ejercicio financiero finalizado el 31 de diciembre de 2003, se utilizaron los precios medios del 30 de diciembre de 2003. 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 procedentes de la venta de divisas, oro y valores se registran en la Cuenta de pérdidas y ganancias. Estas pérdidas y ganancias realizadas se calculan a partir del coste medio del activo correspondiente.

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 compensan con ganancias no realizadas en otra moneda, valor u oro. En el caso de pérdidas no realizadas en algún elemento a final de año, su coste medio se reduce para ajustarlo al precio de mercado y al tipo de cambio de fin de año.

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 (BCE/2002/11), DO L 58 de 3.3.2003, p. 38-59.

2 Estos principios son coherentes con lo estipulado en el artículo 26.4 de los Estatutos del SEBC, que requiere un enfoque armonizado de los principios y prácticas financieras contables del Eurosistema.

Las primas o descuentos de las tenencias de valores 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**

Mediante las cesiones temporales se lleva a cabo una venta de valores al contado con el compromiso simultáneo de recomprar dichos valores a un precio fijado y en una fecha futura predeterminada. Estos compromisos de compra aparecen reflejados en el pasivo del balance y conllevan además unos gastos por intereses en la Cuenta de pérdidas y ganancias. Los valores cedidos bajo este tipo de acuerdo permanecen en el balance del BCE.

Mediante las adquisiciones temporales se compran valores al contado y con el compromiso simultáneo de revender dichos valores a la entidad de contrapartida a un precio fijado y en una fecha futura predeterminada. Estos compromisos de reventa aparecen reflejados en el activo del balance, pero no se incluyen en la tenencia de valores del BCE y generan ingresos por intereses en la Cuenta de pérdidas y ganancias.

Las operaciones temporales, incluidas las operaciones de préstamo de valores, realizadas de acuerdo con un programa de préstamos automáticos de valores, sólo se registran en el balance cuando la garantía es proporcionada al BCE en forma de efectivo hasta el vencimiento de la operación. En el 2003, 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 que conllevan 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. La valoración de los futuros sobre tipos de interés se revisa elemento por elemento. Las posiciones de futuros sobre tipos de interés vivas se registran en las cuentas

fuera de balance. A partir del 2003, las modificaciones diarias del margen de fluctuación han quedado registradas en la Cuenta de pérdidas y ganancias.

#### **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 del BCE aprueba los estados financieros, si afectan de manera relevante a la situación de los activos y pasivos a la fecha del balance.

#### **SALDOS INTRA-SEBC/INTRA-EUROSISTEMA**

Las operaciones intra-SEBC son transacciones transfronterizas entre dos bancos centrales de la Unión Europea. Dichas transacciones se realizan principalmente a través de TARGET, que es un sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real, (véase el capítulo 2), y dan lugar a saldos bilaterales en las cuentas de cada uno de los bancos centrales conectados a TARGET. Estos saldos bilaterales se asignan diariamente al BCE, manteniendo cada banco central un único saldo neto 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 del 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-Eurosistema 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» (véase «Billetes en circulación» en el apartado sobre normativa contable).

Los saldos intra-SEBC de los BCN no pertenecientes a la zona del euro (Danmarks National-

bank, Sveriges Riksbank y Bank of England) con el BCE se presentan en «Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro».

### TRATAMIENTO DE LOS ACTIVOS FIJOS

Los activos fijos 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
Activos fijos cuyo coste es inferior a 10.000 euros	no se capitalizan

El período de depreciación en el caso de edificios y gastos de renovación activados relacionados con las oficinas que actualmente ocupa el BCE, se ha reducido a fin de garantizar que estos activos se hayan amortizado enteramente al final del 2008, fecha en la que se espera que el BCE se haya trasladado a su sede definitiva.

### 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 a los miembros y sus beneficiarios, se incluyen entre los otros activos del BCE y se identifican de forma separada en las Notas sobre el balance. 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 doce BCN de los Estados miembros pertenecientes a la zona del euro, que conjuntamente componen el Eurosistema, emiten

billetes en euros<sup>3</sup>. 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 billetes<sup>4</sup>. Al BCE le ha correspondido una cuota del 8% del valor total de los billetes en circulación, que se presenta en el balance en la partida del pasivo «Billetes en circulación». La participación del BCE en el total de la emisión de billetes tiene como contrapartida activos frente a los BCN. Estos activos, que devengan intereses<sup>5</sup>, se presentan en la subpartida «Cuentas Intra-Eurosistema: activos relacionados con la asignación de billetes en euros dentro del Eurosistema» (véase «Saldos intra-SEBC/intra-Eurosistema» 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 provisional al final de cada trimestre<sup>6</sup>. 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 circulación, o que el Consejo de Gobierno decida reducir estos ingresos en razón de los gastos hechos por el BCE al emitir y manipular los billetes.

### OTRAS CUESTIONES

Teniendo en cuenta la posición del BCE como banco central, el Comité Ejecutivo considera que la publicación de un estado de flujos de tesorería no proporcionaría información adicional relevante a los destinatarios de los estados financieros.

- 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 y aplicar la clave del capital suscrito a la participación de los BCN en esa emisión total.
- 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/2001/16), 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/2002/9), DO L 323/49 de 28.11.2002, p. 49-50.

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 KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft como auditor externo del BCE por un período de cinco años que comienza con el ejercicio financiero del 2003.

# NOTAS SOBRE EL BALANCE

## I ORO Y DERECHOS EN ORO

Las tenencias de oro del BCE ascienden a 24,7 millones de onzas de oro fino, igual que en el 2002. En el ejercicio 2003 no ha tenido lugar ninguna operación con oro. La variación en el saldo comparado con el del 2002 es consecuencia de la revisión de la valorización de final de año de dichas tenencias (véase «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 2003. 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 moneda extranjera (ver «Oro y activos y pasivos en moneda extranjera» en el apartado sobre normativa contable).

### *Depósitos, 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, los préstamos denominados en moneda extranjera y las inversiones en valores, denominados en dólares estadounidenses y en yenes japoneses. Pueden desglosarse como se indica a continuación:

<i>Activos frente a no residentes en la zona del euro</i>	2003 €	2002 €	Diferencia €
Cuentas corrientes	1.365.187.080	1.249.268.747	115.918.333
Depósitos	1.197.220.582	1.665.333.388	(468.112.806)
Adquisiciones temporales	3.834.025.154	8.252.807.861	(4.418.782.707)
Inversiones en valores	22.196.952.041	25.984.101.291	(3.787.149.250)
Total	28.593.384.857	37.151.511.287	(8.558.126.430)

<i>Activos frente a residentes en la zona del euro</i>	2003 €	2002 €	Diferencia €
Cuentas corrientes	26.740	78.898	(52.158)
Depósitos	2.799.445.764	3.047.897.599	(248.451.835)
Total	2.799.472.504	3.047.976.497	(248.503.993)

La reducción que se ha producido en estas posiciones durante el 2003 se debe, fundamentalmente, a la revisión de la valoración de final de año de los activos del BCE denominados en dólares estadounidenses. La depreciación del dólar estadounidense frente al euro ha dado lugar a una disminución importante de su valor equivalente en euros (véase «Oro y activos y pasivos en moneda extranjera» y «Reconocimiento de ingresos» en el apartado sobre normativa contable).

## 3 ACTIVOS EN EUROS FRENTE A NO RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO

A 31 de diciembre de 2003, este activo estaba formado por depósitos bancarios frente a no residentes en la zona del euro.

## 4 OTROS ACTIVOS EN EUROS FRENTE A ENTIDADES DE CRÉDITO DE LA ZONA DEL EURO

A 31 de diciembre de 2003, este activo estaba formado por un depósito bancario frente a un residente en la zona del euro.

## 5 ACTIVOS 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 (véase «Billetes en circulación» en el apartado sobre normativa contable).

### *Otros activos intra-Eurosistema (neto)*

Esta rúbrica se compone de los saldos de TARGET de los BCN de la zona del euro frente al BCE y de los importes debidos relativos a la distribución provisional de los ingresos del BCE derivados de los billetes. A 31 de diciembre de 2003, los BCN de la zona del euro adeudaban 533 millones de euros en relación con las distribuciones provisionales de los ingresos del BCE derivados de los billetes. Se trata de las distribuciones provisionales de tales ingresos a los BCN de la zona del euro correspondientes a los tres primeros trimestres del año, que fueron posteriormente revocadas (véase «Billetes en circulación» en el apartado sobre normativa contable y la nota 20 de «Notas sobre la Cuenta de pérdidas y ganancias»).

	2003 €	2002 €
Debido por los BCN de la zona del euro en relación con TARGET	49.646.309.854	56.546.091.330
Debido a los BCN de la zona del euro en relación con TARGET	(45.579.175.620)	(50.471.612.534)
Posición neta de TARGET	4.067.134.234	6.074.478.796
Debido por/(a) los BCN de la zona del euro en relación con la distribución provisional de los ingresos del BCE derivados de los billetes	532.760.169	(606.000.000)
Otros activos intra-Eurosistema (neto)	4.599.894.403	5.468.478.796

## 6 OTROS ACTIVOS

### *Inmovilizado material*

Estos activos, a 31 de diciembre de 2003, incluyen principalmente los siguientes elementos:

	Valor neto contabilizado a 31 de diciembre de 2003 €	Valor neto contabilizado a 31 de diciembre de 2002 €	Diferencia €
Terrenos y construcciones	54.929.962	51.496.140	3.433.822
Equipamiento informático	45.407.622	33.522.388	11.885.234
Equipamiento, mobiliario, instalaciones y vehículos a motor	2.149.813	2.575.083	(425.270)
Inmovilizado en curso	23.259.861	9.092.185	14.167.676
Otros activos fijos	3.164.692	15.938.962	(12.774.270)
Total	128.911.950	112.624.758	16.287.192

El aumento de esta rúbrica del balance se debe principalmente a la activación de las inversiones efectuadas para la tercera sede del BCE y en la adquisición de sistemas de equipamiento informático adicionales.

### *Otros activos financieros*

Los elementos principales de esta rúbrica del balance son:

	2003 €	2002 €	Diferencia €
Valores emitidos en euros	5.276.052.927	5.428.324.673	(152.271.746)
Adquisiciones temporales en euros	167.100.400	0	167.100.400
Activos relacionados con el fondo de pensiones del BCE	91.727.194	61.852.580	29.874.614
Otros activos financieros	38.875.737	38.853.212	22.525
Total	5.573.756.258	5.529.030.465	44.725.793



- a) Los valores emitidos en euros y las adquisiciones temporales en euros constituyen la inversión de los propios fondos del BCE (véase la nota 12).
- b) Las carteras de inversión relativas al fondo de pensiones del BCE ascienden a 91,7 millones de euros, frente a los 61,9 millones del 2002. Estos activos representan las inversiones de las contribuciones acumuladas del BCE y del personal a 31 de diciembre de 2003, y están administradas por un gestor de fondos externo. Las contribuciones periódicas del BCE y de los miembros del plan 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 gestor de fondos externo valora los activos del fondo de pensiones utilizando para ello los precios de mercado vigentes a fin de año.
- c) El BCE posee 3.000 acciones del Banco de Pagos Internacionales (BPI), contabilizadas a su precio de adquisición, es decir, 38,5 millones de euros.

