



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

2006

INFORME ANUAL

2006

2006

2006

2006

2006

2006

2006

2006

2006

2006

2006

2006

INFORME ANUAL
2006

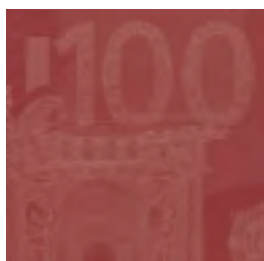
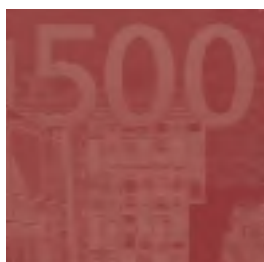
BANCO CENTRAL EUROPEO





BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA



INFORME ANUAL 2006

En el año 2007,
todas las
publicaciones del
BCE reproducirán
un motivo tomado
del billete
de 20 euros.

© Banco Central Europeo, 2007

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.*

Fotografías:

Martin Joppen

Stefan Laub

Marcus Thelen

*La recepción de datos para elaborar este
Informe se ha cerrado el 2 de Marzo de 2007.*

ISSN 1561-4522 (edición impresa)

ISSN 1725-2873 (edición electrónica)

ÍNDICE

PRÓLOGO	10	4 ESTADÍSTICAS	123
CAPÍTULO I		4.1 Estadísticas de la zona del euro nuevas o mejoradas	123
EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y POLÍTICA MONETARIA		4.2 Otras innovaciones estadísticas	124
I DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA	18	4.3 Preparativos para la ampliación de la zona del euro	125
2 EVOLUCIÓN MONETARIA, FINANCIERA Y ECONÓMICA	25	5 INVESTIGACIÓN ECONÓMICA	126
2.1 Entorno macroeconómico mundial	25	5.1 Prioridades de investigación	126
2.2 Evolución monetaria y financiera	29	5.2 Publicaciones y conferencias	128
2.3 Evolución de los precios	56	6 OTRAS TAREAS Y ACTIVIDADES	130
2.4 Producto, demanda y mercado de trabajo	65	6.1 Cumplimiento de las prohibiciones relativas a la financiación monetaria y al acceso privilegiado	130
2.5 Evolución de las finanzas públicas	74	6.2 Funciones consultivas	130
2.6 Evolución de los tipos de cambio y de la balanza de pagos	80	6.3 Gestión de las operaciones de endeudamiento y de préstamo de la Comunidad Europea	133
3 EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA EN LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE NO PERTENECIENTES A LA ZONA DEL EURO	89	6.4 Servicios de gestión de reservas del Eurosistema	133
CAPÍTULO 2		CAPÍTULO 3	
OPERACIONES Y ACTIVIDADES COMO BANCO CENTRAL		INCORPORACIÓN DE ESLOVENIA A LA ZONA DEL EURO	
I OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA, OPERACIONES EN DIVISAS Y ACTIVIDADES DE INVERSIÓN	102	I EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y FINANCIERA EN ESLOVENIA	136
1.1 Operaciones de política monetaria	102	2 ASPECTOS LEGALES DE LA INTEGRACIÓN DEL BANKA SLOVENIJE EN EL EUROSISTEMA	140
1.2 Operaciones de divisas	108	3 ASPECTOS OPERATIVOS DE LA INTEGRACIÓN DEL BANKA SLOVENIJE EN EL EUROSISTEMA	142
1.3 Actividades de inversión	108	3.1 Operaciones de política monetaria	142
2 SISTEMAS DE PAGO Y DE LIQUIDACIÓN DE VALORES	111	3.2 Contribución al capital, a las reservas y a los activos exteriores de reserva del BCE	142
2.1 El sistema TARGET	111	4 INTRODUCCIÓN DEL EFECTIVO EN EUROS EN ESLOVENIA	144
2.2 TARGET2	113		
2.3 TARGET2-Valores	114		
2.4 Procedimientos de liquidación de los activos de garantía	116		
3 BILLETES Y MONEDAS	118		
3.1 Circulación de billetes y monedas en euros y manejo del efectivo	118		
3.2 Falsificación de billetes y actividades para su disuasión	119		
3.3 Emisión y producción de billetes	120		