#### ***Cuentas de periodificación del activo y gastos anticipados***

En el 2002, esta partida incluía 727 millones de euros, por los intereses devengados por los activos del BCE relacionados con la asignación de billetes dentro del Eurosistema en el conjunto del año. A partir del 2003, los intereses se liquidan después de finalizado cada trimestre. Por tanto, en la actualidad, esta partida incluye exclusivamente los intereses devengados que se deben al BCE correspondientes al último trimestre, que ascienden a 165 millones de euros (véase «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***

En el 2002, esta rúbrica recogía el devengo de la distribución provisional de los ingresos del BCE derivados de los billetes, que ascendieron a 606 millones de euros. En el 2003, la totalidad de dichos ingresos fue retenida por el BCE (véase la nota 20 de «Notas sobre la Cuenta de pérdidas y ganancias»).

### **7 BILLETES EN CIRCULACIÓN**

Esta partida recoge la participación del BCE en el total de billetes en circulación (véase «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 con el fin de 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 (véase «Saldos intra-SEBC/intra-Eurosistema» en el apartado sobre normativa contable).

### **10 PASIVOS EN MONEDA EXTRANJERA CON NO RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO**

Los pasivos que se derivan de los acuerdos de cesión temporal con no residentes en la zona del euro relacionados con la gestión de las reservas de divisas del BCE son los siguientes:

	2003 €	2002 €	Diferencia €
Cesiones temporales	1.452.432.822	5.192.380.656	(3.739.947.834)

## 11 PASIVOS 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 son denominados en euros por el contravalor de los activos fijado en el momento de la transferencia, y son remunerados al tipo de interés marginal de la última operación principal de financiación del Euro-sistema, ajustado para reflejar la nula remuneración del componente de oro (véase la nota 20 de «Notas sobre la Cuenta de pérdidas y ganancias»).

	%	€
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 & Financial Services Authority 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 la nota 11). Las obligaciones del BCE relativas al fondo de pensiones, incluida una provisión basada en la valoración actuarial, ascendieron a 100,6 millones de euros (72,4 millones en el 2002). En este balance se

incluyen, además, otras periodificaciones y operaciones de cesión vivas por un importe de 64 millones de euros, realizadas en la gestión de los recursos propios del BCE (véase la nota 6).

## 13 PROVISIONES

En el 2000 se constituyó una provisión general frente a la importante exposición del BCE a los riesgos de tipo de cambio y de tipo de interés. 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. Dada la importante depreciación del dólar estadounidense frente al euro en el 2003, esta provisión se utilizó en su totalidad para cubrir las pérdidas no realizadas, que figuran como gastos al cierre del ejercicio, debidas principalmente a la revisión de la valoración de las tenencias del BCE de activos denominados en dólares estadounidenses (véase «Reconocimiento de ingresos» en el apartado sobre normativa contable y la nota 22 de «Notas sobre la Cuenta de pérdidas y ganancias»<sup>7</sup>).

Esta partida incluye también provisiones relativas a pensiones y 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.

7 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/2002/9), DO L 323/49 de 28.11.2002, p. 49-50.

	2003 €	2002 €	Diferencia €
Oro	2.070.968.381	1.983.835.491	87.132.890
Divisas	1.901	1.682.723.875	(1.682.721.974)
Valores	105.493.783	738.274.730	(632.780.947)
<b>Total</b>	<b>2.176.464.065</b>	<b>4.404.834.096</b>	<b>(2.228.370.031)</b>

## 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:

	%	Capital suscrito €	Capital desembolsado €
Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	2,8658	143.290.000	143.290.000
Deutsche Bundesbank	24,4935	1.224.675.000	1.224.675.000
Bank of Greece	2,0564	102.820.000	102.820.000
Banco de España	8,8935	444.675.000	444.675.000
Banque de France	16,8337	841.685.000	841.685.000
Central Bank & Financial Services Authority of Ireland	0,8496	42.480.000	42.480.000
Banca d'Italia	14,8950	744.750.000	744.750.000
Banque centrale du Luxembourg	0,1492	7.460.000	7.460.000
De Nederlandsche Bank	4,2780	213.900.000	213.900.000
Oesterreichische Nationalbank	2,3594	117.970.000	117.970.000
Banco de Portugal	1,9232	96.160.000	96.160.000
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,3970	69.850.000	69.850.000
<b>Subtotal de los BCN pertenecientes a la zona del euro</b>	<b>80,9943</b>	<b>4.049.715.000</b>	<b>4.049.715.000</b>
Danmarks Nationalbank	1,6709	83.545.000	4.177.250
Sveriges Riksbank	2,6537	132.685.000	6.634.250
Bank of England	14,6811	734.055.000	36.702.750
<b>Subtotal de los BCN no pertenecientes a la zona del euro</b>	<b>19,0057</b>	<b>950.285.000</b>	<b>47.514.250</b>
<b>Total</b>	<b>100,0000</b>	<b>5.000.000.000</b>	<b>4.097.229.250</b>

Las contribuciones de los BCN no pertenecientes a la zona del euro suponen el 5% de su participación en el capital suscrito del BCE y ascienden a un total de 47.514.250 euros. Las cantidades desembolsadas por estos BCN son contribuciones a los gastos operativos del BCE. A diferencia de los pertenecientes a la zona del euro, los BCN no pertenecientes a la zona del euro no tienen derecho a participar en los beneficios distribuibles del BCE, incluidos los derivados de la asignación de billetes dentro del Eurosistema, ni tampoco son responsables de cubrir sus pérdidas.

### Reservas

Esta rúbrica representa el fondo de reserva general del BCE, establecido de conformidad con el artículo 33 de los Estatutos del SEBC.

## 16 ACONTECIMIENTOS POSTERIORES AL CIERRE DEL BALANCE

### CAMBIOS EN LA CLAVE DE CAPITAL DEL BCE

#### Antecedentes

De acuerdo con el artículo 29.3 de los Estatutos del SEBC, la clave de los BCN para la suscripción de capital del BCE debe ajustarse cada cinco años. El primero de dichos ajustes desde que se creara el BCE, se llevó a cabo el 1 de enero de 2004 y le sucederá otra el 1 de mayo de 2004, como consecuencia de la adhesión de diez nuevos Estados miembros. Basándose en la Decisión del Consejo de 15 de julio de 2003 sobre los datos estadísticos que deben utilizarse en la determinación de la clave para la suscripción de capital del BCE, las claves de los BCN se ajustaron el 1 de enero de 2004 de la siguiente forma:

	Desde el 1 de enero de 1999 hasta el 31 de diciembre de 2003 %	Desde el 1 de enero de 2004 hasta el 1 de mayo de 2004 %
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,8658	2,8297
Deutsche Bundesbank	24,4935	23,4040
Bank of Greece	2,0564	2,1614
Banco de España	8,8935	8,7801
Banque de France	16,8337	16,5175
Central Bank & Financial Services Authority of Ireland	0,8496	1,0254
Banca d'Italia	14,8950	14,5726
Banque centrale du Luxembourg	0,1492	0,1708
De Nederlandsche Bank	4,2780	4,4323
Oesterreichische Nationalbank	2,3594	2,3019
Banco de Portugal	1,9232	2,0129
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,3970	1,4298
<b>Subtotal de los BCN pertenecientes a la zona del euro</b>	<b>80,9943</b>	<b>79,6384</b>
Danmarks Nationalbank	1,6709	1,7216
Sveriges Riksbank	2,6537	2,6636
Bank of England	14,6811	15,9764
<b>Subtotal de los BCN no pertenecientes a la zona del euro</b>	<b>19,0057</b>	<b>20,3616</b>
<b>Total</b>	<b>100,0000</b>	<b>100,0000</b>

## REPERCUSIÓN DE LAS MODIFICACIONES

### Capital del BCE

Como consecuencia de la reducción general del 1,3559% en la ponderación de los BCN pertenecientes a la zona del euro, con suscripciones del capital del BCE desembolsadas en su totalidad, y el aumento en la de los BCN no pertenecientes a la zona del euro, que desembolsan sólo un 5% de su suscripción, el 1 de enero de 2004 el capital desembolsado del BCE ascendía a un total de 64 millones de euros.

### Activos de los BCN equivalentes a los activos exteriores de reserva transferidos al BCE

A raíz del descenso experimentado por la ponderación de la clave de capital del BCE de los BCN de la zona del euro, en función de la cual se transferían al BCE activos exteriores de

reserva conforme a la participación de cada BCN en el capital suscrito del BCE, se ha ajustado proporcionalmente el activo inicial de 40.497 millones de euros equivalente a dicha transferencia, lo que ha supuesto una reducción del mismo de 678 millones de euros, que han sido reembolsados a los BCN de la zona del euro.

### Modificaciones a partir del 1 de mayo de 2004

Cuando los nuevos países se integren en la Unión Europea y sus respectivos BCN pasen a formar parte del SEBC, el capital suscrito del BCE y el límite del importe de activos exteriores de reserva que puede ser transferido al BCE aumentará de forma automática.

## POSICIONES REGISTRADAS FUERA DEL BALANCE

### 17 PROGRAMA DE PRÉSTAMO AUTOMÁTICO DE VALORES

Como parte de la gestión de sus fondos propios, el BCE ha llegado a un acuerdo sobre un programa de préstamo automático de valores, por el que un agente seleccionado negocia transacciones de préstamos de valores por cuenta del BCE con determinadas contrapartes, autorizadas por el BCE. En el marco de este acuerdo, a 31 de diciembre de 2003, estaban vivas operaciones de cesiones y adquisiciones temporales por un valor de 0,4 millones de euros cada una, frente a 1,4 millones de euros en el 2002. (Véase «Operaciones temporales» en el apartado sobre normativa contable.)

### 18 FUTUROS SOBRE TIPOS DE INTERÉS

En el 2003, los futuros sobre tipos de interés en moneda extranjera se utilizaron en la gestión de las reservas exteriores del BCE. A 31 de diciembre había pendientes las siguientes transacciones, relacionadas por su valor nominal:

Futuros sobre tipos de interés en moneda extranjera	Importe del contrato €
Compras	1.928.169.982
Ventas	610.966.084

## 19 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 fijó en 61,4 millones de euros, a pagar a plazos, hasta el 31 de diciembre de 2004, fecha en que la titularidad del solar será transferida al BCE. En el 2003 se efectuó el pago del primer plazo a la ciudad de Fráncfort.

# NOTAS SOBRE LA CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS

## 20 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:

	2003 €	2002 €	Diferencia €
Intereses de cuentas corrientes	3.679.287	6.076.316	(2.397.029)
Ingresos de los depósitos	45.699.455	76.811.025	(31.111.570)
Adquisiciones temporales de valores	66.206.740	120.729.765	(54.523.025)
Ingresos netos de valores	445.357.205	857.373.212	(412.016.007)
<b>Total ingresos por intereses de los activos de reserva en moneda extranjera</b>	<b>560.942.687</b>	<b>1.060.990.318</b>	<b>(500.047.631)</b>
Gastos por intereses de cuentas corrientes	(73.292)	(263.018)	189.726
Cesiones temporales	(19.575.020)	(70.108.403)	50.533.383
<b>Ingresos por intereses de los activos de reserva en moneda extranjera (neto)</b>	<b>541.294.375</b>	<b>990.618.897</b>	<b>(449.324.522)</b>

### *Ingresos por intereses derivados de la asignación de billetes dentro del Eurosistema*

Este apartado recoge los intereses devengados por la cuota del 8% que corresponde al BCE del total de billetes emitidos. 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. Estos ingresos se distribuyen a los BCN tal como se señala en «Billetes en circulación», en el apartado de normativa contable.

Sobre la base del resultado estimado del BCE para el ejercicio financiero finalizado el 31 de

diciembre de 2003, el Consejo de Gobierno decidió en diciembre del 2003:

- revocar las tres distribuciones trimestrales provisionales ya abonadas durante el ejercicio a los BCN, por un importe total de 533 millones de euros;
- retener la distribución de 165 millones de euros correspondiente al último trimestre.

### *Remuneración de los activos de contrapartida de las reservas transferidas por los BCN*

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 este apartado.

### *Otros ingresos por intereses y Otros gastos por intereses*

Estas rúbricas comprenden ingresos y gastos derivados de TARGET y de otros activos y pasivos denominados en euros.

Los ingresos netos por intereses se han reducido con respecto al 2002, debido principalmente a que durante el año se ha seguido produciendo el descenso de los tipos de interés, tanto del dólar estadounidense como del euro.

## 21 GANANCIAS/PÉRDIDAS REALIZADAS PROCEDENTES DE OPERACIONES FINANCIERAS

	2003 €	2002 €	Diferencia €
Ganancias netas realizadas por precio de los valores	528.606.147	734.191.562	(205.585.415)
(Pérdidas)/ Ganancias netas realizadas por tipo de cambio	(3.345.525)	1.233.826	(4.579.351)
Ganancias realizadas procedentes de operaciones financieras	525.260.622	735.425.388	(210.164.766)



Las ganancias netas proceden de la venta de valores, como consecuencia de la gestión ordinaria de la cartera. En el 2003 no se produjeron ventas netas significativas de divisas.

## 22 MINUSVALÍAS NO REALIZADAS EN ACTIVOS Y POSICIONES FINANCIERAS

	2003 €	2002 €	Diferencia €
Pérdidas no realizadas por precio de los valores	(10.349.709)	0	(10.349.709)
Pérdidas no realizadas por tipo de cambio	(3.962.339.851)	(276.955.036)	(3.685.384.815)
Total	(3.972.689.560)	(276.955.036)	(3.695.734.524)

Este gasto es debido casi enteramente a las minusvalías experimentadas por las tenencias del BCE de dólares estadounidenses, representadas por la diferencia entre el coste medio de adquisición y su tipo de cambio a 31 de diciembre de 2003, como consecuencia de la depreciación de esta divisa con respecto al euro a lo largo del año. Esta pérdida se vio parcialmente compensada por la aplicación del importe remanente de la provisión general frente a los riesgos de tipo de cambio y de tipo de interés (véase «Reconocimiento de ingresos» en el apartado sobre normativa contable y la nota 2 de «Notas sobre el balance», respectivamente).

## 23 (GASTOS)/INGRESOS NETOS POR HONORARIOS Y COMISIONES

	2003 €	2002 €	Diferencia €
Ingresos por honorarios y comisiones	700.271	634.241	66.030
Gastos por honorarios y comisiones	(763.737)	(861.399)	97.662
(Gastos)/Ingresos netos por honorarios y comisiones	(63.466)	(227.158)	163.692

Los ingresos de este apartado proceden, principalmente, de las sanciones impuestas a las entidades de crédito por el incumplimiento de las reservas mínimas requeridas. Los gastos se deben, fundamentalmente, a las comisiones abonadas por cuentas corrientes y por la liquidación de futuros sobre los tipos de interés en moneda extranjera (véase la nota 18 de «Notas sobre el balance»).

## 24 OTROS INGRESOS

Otros ingresos diversos obtenidos durante el ejercicio proceden, principalmente, de la transferencia a la Cuenta de pérdidas y ganancias de provisiones administrativas no utilizadas.

## 25 GASTOS DE PERSONAL

Esta partida incluye salarios y otros gastos sociales por 108,2 millones de euros (92,6 millones en 2002), 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, al igual que en el 2002. Durante el año no se pagó pensión alguna a los antiguos miembros del Comité Ejecutivo o a sus beneficiarios. Se realizaron pagos por un período transitorio a los miembros del Comité Ejecutivo que cesaron en su cargo. La estructura de los salarios y otros gastos sociales, incluidos los emolumentos de los altos cargos, se ha diseñado y es comparable con el esquema retributivo de las Comunidades Europeas.

A finales del 2003, el BCE tenía 1.213 empleados, de los cuales 84 ocupaban puestos directivos. La variación a lo largo del 2003 fue como sigue:

	2003	2002
A 1 de enero	1.105	1.043
Nuevos empleados	149	113
Dimisiones	41	51
A 31 de diciembre	1.213	1.105
Cifra media de empleados	1.160	1.080

## 26 PLAN DE PENSIONES DEL BCE

De acuerdo con la normativa del plan de pensiones del BCE, es preciso realizar una valoración actuarial completa con carácter trienal. La última valoración actuarial completa se realizó el 31 de diciembre de 2002, partiendo del supuesto de que todos los miembros que abandonaron el BCE lo hicieron en esa fecha, en la que, por tanto, cesaron sus contribuciones.

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 21,7 millones de euros (frente a los 27,4 millones del 2002). Asimismo, incluye una provisión para pensiones de los miembros del Comité Ejecutivo de 1,9 millones de euros (2,1 millones en el 2002) y para otras contribuciones complementarias. El BCE está obligado a contribuir al plan de pensiones con un 16,5% de los salarios de los empleados.

## 27 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.

## 28 AMORTIZACIÓN DEL INMOVILIZADO MATERIAL

El aumento en el 2003 del nivel de los gastos por amortización refleja por primera vez el efecto que ha tenido la reducción del período de depreciación para el gasto de capital en edificios y renovación (véase «Tratamiento de los activos fijos» en el apartado sobre normativa contable).

## 29 GASTOS DE PRODUCCIÓN DE BILLETES

En el 2003, estos gastos se deben a los costes de transporte transfronterizo de billetes en euros entre los BCN para hacer frente a las fluctuaciones inesperadas de la demanda. Estos costes corren a cargo del BCE de forma centralizada. La cifra del 2002 correspondía a la creación en el 2001 de una reserva de contingencia de billetes en euros para el Eurosistema.

## NOTA SOBRE LA ASIGNACIÓN DE PÉRDIDAS

*Esta nota no forma parte de los estados financieros del BCE del ejercicio 2003 y sólo se publica en el Informe Anual con fines informativos.*

En la reunión celebrada el 18 de marzo de 2004, el Consejo de Gobierno del BCE ha decidido cubrir las pérdidas correspondientes al ejercicio 2003 de la siguiente forma:

### INGRESOS RELACIONADOS CON LA EMISIÓN DE BILLETES POR EL BCE

Con arreglo a lo establecido en una decisión del Consejo de Gobierno, el BCE retuvo la cantidad de 698 millones de euros para garantizar que el volumen total de beneficios distribuidos no superara el beneficio neto del BCE en el ejercicio. Dicha cantidad corresponde al total de los ingresos relacionados con la participación del BCE en el total de billetes en circulación en el 2003.

### DISTRIBUCIÓN DE LAS PÉRDIDAS DEL BCE

De conformidad con el artículo 33.2 de los Estatutos del SEBC, cuando el BCE sufra pérdidas, el déficit podrá compensarse mediante el fondo de reserva general del BCE y, si fuese necesario y previa decisión del Consejo de Gobierno, mediante los ingresos monetarios del ejercicio económico correspondiente en proporción a y hasta los importes asignados a los bancos centrales nacionales con arreglo a lo establecido en el artículo 32.5 de los Estatutos<sup>8</sup>.

	2003 €	2002 €
(Pérdida)/Beneficio del ejercicio	(476.688.785)	1.220.454.254
Ingresos distribuidos a los BCN procedentes de la emisión de billetes por el BCE	0	(606.000.000)
(Pérdida)/Beneficio del ejercicio tras la distribución de los ingresos procedentes de la emisión de billetes por el BCE	(476.688.785)	614.454.254
(Traspaso al)/Retirada del fondo de reserva general	476.688.785	0
Beneficios distribuibles	0	614.454.254
Distribución a los BCN	0	(614.454.254)
Total	0	0

<sup>8</sup> El artículo 32.5 de los Estatutos establece que la suma de los ingresos monetarios de los bancos centrales nacionales se asignará a estos últimos proporcionalmente a sus acciones desembolsadas del BCE.



## Informe del auditor externo

Presidente y Consejo de Gobierno  
del Banco Central Europeo

Fráncfort del Meno

Hemos auditado el balance adjunto del Banco Central Europeo a 31 de diciembre de 2003, así como la cuenta de pérdidas y ganancias correspondiente al período comprendido entre el 1 de enero y el 31 de diciembre de 2003 y las notas a las cuentas anuales. El Comité Ejecutivo del Banco Central Europeo es responsable de la preparación de estas cuentas anuales. 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 ofrecen una imagen fiel de la situación financiera del Banco Central Europeo a 31 de diciembre de 2003 y del resultado de sus operaciones durante el período comprendido entre el 1 de enero y el 31 de diciembre de 2003, de acuerdo con las normas contables establecidas en la primera parte de las notas.