CAPÍTULO 4		CAPÍTULO 6	
ESTABILIDAD E INTEGRACIÓN FINANCIERAS		RENDICIÓN DE CUENTAS	
I ESTABILIDAD FINANCIERA	148	I RENDICIÓN DE CUENTAS ANTE LA	
1.1 Seguimiento de la estabilidad		OPINIÓN PÚBLICA Y ANTE EL	
financiera	148	PARLAMENTO EUROPEO	180
1.2 Cooperación en situaciones		2 ALGUNAS CUESTIONES PLANTEADAS	
de crisis financiera	151	EN LAS REUNIONES CON EL PARLAMENTO	
2 REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN FINANCIERAS	152	EUROPEO	181
2.1 Cuestiones generales	152	CAPÍTULO 7	
2.2 Sector bancario	153	COMUNICACIÓN EXTERNA	
2.3 Valores	153	I POLÍTICA DE COMUNICACIÓN	186
2.4 Contabilidad	154	2 ACTIVIDADES DE COMUNICACIÓN	187
3 INTEGRACIÓN FINANCIERA	155	CAPÍTULO 8	
4 VIGILANCIA DE LAS INFRAESTRUCTURAS		MARCO INSTITUCIONAL, ORGANIZACIÓN	
DE MERCADO	160	Y CUENTAS ANUALES	
4.1 Vigilancia de las infraestructuras		I ÓRGANOS RECTORES Y GOBIERNO	
y de los sistemas de grandes		CORPORATIVO DEL BCE	193
pagos en euros	160	1.1 Eurosistema y Sistema Europeo	
4.2 Servicios de pequeños pagos	162	de Bancos Centrales	193
4.3 Compensación y liquidación		1.2 Consejo de Gobierno	194
de valores	162	1.3 Comité Ejecutivo	196
CAPÍTULO 5		1.4 Consejo General	198
ASUNTOS EUROPEOS Y RELACIONES		1.5 Comités del Eurosistema/SEBC,	
INTERNACIONALES		Comité de Presupuestos y	
I ASUNTOS EUROPEOS	168	Conferencia de Recursos	
1.1 Cuestiones de política económica	168	Humanos	199
1.2 Aspectos institucionales	170	1.6 Gobierno corporativo	199
1.3 Evolución y relaciones con los		2 ASPECTOS DE LA ORGANIZACIÓN	
países adherentes y candidatos		DEL BCE	202
a la UE	171	2.1 Recursos humanos	202
2 ASUNTOS INTERNACIONALES	173	2.2 Nueva sede del BCE	204
2.1 Aspectos más destacados de la		3 DIÁLOGO SOCIAL DEL SEBC	206
evolución del sistema monetario		4 CUENTAS ANUALES DEL BCE	207
y financiero internacional	173	Informe de gestión del ejercicio	
2.2 Cooperación con los países no		2006	208
pertenecientes a la UE	175	Balance a 31 de diciembre	
		de 2006	210
		Cuenta de pérdidas y ganancias	
		del ejercicio 2006	212