Fráncfort del Meno, 9 de marzo de 2004

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft  
Aktiengesellschaft  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

(Wohlmannstetter)  
Wirtschaftsprüfer

(Dr. Lemnitzer)  
Wirtschaftsprüfer

Aufsichtsratsvorsitzender:  
WP StB Dipl.-Kfm.  
Gerhard Brackert

Vorstand:  
WP StB Dipl.-Kfm.  
Axel Berger  
WP RA StB  
Dr. Bernd Erle  
WP StB Dipl.-Kfm.  
Prof. Dr. Gerd Geib  
WP Dr. Martin Hoyos

RA StB  
Dr. Hartwich Lüßmann  
WP Dipl.-Kfm. Ulrich Maas  
WP StB  
Prof. Dr. Rolf Nonnenmacher  
WP StB Dipl.-Kfm.  
Rüdiger Reinke  
CPA Kenneth D. Russell  
WP Dipl.-Oec.  
Bernd Ulrich Schmid  
WP Dipl.-Kfm.  
Prof. Dr. Wienand Schruff  
WP StB Dr. Peter Wesner

WP RA StB  
Prof. Dr. Harald Wiedmann  
Sprecher  
WP StB CPA Dipl.-Kfm. MSc  
Gottfried Wohlmannstetter  
WP StB Dipl.-Kfm.  
Hans Zehnder  
WP StB Dipl.-Kfm.  
Wolfgang Zielke  
stellv. Sprecher  
Zertifiziert nach  
DIN EN ISO 9001

Sitz: Berlin und  
Frankfurt am Main  
Handelsregister:  
Charlottenburg (HRB 1077)  
und Frankfurt am Main  
(HRB 14345)  
Bankverbindung:  
Deutsche Bank AG,  
Frankfurt a. M., 096 386 800  
BLZ 500 700 10  
USt.-IdNr.: DE 136 751 547

## 5 BALANCE CONSOLIDADO DEL EUROSISTEMA A 31 DE DICIEMBRE DE 2003

(MILLONES DE EUROS)

ACTIVO	31 DICIEMBRE 2003	31 DICIEMBRE 2002
<b>1 Oro y derechos en oro</b>	<b>130.344</b>	<b>130.739</b>
<b>2 Activos en moneda extranjera frente a no residentes</b>	<b>175.579</b>	<b>234.486</b>
2.1 Activos frente al FMI	29.130	31.305
2.2 Depósitos, valores, préstamos y otros activos exteriores	146.449	203.181
<b>3 Activos en moneda extranjera frente a residentes</b>	<b>17.415</b>	<b>19.823</b>
<b>4 Activos en euros frente a no residentes</b>	<b>6.049</b>	<b>4.190</b>
4.1 Depósitos, valores y préstamos	6.049	4.190
4.2 Activos de la facilidad de crédito del MTC II	0	0
<b>5 Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito residentes en relación con operaciones de política monetaria</b>	<b>298.163</b>	<b>227.654</b>
5.1 Operaciones principales de financiación	253.001	180.000
5.2 Operaciones de financiación a plazo más largo	45.000	45.000
5.3 Operaciones de ajuste	0	0
5.4 Operaciones estructurales	0	0
5.5 Facilidad marginal de crédito	134	2.621
5.6 Préstamos por ajustes de los márgenes de garantía	28	33
<b>6 Otros activos en euros frente a entidades de crédito residentes</b>	<b>729</b>	<b>147</b>
<b>7 Valores emitidos en euros por residentes</b>	<b>54.466</b>	<b>27.828</b>
<b>8 Deuda en euros de las Administraciones Públicas</b>	<b>42.686</b>	<b>44.486</b>
<b>9 Otros activos</b>	<b>109.365</b>	<b>105.808</b>
<b>Total activo</b>	<b>834.796</b>	<b>795.161</b>

Debido al redondeo, los totales y subtotaes pueden no cuadrar.



PASIVO	31 DICIEMBRE 2003	31 DICIEMBRE 2002
<b>1 Billetes en circulación</b>	<b>436.128</b>	<b>371.866*</b>
<b>2 Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito residentes en relación con operaciones de política monetaria</b>	<b>147.328</b>	<b>133.565</b>
2.1 Cuentas corrientes, incluidas las reservas mínimas	147.247	133.495
2.2 Facilidad de depósito	80	70
2.3 Depósitos a plazo	0	0
2.4 Operaciones de ajuste	0	0
2.5 Depósitos por ajustes de los márgenes de garantía	1	0
<b>3 Otros pasivos en euros con entidades de crédito residentes</b>	<b>257</b>	<b>15</b>
<b>4 Certificados de deuda emitidos</b>	<b>1.054</b>	<b>2.029</b>
<b>5 Depósitos en euros de otros residentes</b>	<b>39.865</b>	<b>46.197</b>
5.1 Administraciones públicas	34.106	41.123
5.2 Otros pasivos	5.759	5.074
<b>6 Pasivos en euros con no residentes</b>	<b>10.279</b>	<b>8.813</b>
<b>7 Pasivos en moneda extranjera con residentes</b>	<b>499</b>	<b>1.125</b>
<b>8 Pasivos en moneda extranjera con no residentes</b>	<b>11.205</b>	<b>18.588</b>
8.1 Depósitos y otros pasivos	11.205	18.588
8.2 Pasivos de la facilidad de crédito del MTC II	0	0
<b>9 Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI</b>	<b>5.761</b>	<b>6.340</b>
<b>10 Otros pasivos</b>	<b>54.757</b>	<b>62.470</b>
<b>11 Cuentas de revalorización</b>	<b>67.819</b>	<b>82.615</b>
<b>12 Capital y reservas</b>	<b>59.844</b>	<b>61.538</b>
<b>Total pasivo</b>	<b>834.796</b>	<b>795.161</b>

\* El dato que figura en «Billetes en circulación» el 31 de diciembre de 2002 incluye 13.338 millones de euros correspondientes a billetes nacionales en circulación. El 1 de enero de 2003, dichos billetes fueron contabilizados en el epígrafe «Otros pasivos» cuyo valor fue de 11.338 millones de euros a 31 de diciembre de 2003.



**ANEXOS**

## ANEXOS

### INSTRUMENTOS JURÍDICOS ADOPTADOS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO

En el cuadro siguiente figuran los instrumentos jurídicos adoptados por el BCE en el año 2003 y principios del 2004 y publicados en el Diario Oficial de la Unión Europea. En la Oficina de Publicaciones Oficiales de las Comunidades Europeas pueden obtenerse ejemplares del Diario Oficial. En la dirección del BCE en Internet ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)) pueden consultarse todos los instrumentos jurídicos adoptados por el BCE desde su creación.

Número	Título	Publicación
BCE/2003/1	Recomendación, formulada en virtud del artículo 10.6 de los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo, de Decisión del Consejo sobre la modificación del artículo 10.2 de los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo	DO C 29, 7.2.2003, p. 6
BCE/2003/2	Orientación del Banco Central Europeo, de 6 de febrero de 2003, 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 241, 26.9.2003, p. 1
BCE/2003/3	Recomendación del Banco Central Europeo de 6 de marzo de 2003 al Consejo de la Unión Europea, sobre los auditores externos del Deutsche Bundesbank	DO C 75, 27.3.2003, p. 11
BCE/2003/4	Decisión del Banco Central Europeo, de 20 de marzo de 2003, sobre las denominaciones, especificaciones, reproducción, canje y retirada de los billetes de banco denominados en euros	DO L 78, 25.3.2003, p. 16
BCE/2003/5	Orientación del Banco Central Europeo, de 20 de marzo de 2003, sobre la aplicación de medidas contra la reproducción irregular de billetes en euros y sobre el canje y la retirada de billetes en euros	DO L 78, 25.3.2003, p. 20
BCE/2003/6	Orientación del Banco Central Europeo, de 4 de abril de 2003, 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), modificada el 27 de febrero de 2002	DO L 113, 7.5.2003, p. 10
BCE/2003/7	Orientación del Banco Central Europeo, de 2 de mayo de 2003, sobre las exigencias de información estadística del Banco Central Europeo en materia de estadísticas de balanza de pagos, posición de inversión internacional y reservas internacionales	DO L 131, 28.5.2003, p. 20

<b>Número</b>	<b>Título</b>	<b>Publicación</b>
BCE/2003/8	Recomendación del Banco Central Europeo de 2 de mayo de 2003 sobre las exigencias de información estadística del Banco Central Europeo en materia de estadísticas de balanza de pagos, posición de inversión internacional y reservas internacionales	DO C 126, 28.5.2003, p. 7
BCE/2003/9	Reglamento del Banco Central Europeo, de 12 de septiembre de 2003, relativo a la aplicación de las reservas mínimas	DO L 250, 2.10.2003, p. 10
BCE/2003/10	Reglamento del Banco Central Europeo, de 18 de septiembre de 2003, por el que se modifica el Reglamento BCE/2001/13 relativo al balance consolidado del sector de las instituciones financieras monetarias	DO L 250, 2.10.2003, p. 17
BCE/2003/11	Recomendación del Banco Central Europeo de 3 de octubre de 2003 al Consejo de la Unión Europea sobre el auditor externo de la Banque centrale du Luxembourg	DO C 247, 15.10.2003, p. 16
BCE/2003/12	Orientación del Banco Central Europeo, de 23 de octubre de 2003, sobre las operaciones de los Estados miembros participantes con sus fondos de maniobra oficiales en moneda extranjera, adoptada en virtud del artículo 31.3 de los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo	DO L 283, 31.10.2003, p. 81
BCE/2003/13	Decisión del Banco Central Europeo, de 23 de octubre de 2003, por la que se modifica la Decisión BCE/2002/12, de 19 de diciembre de 2002, sobre la aprobación del volumen de emisión de moneda metálica en 2003	DO L 283, 31.10.2003, p. 87
BCE/2003/14	Decisión del Banco Central Europeo, de 7 de noviembre de 2003, relativa a la gestión de las operaciones de empréstito y préstamo concluidas por la Comunidad Europea con arreglo al mecanismo de ayuda financiera a medio plazo	DO L 297, 15.11.2003, p. 35
BCE/2003/15	Decisión del Banco Central Europeo, de 28 de noviembre de 2003, sobre la aprobación del volumen de emisión de moneda metálica en 2004	DO L 324, 11.12.2003, p. 57
BCE/2003/16	Orientación del Banco Central Europeo, de 1 de diciembre de 2003, por la que se modifica la Orientación BCE/2000/7 sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema	DO L 69, 8.3.2004, p. 1

<b>Número</b>	<b>Título</b>	<b>Publicación</b>
BCE/2003/17	Decisión del Banco Central Europeo, de 18 de diciembre de 2003, sobre la participación de los bancos centrales nacionales en la clave para la suscripción del capital del Banco Central Europeo	DO L 9, 15.1.2004, p. 27
BCE/2003/18	Decisión del Banco Central Europeo, de 18 de diciembre de 2003, por la que se adoptan las medidas necesarias para el desembolso del capital del Banco Central Europeo por los bancos centrales nacionales participantes	DO L 9, 15.1.2004, p. 29
BCE/2003/19	Decisión del Banco Central Europeo, de 18 de diciembre de 2003, por la que se adoptan las medidas necesarias para el desembolso del capital del Banco Central Europeo por los bancos centrales nacionales no participantes	DO L 9, 15.1.2004, p. 31
BCE/2003/20	Decisión del Banco Central Europeo, de 18 de diciembre de 2003, por la que se establecen las condiciones de las transferencias de las participaciones del capital del Banco Central Europeo entre los bancos centrales nacionales y el ajuste del desembolso del capital	DO L 9, 15.1.2004, p. 32
BCE/2003/21	Decisión del Banco Central Europeo, de 18 de diciembre de 2003, por la que se adoptan las medidas necesarias para la contribución a las reservas y provisiones del Banco Central Europeo y para el ajuste de los activos de los bancos centrales nacionales equivalentes a las reservas exteriores transferidas	DO L 9, 15.1.2004, p. 36
BCE/2003/22	Decisión del Banco Central Europeo, de 18 de diciembre de 2003, por la que se modifica la letra f) del artículo 1 de la Decisión BCE/2001/16, sobre la asignación de los ingresos monetarios de los bancos centrales nacionales de los Estados miembros participantes a partir del ejercicio de 2002	DO L 9, 15.1.2004, p. 39
BCE/2003/23	Decisión del Banco Central Europeo, de 18 de diciembre de 2003, por la que se modifica la Decisión BCE/2001/15 sobre la emisión de billetes de banco denominados en euros	DO L 9, 15.1.2004, p. 40
BCE/2004/1	Orientación del Banco Central Europeo, de 13 de febrero de 2004, por la que se modifica la Orientación BCE/2003/2 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 83, 20.3.2004
BCE/2004/2	Decisión del Banco Central Europeo, de 19 de febrero de 2004, por la que se adopta el Reglamento interno del Banco Central Europeo	DO L 80, 18.3.2004, p. 33



## DICTÁMENES EMITIDOS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO

En el cuadro siguiente figuran los dictámenes emitidos por el BCE en el año 2003 y principios del 2004 de conformidad con el apartado 4 del artículo 105 del Tratado, con el artículo 4 de los Estatutos del SEBC, con la letra b del apartado 2 del artículo 112 del Tratado y con el artículo 11.2 de los Estatutos del SEBC, así como con el artículo 48 del Tratado de la Unión Europea. En la dirección del BCE en Internet ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)) pueden consultarse todos los dictámenes emitidos por el BCE desde su creación.

### (a) Dictámenes emitidos por el BCE tras consultas de los Estados miembros<sup>1</sup>

Número <sup>2</sup>	Origen	Materia
CON/2003/1	Países Bajos	Modificación de las normas sobre presentación de datos de la balanza de pagos
CON/2003/2	Dinamarca	Sustitución de la Ley de Actividades Financieras y de la Ley de Préstamos y Bonos Hipotecarios
CON/2003/3	Suecia	Modificación de la Ley del Sveriges Riksbank y de la Ley del Riksdag
CON/2003/4	Grecia	Modificación de los Estatutos del Banco de Grecia
CON/2003/7	Bélgica	Real Decreto sobre el mercado no bursátil de bonos lineales, valores segregados y certificados del Tesoro
CON/2003/8	Austria	Ley Cambiaria de 2003 y modificación de la Ley de Transferencias Transfronterizas
CON/2003/10	Suecia	Reforma del derecho bancario y financiero
CON/2003/11	Austria	Ley de Aplicación de la Directiva 2002/47/CE sobre Acuerdos de Garantía Financiera en los Mercados Financieros
CON/2003/14	Italia	Sistemas, infraestructuras e instrumentos de pago
CON/2003/15	Suecia	Modificación de la Ley del Sveriges Riksbank
CON/2003/17	Austria	División de bonos hipotecarios de los bancos públicos regionales y modificación de otras leyes
CON/2003/19	Bélgica	Supervisión prudencial del sector financiero y los servicios financieros
CON/2003/22	Finlandia	Modificación de la Ley del Suomen Pankki y otras leyes

<sup>1</sup> Los dictámenes del BCE emitidos a petición de las autoridades nacionales suelen publicarse en la dirección del BCE en Internet seis meses después de haberse adoptado.

<sup>2</sup> Las consultas se numeran por el orden en que el Consejo de Gobierno del BCE adopta el dictamen correspondiente.

<b>Número<sup>2</sup></b>	<b>Origen</b>	<b>Materia</b>
CON/2003/23	Países Bajos	Fusión del Nederlandsche Bank y la Fundación de la Autoridad Supervisora de Pensiones y Seguros
CON/2003/24	Irlanda	Proyecto de ley de 2003 sobre el Central Bank and Financial Services Authority of Ireland
CON/2003/25	Bélgica	Modificación de la Ley sobre Prevención del Uso del Sistema Financiero con fines de Blanqueo de Dinero y otras leyes
CON/2003/27	Austria	Fundación Nacional para la Investigación, la Tecnología y el Desarrollo
CON/2003/28	España	Modificación de la Ley de Autonomía del Banco de España
CON/2003/29	Portugal	Modificación de la Ley Orgánica del Banco de Portugal
CON/2004/1	Finlandia	Modificación de la Ley del Suomen Pankki y otras leyes
CON/2004/2	Suecia	Sustitución de los reglamentos del Sveriges Riksbank y asesoramiento general sobre la información que han de presentar las IFM en el ámbito de las estadísticas monetarias y bancarias
CON/2004/3	Luxemburgo	Establecimiento de un marco jurídico específico para las operaciones de titulización
CON/2004/5	Austria	Ley sobre Conglomerados Financieros por la que se aplica la Directiva 2002/87/CE
CON/2004/6	Francia	Autorización de una garantía pública existente a la Banque de France

**b) Dictámenes emitidos por el BCE tras consultas de las instituciones europeas<sup>3</sup>**

<b>Número<sup>4</sup></b>	<b>Origen</b>	<b>Materia</b>	<b>Publicación</b>
CON/2003/5	Consejo UE	Datos estadísticos que han de utilizarse para ajustar la clave de suscripción de capital del BCE	DO C 102, 29.4.2003, p. 11
CON/2003/6	Consejo UE	Recomendación sobre el nombramiento de un miembro del Comité Ejecutivo del BCE	DO C 105, 1.5.2003, p. 37
CON/2003/9	Consejo UE	Servicios de inversión y mercados regulados	DO C 144, 20.6.2003, p. 6
CON/2003/12	Consejo UE	Cuentas financieras trimestrales de las Administraciones Públicas	DO C 165, 16.7.2003, p. 6
CON/2003/13	Consejo UE	Recomendación sobre el nombramiento del presidente del BCE	DO C 187, 7.8.2003, p. 16
CON/2003/16	Consejo UE	Análisis y cooperación en relación con las monedas de euro falsificadas	DO C 202, 27.8.2003, p. 31
CON/2003/18	Consejo UE	Recomendación relativa a determinadas modificaciones del Convenio monetario entre la República Italiana, en nombre de la Comunidad Europea, y el Estado de la Ciudad del Vaticano y, en su nombre, la Santa Sede	DO C 212, 6.9.2003, p. 10
CON/2003/20	Consejo UE	Proyecto de Tratado por el que se instituye una Constitución para Europa	DO C 229, 25.9.2003, p. 7
CON/2003/21	Consejo UE	Requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a cotización en un mercado regulado	DO C 242, 9.10.2003, p. 6
CON/2003/26	Consejo UE	Estadísticas comunitarias sobre balanza de pagos, comercio internacional de servicios e inversiones extranjeras directas	DO C 296, 6.12.2003, p. 5

<sup>3</sup> Publicados en la dirección del BCE en Internet.

<sup>4</sup> Las consultas se numeran por el orden en que el Consejo de Gobierno del BCE adopta el dictamen correspondiente.

<b>Número<sup>4</sup></b>	<b>Origen</b>	<b>Materia</b>	<b>Publicación</b>
CON/2004/4	Consejo UE	Elaboración de las cuentas no financieras trimestrales por sector institucional	DO C 42, 18.2.2004, p. 23
CON/2004/7	Consejo UE	Establecimiento de un nueva estructura organizativa en el Comité de Servicios Financieros	DO C 58, 6.3.2004, p. 23

## DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO DESDE ENERO DEL 2003

Esta lista facilita información a los lectores sobre una selección de documentos publicados por el Banco Central Europeo desde enero del 2003. La lista de documentos de trabajo incluye únicamente los publicados entre diciembre del 2003 y febrero del 2004. 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 Banco Central Europeo y por el Instituto Monetario Europeo se encuentra en la dirección del BCE en Internet.

### INFORME ANUAL

«Informe Anual 2002», abril 2003.

### ARTÍCULOS DEL BOLETÍN MENSUAL

- «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.
- «La necesidad de reformas integrales para hacer frente a los efectos del envejecimiento de la población», abril 2003.
- «Evolución de las estadísticas económicas generales de la zona del euro», abril 2003.
- «Encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro», abril 2003.
- «Tendencias recientes de los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro», mayo 2003.
- «Electronificación de los pagos en Europa», mayo 2003.
- «La modificación del derecho de voto en el Consejo de Gobierno», mayo 2003.
- «Resultados de la evaluación del BCE de su estrategia de política monetaria», junio 2003.
- «Tendencias de la formación bruta de capital fijo en la zona del euro», julio 2003.
- «Experiencia inicial en la gestión de la producción y emisión de billetes en euros», julio 2003.
- «Modificaciones del marco operativo de la política monetaria del Eurosistema», agosto 2003.
- «Evolución reciente del sector bancario de la zona del euro», agosto 2003.
- «Evolución de la competitividad internacional de la zona del euro en términos de precios y costes», agosto 2003.
- «Evolución reciente de las estructuras financieras de la zona del euro», octubre 2003.
- «Integración de los mercados financieros europeos», octubre 2003.
- «Evolución del endeudamiento del sector privado de la zona del euro», noviembre 2003.
- «Resolución de crisis en economías emergentes: retos para la comunidad internacional», noviembre 2003.
- «El papel internacional del euro: principales novedades desde el inicio de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria», noviembre 2003.
- «La UEM y la dirección de las políticas fiscales», enero 2004.
- «Características y utilización de las encuestas de opinión sobre la evolución de la actividad económica, de los precios y del mercado de trabajo de la zona del euro», enero 2004.
- «Medición y análisis de la evolución de los beneficios en la zona del euro», enero 2004.
- «Las economías de los países adherentes en el umbral de la UE», febrero 2004.
- «Evolución de los balances de situación y del sector privado de la zona del euro y de Estados Unidos», febrero 2004.

«Los efectos de la contabilidad por el valor razonable en el sector bancario europeo, una perspectiva de estabilidad financiera», febrero 2004.

#### **DOCUMENTOS OCASIONALES**

- 8 «An introduction to the ECB's survey of professional forecasters», por J. A. García, septiembre 2003.
- 9 «Fiscal adjustment in 1991-2002: stylised facts and policy implications», por M. G. Briotti, febrero 2004.
- 10 «The acceding countries' strategies towards ERM II and the adoption of the euro: an analytical review», por un equipo dirigido por P. Backé y C. Thimann e integrado por O. Arratibel, O. Calvo-González, A. Mehl y C. Nerlich, febrero 2004.
- 11 «Official dollarisation/eurodisation: motives, features and policy implications of current cases», por A. Winkler, F. Mazzaferro, C. Nerlich y C. Thimann, febrero 2004.

#### **DOCUMENTOS DE TRABAJO**

- 294 «Does the yield spread predict recessions in the euro area?», por F. Moneta, diciembre 2003.
- 295 «Optimal allotment policy in the Eurosystem's main refinancing operations», por C. Ewerhart, N. Cassola, S. Ejerskov y N. Valla, diciembre 2003.
- 296 «Monetary policy analysis in a small open economy using Bayesian cointegrated structural VARs», por M. Villani y A. Warne, diciembre 2003.
- 297 «Measurement of contagion in banks' equity prices», por R. Gropp y G. Moermann, diciembre 2003.
- 298 «The lender of last resort: a 21st century approach», por X. Freixas, B. M. Parigi y J.-C. Rochet, diciembre 2003.
- 299 «Import prices and pricing-to-market effects in the euro area», por T. Warmedinger, enero 2004.
- 300 «Developing statistical indicators of the integration of the euro area banking system», por M. Manna, enero 2004.
- 301 «Inflation and relative price asymmetry», por A. Rattai, enero 2004.
- 302 «Deposit insurance, moral hazard and market monitoring», por R. Gropp y J. Vesala, febrero 2004.
- 303 «Fiscal policy events and interest rate swap spreads: evidence from the EU», por A. Alfonso y R. Strauch, febrero 2004.
- 304 «Equilibrium unemployment, job flows and inflation dynamics», por A. Trigari, febrero 2004.
- 305 «A structural common factor approach to core inflation estimation and forecasting», por C. Morana, febrero 2004.
- 306 «A markup model of inflation for the euro area», por C. Bowdler y E. S. Jansen, febrero 2004.
- 307 «Budgetary forecasts in Europe - the track record of stability and convergence programmes», por R. Strauch, M. Hallerberg y J. von Hagen, febrero 2004.
- 308 «International risk-sharing and the transmission of productivity shocks», por G. Corsetti, L. Dedola y S. Leduc, febrero 2004.
- 309 «Monetary policy shocks in the euro area and global liquidity spillovers», por J. Sousa y A. Zaghini, febrero 2004.
- 310 «International equity flows and returns: a quantitative equilibrium approach», por R. Albuquerque, G. H. Bauer y M. Schneider, febrero 2004.

- 311 «Current accounts dynamics in OECD and EU acceding countries – an intertemporal approach», por M. Bussière, M. Fratzscher y G. J. Müller, febrero 2004.
- 312 «Similarities and convergence in G-7 cycles», por F. Canova, M. Ciccarelli y E. Ortega, febrero 2004.
- 313 «The high-yield segment of the corporate bond market: a diffusion modelling approach for the United States, the United Kingdom and the euro area», por G. de Bondt y D. Marqués, febrero 2004.

#### **OTRAS PUBLICACIONES**

- «EU banking sector stability», febrero 2003.
- «List of Monetary Financial Institutions and institutions subject to minimum reserves», febrero 2003.
- «Review of the foreign exchange market structure», marzo 2003.
- «Structural factors in the EU housing markets», marzo 2003.
- «List of Monetary Financial Institutions in the accession countries», marzo 2003.
- «Memorandum of Understanding on the exchange of information among credit registers for the benefit of reporting institutions», marzo 2003.
- «Memorandum of Understanding on Economic and Financial Statistics between the Directorate General Statistics of the European Central Bank and the Statistical Office of the European Communities (Eurostat).  
Annex 1: Share of responsibilities in the field of balance of payments and international investment position statistics», marzo 2003.
- «TARGET Annual Report 2002», abril 2003.
- «Supplementary guidance notes concerning statistics on the holders of money market fund shares/units», abril 2003.
- «Money, banking and financial market statistics in the accession countries.  
Methodological Manual. Vol. 1: The current definition and structure of money and banking statistics in the accession countries», mayo 2003.
- «Money, banking and financial market statistics in the accession countries.  
Methodological Manual. Vol. 2: Statistics on other financial intermediaries, financial markets and interest rates in the accession countries», mayo 2003.
- «Accession countries: balance of payments/international investment position statistical methods», mayo 2003.
- «Electronic money system security objectives according to the common criteria methodology», mayo 2003.
- «The transformation of the European financial system, Second ECB Central Banking Conference, October 2002, Frankfurt am Main», junio 2003.
- «Letter from the ECB President to the President of the Convention regarding the draft Constitutional Treaty», junio 2003.
- «Developments in national supervisory structures», junio 2003.
- «Criterios de vigilancia para los sistemas de pequeños pagos en euros», junio 2003.
- «Informe sobre la evolución hacia una zona única de pagos para el euro», junio 2003.
- «Modificaciones de las medidas de control de riesgos de los activos de garantía de la lista uno y de la lista dos», julio 2003.
- «Las estadísticas del BCE: Resumen», agosto 2003.
- «Portfolio investment income: Task force report», agosto 2003.
- «The new Basel Capital Accord», agosto 2003.
- «Payment and securities settlement systems in the European Union: Addendum incorporating 2001 figures», septiembre 2003.



«Letter from the ECB President to the President of the Council of the European Union regarding the Opinion of the ECB of 19 September 2003 at the request of the Council of the European Union the draft Treaty establishing a Constitution for Europe (CON/2003/20)», 22 de septiembre de 2003.

«Inflation differentials in the euro area: potential causes and policy implications», septiembre 2003.

«Correspondent central banking model (CCBM): procedures for Eurosystem counterparties», septiembre 2003.

«Bond markets and long-term interest rates in European Union accession countries», octubre 2003.

«Manual on MFI interest rate statistics- Regulation ECB/2001/18», octubre 2003.

«European Union balance of payments/international investment position statistical methods», noviembre 2003.

«Background studies for the ECB's evaluation of its monetary policy strategy», noviembre 2003.

«Structural analysis of the EU banking sector, Year 2002», noviembre 2003.

«TARGET: the Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system – update 2003», noviembre 2003.

« TARGET2: the payment system of the Eurosystem», noviembre 2003.

«Seasonal adjustment», noviembre 2003.

«Comments of the ECB on the third consultative document of the European Commission on regulatory capital review», noviembre 2003.

«EU banking sector stability», noviembre 2003.

«Review of the international role of the euro», diciembre 2003.

«Policy position of the Governing Council of the European Central Bank on exchange rate issues relating to the acceding countries», diciembre 2003.

«Assessment of accession countries' securities settlement systems against the standards for the use of EU securities settlement systems in Eurosystem credit operations», enero 2004.

«The monetary policy of the ECB», enero 2004.

«La aplicación de la política monetaria en la zona del euro: Documentación general sobre los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del Eurosistema», febrero 2004.

«Guidance notes on the MFI balance sheet statistics relating to EU enlargement as laid down in Regulation ECB/2003/10», febrero 2004.

«Comments on the communication from the Commission to the Council and the European Parliament concerning a new legal framework for payments in the internal market (consultative document)», febrero 2004.

#### **FOLLETOS INFORMATIVOS**

«Information Guide for credit institutions using TARGET», julio 2003.

# CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA<sup>1</sup>

## 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.

## 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, el plazo de vencimiento de las OPF se reducirá de dos semanas a una semana.

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 2,5%, 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 a partir del 7 de marzo de 2003.

## 3 DE ABRIL 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 2,5%, 3,5% y 1,5%, respectivamente.

## 8 DE MAYO 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 2,5%, 3,5% y 1,5%, respectivamente.

<sup>1</sup> La cronología de las medidas de política monetaria adoptadas por el Eurosistema en los años 1999 a 2002 pueden 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, en las páginas 238 a 239 del Informe Anual del BCE del 2001 y en las páginas 254 y 255 del Informe Anual del BCE del 2002, respectivamente.

Asimismo, da a conocer los resultados de la valoración de la estrategia de política monetaria del BCE que ha llevado a cabo. Esta estrategia, que fue hecha pública el 13 de octubre de 1998, se articula en torno a tres elementos principales: una definición cuantitativa de estabilidad de precios, un papel destacado asignado al dinero en el marco de la valoración de los riesgos para la estabilidad de precios y una evaluación de las perspectivas de la evolución de los precios basada en un conjunto amplio de indicadores.

El Consejo de Gobierno confirma la definición de estabilidad de precios formulada en octubre de 1998, es decir, «la estabilidad de precios se define como un incremento interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) inferior al 2% para el conjunto de la zona del euro; la estabilidad de precios ha de mantenerse a medio plazo». Simultáneamente, el Consejo de Gobierno acuerda que, al objeto de lograr la estabilidad de precios, dirigirá sus esfuerzos a mantener la tasa de inflación cercana al 2% a medio plazo.

El Consejo de Gobierno confirma que sus decisiones de política monetaria seguirán fundamentándose en un análisis exhaustivo de los riesgos para la estabilidad de precios. Al mismo tiempo, el Consejo de Gobierno desea aclarar en su comunicación las funciones que desempeñan respectivamente el análisis económico y el análisis monetario, con vistas a la adopción de una posición global unificada sobre los riesgos para la estabilidad de precios.

A fin de poner de relieve la naturaleza a plazo más largo del valor de referencia del crecimiento monetario como criterio de valoración de la evolución monetaria, el Consejo de Gobierno ha decidido, asimismo, que la revisión del valor de referencia dejará de tener carácter anual, si bien se seguirá realizando una evaluación de las condiciones y supuestos subyacentes.

#### **5 DE JUNIO DE 2003**

El Consejo de Gobierno del BCE decide rebajar el tipo mínimo de puja de las operaciones prin-

cipales de financiación en 0,50 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 2%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 9 de junio de 2003. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 0,50 puntos porcentuales, hasta el 3% y el 1%, respectivamente, con efectos a partir del 6 de junio de 2003.

#### **10 DE JULIO, 31 DE JULIO, 4 DE SEPTIEMBRE, 2 DE OCTUBRE, 6 DE NOVIEMBRE, 4 DE DICIEMBRE Y 8 DE ENERO DE 2004**

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%, 3% y 1%, respectivamente.

#### **12 DE ENERO DE 2004**

El Consejo de Gobierno del BCE decide aumentar de 15 mm de euros a 25 mm de euros el importe que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se llevarán a cabo en el año 2004. Al fijar este importe, se han tomado en consideración las mayores necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro previstas para el año 2004. No obstante, el Eurosistema seguirá proporcionando la mayor parte de la liquidez mediante sus operaciones principales de financiación. El Consejo de Gobierno podrá ajustar de nuevo el importe de adjudicación a principios del 2005.

#### **5 DE FEBRERO Y 4 DE MARZO DE 2004**

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%, 3% y 1%, respectivamente.

## GLOSARIO

**Acervo comunitario:** conjunto completo de legislación comunitaria a la que están obligados todos los Estados miembros de la UE. Los países que se integren en la UE deberán haber aplicado el *acervo comunitario* que exista en el momento de su adhesión.

**Activos exteriores netos de las IFM:** comprenden los activos exteriores de las IFM de la **zona del euro** (como oro, billetes en monedas distintas del euro, valores emitidos por no residentes y préstamos concedidos a no residentes) menos los pasivos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como depósitos mantenidos por no residentes, **cesiones temporales**, participaciones en fondos del **mercado monetario** y **valores distintos de acciones** emitidos por las IFM con plazo igual o inferior a dos años).

**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 Capital de Basilea:** marco regulador que establece requerimientos mínimos de capital con el fin de garantizar que los bancos pueden cubrir sus riesgos. Este marco fue adoptado en 1988 por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, en el que están representados los bancos centrales y otras autoridades de supervisión bancaria de los países del G-10, España y Luxemburgo. El Acuerdo se ha convertido en una norma internacional, y actualmente se está revisando para adaptarlo a la evolución registrada en el sector financiero desde su implantación inicial («Nuevo Acuerdo de Capital de Basilea» o «Basilea II»).

**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**). Comprende todos los órganos administrativos del Estado y otros organismos centrales cuya competencia se extiende normalmente a la totalidad del ámbito económico, con excepción de las administraciones de Seguridad Social.

**Administraciones Públicas:** tal y como se define en el **Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95)**, agrupa a la administraciones central, regional y local, así como a las administraciones de Seguridad Social. Las unidades de titularidad pública que llevan a cabo operaciones comerciales, como las empresas públicas, quedan excluidas, en principio, del concepto Administraciones Públicas.

**Análisis económico:** pilar del marco del **BCE** para efectuar un análisis exhaustivo de los riesgos para la **estabilidad de precios**, que constituye la base de las decisiones de política monetaria del **Consejo de Gobierno**. El análisis económico se centra, fundamentalmente, en la valoración de la situación económica y financiera existente y en los riesgos implícitos de corto a medio plazo para la estabilidad de precios desde la perspectiva de la interacción entre la demanda y la oferta de bienes, servicios y factores productivos en los citados horizontes temporales. A este respecto, se presta la debida atención a la necesidad de identificar la naturaleza de las perturbaciones que afectan a la economía, sus efectos sobre el comportamiento de los costes y de los precios y las perspectivas de corto a medio plazo referidas a su propagación en la economía. (véase, también, **análisis monetario**).

**Análisis monetario:** pilar del marco del **BCE** para efectuar un análisis exhaustivo de los riesgos para la **estabilidad de precios**, que constituye la base de las decisiones de política monetaria del **Consejo de Gobierno**. El análisis monetario ayuda a valorar las tendencias de medio a largo

plazo de la inflación, considerando la estrecha relación existente entre dinero y precios en horizontes temporales amplios. El análisis monetario toma en consideración la trayectoria de una amplia gama de indicadores monetarios, incluido **M3**, sus componentes y contrapartidas, en particular el crédito, así como diversas medidas del exceso de liquidez (véase, también, **análisis económico**).

**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.

**Balance consolidado del sector IFM:** obtenido mediante la exclusión de las posiciones cruzadas entre las **IFM** (principalmente eliminando los préstamos recíprocos entre las IFM) del balance agregado de las IFM.

**Balanza de pagos:** información estadística que resume las transacciones económicas de una economía con el resto del mundo para un período determinado. Las transacciones consideradas son las relativas a bienes, servicios y rentas, las relacionadas con activos y pasivos financieros frente al resto del mundo, y las que están clasificadas como transferencias (como la condonación de una deuda). Por regla general, los conceptos y definiciones utilizados en la balanza de pagos de la **zona del euro** se ajustan a la quinta edición del Manual de Balanza de Pagos del FMI, a la Orientación BCE/2003/7, de 2 de mayo de 2003, y a la documentación de **Eurostat**.

**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 cumplen 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. Los órganos rectores del BCE son 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**.

**Cartera de 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 cartera de referencia sirve de base para comparar el comportamiento de la cartera efectiva.

**Central Depositaria de Valores (CDV):** entidad que mantiene y registra valores y permite que las operaciones con valores se procesen mediante anotaciones en cuenta. En una CDV pueden existir títulos físicos (inmovilizados) o valores desmaterializados (en anotaciones en cuenta). Además de mantener y registrar valores, una CDV puede realizar funciones de compensación y liquidación.

**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 también se denominan operaciones dobles y se negocian en el mercado de repos.

**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**.

**Comercio exterior de bienes:** exportaciones e importaciones de bienes dentro y fuera de la **zona del euro**, medidas en términos nominales, reales y como índices de valor unitario. El comercio dentro de la zona del euro registra las entradas y salidas de bienes entre los países de la zona, al tiempo que el comercio fuera de la zona registra el comercio exterior de la zona del euro con el resto del mundo. Las estadísticas del comercio exterior no son directamente comparables con las importaciones y exportaciones registradas en las cuentas nacionales, pues éstas incluyen operaciones dentro y fuera de la zona del euro y también combinan los bienes y servicios.

**Comisión Europea:** 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 **orientaciones generales de política económica (OGPE)** 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 de la UE. Consta de veinte miembros (hasta el 1 de mayo de 2004) e incluye dos representantes nacionales de Alemania, España, Francia, Italia y Reino Unido, y uno de cada uno de los restantes Estados miembros. Tras un período de transición una vez efectuada la ampliación de la UE, la Comisión estará integrada por 25 miembros, uno por cada Estado de la UE.

**Comité Económico y Financiero (CEF):** órgano consultivo de la Comunidad establecido al inicio de la tercera fase de la **Unión Económica y Monetaria (UEM)**, que contribuye a preparar las tareas del **Consejo de la UE**. Los Estados miembros, la **Comisión Europea** y el **BCE** nombran cada uno no más de dos representantes. 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 y la vigilancia presupuestaria.

**Comité Ejecutivo:** uno de los órganos rectores del **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 Política Económica (CPE):** órgano consultivo de la Comunidad que contribuye a preparar las tareas del **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 **BCE** nombran cada uno de ellos dos miembros del Comité.

**Comité de Reguladores Europeos de Valores (CREV):** este comité, creado por la **Comisión Europea** en junio del 2001 en virtud de una 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. Como órgano de tercer nivel en el nuevo enfoque regulador europeo, asesora a la Comisión Europea en asuntos relacionados con los valores y desempeña un papel importante en la aplicación de la legislación comunitaria en los Estados miembros. También colabora en la mejora de la coordinación entre los reguladores europeos de valores.



**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** (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 en cuestiones relacionadas con los sistemas de pago.

**Consejo General:** uno de los órganos rectores del **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 **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 la UE (Consejo de Ministros):** 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 se conoce con el nombre de **Consejo ECOFIN**. Además, al adoptar decisiones de especial relevancia, el Consejo de la UE se reúne en su formación de Jefes de Estado o de Gobierno. Este Consejo no debe confundirse con el Consejo Europeo que, aunque también reúne a los Jefes de Estado o de Gobierno, proporciona a la Unión los incentivos necesarios para su desarrollo y define la orientación política general.

**Contabilidad por el valor razonable:** 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 de las IFM a residentes en la zona del euro:** comprende los préstamos de las IFM a residentes en la **zona del euro** y los valores emitidos por residentes en la zona mantenidos por IFM. Los valores comprenden acciones, otras participaciones y **valores distintos de acciones**.

**Deuda (cuentas financieras):** incluye los préstamos, los **valores distintos de acciones** y las reservas de los fondos de pensiones de las sociedades no financieras, valorados a precios de mercado a fin del período. En las cuentas financieras trimestrales, la deuda no incluye los préstamos concedidos por los sectores no financieros (por ejemplo, los préstamos entre empresas relacionadas) o por entidades de crédito de fuera de la **zona del euro**, si bien estos componentes se incluyen en las cuentas financieras anuales.

**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.



**Entidad de contrapartida:** la parte contraria en una transacción financiera (por ejemplo, en una operación con un banco central).

**Entidad de contrapartida central:** entidad que se interpone como comprador ante el vendedor y como vendedor ante el comprador en un conjunto específico de contratos.

**Entidad de crédito:** toda entidad que se encuentre al amparo de la definición contenida en el apartado 1 del artículo 1 de la Directiva 2000/12/CE del **Parlamento Europeo** y del Consejo, de 20 de marzo de 2000, 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**.

**EONIA (índice medio del tipo del euro a un día):** medida del **tipo de interés** vigente en el mercado interbancario del euro, basada en las operaciones.

**Estabilidad de precios:** el mantenimiento de la estabilidad de precios es el objetivo principal del **Eurosistema**. El **Consejo de Gobierno** define 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 también ha dejado claro que, al tratar de alcanzar la estabilidad de precios, aspira a mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, aunque próximas a este valor, en el medio plazo.

**EURIBOR (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro):** tipo de interés de oferta al que una entidad de crédito importante está dispuesta a prestar fondos en **euros** a otra, calculado diariamente para los depósitos interbancarios con distintos vencimientos hasta doce meses.

**Euro:** nombre de la moneda única europea adoptado por el **Consejo Europeo** en su 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** y, cuando procede, el **BCE**, están invitados a tomar parte en dichas reuniones.

**Eurosistema:** comprende el **BCE** y los bancos centrales nacionales (BCN) 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, cuyos órganos rectores son 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** y es responsable de la elaboración de las estadísticas comunitarias.

**Exigencias de reservas:** reservas mínimas que una **entidad de crédito** ha de mantener en el **Eurosistema**. Las exigencias se calculan sobre la base de la media de los saldos diarios durante un **período de mantenimiento** de alrededor de un mes.

**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, también, **tipos de interés oficiales del BCE**).

**Facilidad marginal de crédito: facilidad permanente** del **Eurosistema** que las **entidades de contrapartida** pueden utilizar para recibir crédito de un banco central nacional a un **tipo de interés** especificado previamente contra la entrega de activos de garantía (véase, también, **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**.

**Gobierno corporativo:** procedimientos y procesos con arreglo a los cuales se dirige y controla una organización. La estructura de gobierno corporativo especifica la distribución de derechos y responsabilidades entre las distintas personas que forman parte de la organización, como el consejo de administración, los directivos, los accionistas y otras partes interesadas, y establece las normas y procedimientos a seguir en la toma de decisiones. De este modo, también aporta el marco en el que se fijan los objetivos operativos, y especifica los medios para alcanzar dichos objetivos y supervisar el funcionamiento de la organización.

**Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC):** medida de los precios de consumo elaborada por **Eurostat** y armonizada para todos los países de la UE.

**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. Incluyen el **BCE**, los bancos centrales nacionales de los países de la zona del euro y las **entidades de crédito** y fondos del **mercado monetario** radicados en la zona.

**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 (UEM)**. 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 **BCE**.

**Inversiones de cartera:** registro de las adquisiciones netas de valores emitidos por no residentes en la zona del euro por residentes en la **zona** («activos») y de las adquisiciones netas de valores emitidos por residentes en la zona por no residentes en la zona («pasivos»). Comprende acciones y participaciones y **valores distintos de acciones** en forma de bonos y obligaciones, e instrumentos del **mercado monetario**. Las operaciones se registran al precio real pagado o cobrado, excluidos gastos y comisiones. Para que se considere activo de cartera, la participación en una empresa debe ser inferior al 10% de los derechos de voto.

**Inversión directa:** inversión transfronteriza que refleja el objetivo de obtener una participación permanente en una empresa residente en otra economía (en la práctica, esta participación debe ser igual, al menos, al 10% de los derechos de voto). La inversión directa registra las adquisiciones netas de activos en el exterior por residentes en la **zona del euro** (como «inversión directa en el exterior») y las adquisiciones netas de activos de la zona del euro por no residentes (como «inversión directa en la zona del euro»). Las inversión directa incluye acciones y participaciones, beneficios reinvertidos y otro capital asociado con préstamos entre empresas relacionadas.

**M1:** agregado monetario estrecho. Comprende el efectivo en circulación y los depósitos a la vista mantenidos en **IFM** y la **Administración Central** (por ejemplo, en Correos o en el Tesoro).

**M2:** agregado monetario intermedio. Comprende **M1** y los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (es decir, depósitos de ahorro a corto plazo) y los depósitos a plazo hasta dos años (es decir, depósitos a plazo a corto plazo) mantenidos en **IFM** y la **Administración Central**.

**M3:** agregado monetario amplio. Comprende **M2** y los instrumentos negociables, es decir, **cesiones temporales**, participaciones en fondos del **mercado monetario** y **valores distintos de acciones** emitidos por las **IFM** hasta dos años.

**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**.

**Mercado monetario:** mercado en el que se obtienen, se invierten y se negocian fondos a corto plazo, generalmente, valores con plazo a la emisión igual o inferior a un año.

**Mercado de renta fija:** mercado en el que se emiten y negocian **valores de renta fija** a medio y 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.

**Mercado de repos:** véase **cesión temporal**.

**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 la tercera fase de la **UEM**.

**Normas Internacionales de Contabilidad (NIC):** principios contables generalmente reconocidos elaborados por el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB), organismo independiente que cuenta con financiación privada y se dedica a fijar normas contables. Son normas internacionales de cumplimiento obligatorio sobre la presentación de información transparente y comparable 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).

**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 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 financiación a plazo más largo: operación de mercado abierto** mensual realizada por el **Eurosistema**, con vencimiento habitual a tres meses. Estas operaciones se ejecutan mediante subastas a tipo de interés variable, y el volumen que se adjudicará se anuncia con antelación.

**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** semanal llevada a cabo por el **Eurosistema**. En el 2003, el **Consejo de Gobierno** decidió que, a partir del 9 de marzo de 2004, el vencimiento de estas operaciones pasaría a ser de dos a una semana. Las operaciones se ejecutan mediante subastas a tipo de interés variable, y el **tipo mínimo de puja** se anuncia con antelación.

**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**.

**Orientaciones Generales de Política Económica (OGPE):** el **Tratado** exige a los Estados miembros que consideren sus políticas económicas una cuestión de interés común y que las coordinen en el seno del **Consejo de la UE**. Las OGPE constituyen el principal instrumento de coordinación. Incluyen recomendaciones a los responsables en materia de política macroeconómica y estructural, y proporcionan un criterio para realizar una valoración a posteriori en el contexto de la supervisión multilateral del Consejo de la UE. El Consejo de la UE, que actúa siguiendo una recomendación de la **Comisión Europea**, elabora las OGPE una vez al año y da cuenta de sus conclusiones al **Consejo Europeo**. A continuación, el Consejo de la UE adopta una recomendación sobre las OGPE a partir de las conclusiones del Consejo Europeo.

**Pacto de Estabilidad y Crecimiento:** formalizado por dos Reglamentos del Consejo: el Reglamento (CE) n° 1466/97, de 7 de julio de 1997, relativo al reforzamiento de la supervisión de las situaciones presupuestarias y a la supervisión y coordinación de las políticas económicas y el Reglamento (CE) n° 1467/97, de 7 de julio de 1997, 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 Ámsterdam, el 17 de junio de 1997. Este Pacto pretende ser un medio 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 sostenido 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.

**Países adherentes:** véase **Países en vías de adhesión**.

**Países en vías de 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). El 1 de mayo de 2004, diez países se integrarán en la UE: República Checa, Estonia, Chipre, Letonia, Lituania, Hungría, Malta, Polonia, Eslovenia y Eslovaquia. A estos diez países se les denomina **países adherentes**. Otros dos países, Bulgaria y Rumania, ya han iniciado las negociaciones y se les ha planteado 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. La expresión países en vías de adhesión se refiere a los doce países con los que se está negociando su integración en la UE o que ya han completado dichas negociaciones.

**Parlamento Europeo:** está compuesto por 626 representantes de los ciudadanos de los Estados miembros. Además, los parlamentos nacionales de los países adherentes han nombrado 162 observadores. El Tratado de Adhesión establece que, una vez ratificado por los actuales y futuros Estados miembros, el Parlamento Europeo estará formado por 732 parlamentarios en la próxima legislatura (2004-2009). El Parlamento 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 (UEM)**, el Parlamento tiene, fundamentalmente, una función consultiva. No obstante, el **Tratado** establece determinados procedimientos para que el **BCE** rinda cuentas, democráticamente, ante el Parlamento (presentación del Informe Anual, debate general sobre política monetaria, comparecencias ante las comisiones parlamentarias competentes).

**Pasivos financieros a más largo plazo de las IFM:** comprenden los depósitos a plazo a más de dos años, los depósitos disponibles con preaviso a más de tres meses, los **valores distintos de acciones** con plazo a la emisión superior a dos años, y el capital y las reservas del sector de las IFM de la **zona del euro**.

**Período de mantenimiento:** período para el cual se calcula el importe de las **exigencias de reservas** que las **entidades de crédito** han de satisfacer. Se acordó que, a partir del 10 de marzo del 2004, el período de mantenimiento comenzaría el día en que se liquide la primera **operación principal de financiación** posterior a la reunión del **Consejo de Gobierno** en la que esté previsto efectuar la evaluación mensual de la orientación de la política monetaria. El **BCE** publica un calendario de los períodos de mantenimiento de reservas al menos tres meses antes del inicio de cada año.

**Posición de inversión internacional:** valor y composición del saldo de los activos (o pasivos) financieros de una economía frente al resto del mundo. También suele denominarse posición acreedora neta frente al exterior.

**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 relativo 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 (CE) n° 1467/97 del Consejo, de 7 de julio de 1997, 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 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, o la vía de ajuste para alcanzar este objetivo, tal y como aparece en el **Pacto de Estabilidad y Crecimiento**. Estos programas han de actualizarse cada año. La **Comisión Europea** y el **Comité Económico y Financiero (CEF)** son los encargados de examinarlo, y sus informes sirven de base para su evaluación por el **Consejo ECOFIN**.

**Proyecciones:** resultados de los ejercicios realizados por los expertos del **Eurosistema** para predecir la posible evolución macroeconómica futura de la **zona del euro**. Estas proyecciones 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 de la estrategia de política monetaria del **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**.

**Ratio de déficit (Administraciones Públicas):** el déficit de las Administraciones Públicas se define como la necesidad de financiación de éstas y corresponde a la diferencia entre el total de ingresos y gastos públicos. La ratio de déficit se define como la proporción entre el déficit público y el producto interior bruto a precios corrientes de mercado, y está sujeta a uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del **Tratado** constitutivo de la Comunidad Europea. También se le denomina ratio de déficit presupuestario o ratio de déficit fiscal.

**Ratio de deuda (Administraciones Públicas):** la deuda de las Administraciones Públicas se define como la deuda bruta total, a su valor nominal, que permanece viva a fin de año, consolidada entre sectores de las Administraciones Públicas y dentro de ellos. La ratio de deuda pública en relación con el PIB se define como la proporción entre la deuda pública y el producto interior bruto a precios corrientes de mercado, y está sujeta a uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del **Tratado** que define la existencia de un déficit excesivo.

**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.



**Reservas internacionales del Eurosistema:** comprenden los activos de reserva del **BCE** y de los bancos centrales nacionales (BCN) de los países de la **zona del euro**. Con arreglo a la definición del FMI, estos activos deben estar bajo el control efectivo de la autoridad monetaria competente, ya sea el BCE o el BCN de uno de los países de la zona del euro, e incluyen activos exteriores, denominados en monedas distintas del **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 crédito:** riesgo de que una **entidad de contrapartida** no liquide una obligación de pago en su totalidad, ya sea al vencimiento o en cualquier momento posterior.

**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**.

**Riesgo de liquidez:** riesgo de que una **entidad de contrapartida** o un participante en un sistema de pagos o de liquidación no liquide una obligación por la totalidad de su valor al vencimiento. El riesgo de liquidez no implica que la entidad de contrapartida sea insolvente, ya que es posible que pueda liquidar los compromisos relativos a una deuda en una fecha posterior no especificada.

**Riesgo sistémico:** riesgo de que el incumplimiento de sus obligaciones por parte de un participante en un sistema de transferencia de fondos o de liquidación de valores, o en los mercados financieros en general, provoque que otros participantes o entidades financieras no puedan cumplir sus obligaciones (incluida la de liquidación en un sistema de transferencia) al vencimiento. Tal incumplimiento puede causar considerables problemas de liquidez o de crédito, y, en consecuencia, podría poner en peligro la estabilidad de los mercados financieros.

**Saldo primario:** necesidad o capacidad neta de financiación de las Administraciones Públicas, excluidos los pagos por intereses de los pasivos públicos consolidados.

**Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC):** está compuesto por el **BCE** y los bancos centrales nacionales (BCN) de los quince Estados miembros, es decir, incluye, además de los miembros del **Eurosistema**, a los BCN de los Estados miembros que aún no han adoptado el **euro**. Los órganos rectores del SEBC son 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 1993 (SCN 93).

**Sistema de liquidación bruta en tiempo real (SLBTR):** sistema de liquidación en el que los órdenes de pago se procesan y liquidan una por una (sin compensación) en tiempo real (de forma continua). (Véase, también, **TARGET**).

**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).



**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 **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, el mecanismo de pago del **BCE** (EPM, en sus siglas en inglés) y el **mecanismo de interlinking**.

**Tipo de interés:** la cantidad que un deudor debe abonar al acreedor durante un período de tiempo determinado en relación con el importe del principal de un préstamo, de un depósito o de valores de renta fija, expresado habitualmente en porcentajes anuales.

**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**. Es uno de los **tipos de interés oficiales del BCE** que refleja la orientación de la política monetaria.

**Tipos de cambio efectivos del euro (TCE, nominales/reales):** los tipos de cambio efectivos nominales del **euro** son una media ponderada de los tipos de cambio bilaterales del euro en relación con las monedas de los principales socios comerciales de la **zona del euro**. El **BCE** publica los índices de tipos de cambio efectivos nominales del euro frente a las monedas de un grupo reducido y otro amplio de socios comerciales. Las ponderaciones utilizadas reflejan la cuota de cada socio en el comercio de la zona del euro. Los tipos de cambio efectivos reales son tipos de cambio efectivos nominales deflactados por una media ponderada de precios o costes extranjeros en relación con los precios de la zona del euro. Por lo tanto, son medidas de la competitividad en términos de precios y costes.

**Tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela:** véase **tipos de interés 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.

**Tipos de interés oficiales del BCE:** tipos de interés que reflejan la orientación de política monetaria del **BCE** y que fija el **Consejo de Gobierno**. 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 (CE), y, con frecuencia, se le ha denominado «Tratado de Roma». El Tratado de la Unión Europea (al que se 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 Ámsterdam», que se firmó en Ámsterdam 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.

**Tratamiento automatizado de principio a fin:** tratamiento de las operaciones y transferencias de pagos, incluida la tramitación automatizada de la generación, confirmación, compensación y liquidación de instrucciones.

**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 UE. 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 **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 de M3:** tasa de crecimiento interanual de **M3** a medio plazo compatible con el mantenimiento de la **estabilidad de precios**. Actualmente, el valor de referencia para el crecimiento de M3 es 4,5%.

**Valores distintos de acciones:** representan la promesa del emisor (es decir, del prestatario) de efectuar uno o más pagos al tenedor (el prestamista) en una fecha o fechas futuras. Habitualmente tienen un tipo de interés específico (el cupón) y/o se venden a descuento respecto al importe que se reembolsará al vencimiento. Los valores distintos de acciones a más de un año se clasifican como valores a largo plazo.

**Valores de renta variable:** representan una participación en la propiedad de una empresa. Comprenden las acciones cotizadas en Bolsa (acciones cotizadas), acciones no cotizadas y otras formas de participación. Las acciones suelen generar ingresos en forma de dividendos.

**Volatilidad implícita:** medida de la volatilidad esperada (desviación típica en términos de tasas de variación anualizadas) del precio de los valores de renta fija y de renta variable, por ejemplo, (o de los futuros correspondientes), que puede obtenerse a partir del precio de las **opciones**.

**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 **BCE**. La zona del euro esta compuesta actualmente por Bélgica, Alemania, Grecia, España, Francia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia.