Normativa contable	213	Gráfico A	Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos de los hogares	51
Notas al balance	218			
Notas a la cuenta de pérdidas y ganancias	227	Gráfico B	Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a los hogares	52
Nota sobre distribución de beneficios	231			
Informe de Auditoría	233	Gráfico C	Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a las sociedades no financieras	53
5 BALANCE CONSOLIDADO DEL EUROSISTEMA 2006	234			
ANEXOS				
INSTRUMENTOS JURÍDICOS ADOPTADOS POR EL BCE	238			
DICTÁMENES ADOPTADOS POR EL BCE	242			
CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA	249			
DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL BCE	251			
GLOSARIO	257			
LISTA DE RECUADROS				
1 El papel del sector de otros intermediarios financieros en la evolución monetaria	33			
Gráfico A Depósitos a corto plazo de las IFM y cesiones temporales de otros intermediarios financieros no monetarios	35	4	Diferenciales de crecimiento del producto entre los países de la zona del euro	68
Gráfico B Detalle por sectores de los depósitos a largo plazo de las IFM	35	Gráfico	Dispersión del crecimiento del PIB real de los países de la zona del euro	68
Gráfico C Préstamos de las IFM a otros intermediarios financieros no monetarios	36	5	Evolución de la productividad en la zona del euro y necesidad de reformas estructurales	71
2 Dispersión de los tipos de interés en los mercados bancarios minoristas de los países de la zona del euro	49	Gráfico A	Crecimiento de la productividad del trabajo por hora trabajada	71
Cuadro Variaciones entre países en los tipos de interés aplicados por las IFM a las nuevas operaciones	50	Gráfico B	Crecimiento de la productividad del trabajo por persona ocupada	71
		Cuadro A	Algunos indicadores estructurales	72

Cuadro B	Crecimiento de la productividad del trabajo por hora trabajada, por sectores	73	LISTA DE CUADROS		
6	Evolución de la emisión de deuda pública y de los diferenciales de rendimiento de los bonos en la zona del euro	76	1	Evolución de los precios	57
Cuadro A	Emisiones de deuda pública en la zona del euro	76	2	Indicadores de costes laborales	64
Cuadro B	Estructura de los saldos vivos de la deuda pública en la zona del euro	77	3	Composición del crecimiento del PIB real	66
Gráfico	Variación acumulada en algunos diferenciales de rendimiento de la deuda pública frente a Alemania	77	4	Evolución del mercado de trabajo	69
Cuadro C	Calificación crediticia de la deuda soberana de los países de la zona del euro	78	5	Situación presupuestaria de la zona del euro	74
7	Globalización y competitividad de la zona del euro	83	6	Crecimiento del PIB real	89
Cuadro	Ventaja comparativa revelada por intensidad de factores	83	7	Inflación medida por el IAPC	90
Gráfico A	Evolución de la ventaja comparativa revelada	84	8	Situación presupuestaria	92
1	Predominantemente exportaciones intensivas en investigación	84	9	Algunas partidas de la balanza de pagos	93
2	Predominantemente exportaciones intensivas en trabajo	84	10	Evolución en el MTC II	95
Gráfico B	Variación de las cuotas de importación en el sector manufacturero de la zona del euro por países de origen	86	11	Estrategias oficiales de política monetaria de los Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro en el 2006	98
8	Implicaciones estadísticas de la ampliación de la zona del euro para incorporar a Eslovenia	138	12	Flujos de pagos en TARGET	112
			13	Distribución de billetes falsos por denominación	119
			14	Asignación de la producción de billetes en euros en el 2006	122
			15	Principales indicadores económicos de Eslovenia	137
			LISTA DE GRÁFICOS		
			1	Tipos de interés del BCE y tipos de interés del mercado monetario	18
			2	Principales indicadores de las economías más industrializadas	25
			3	Principales indicadores de los mercados de materias primas	28
			4	M3 y préstamos al sector privado	30
			5	Principales componentes de M3	31
			6	Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos a corto plazo y a los instrumentos negociables	31
			7	Depósitos a corto plazo de las IFM y cesiones temporales del sector privado	32
			8	Contrapartidas de M3	38
			9	Estimaciones de la brecha monetaria	39
			10	Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro y pendiente de la curva de rendimientos de este mercado	40

11	Tipos de interés de los futuros del EURIBOR a tres meses y volatilidad implícita derivada de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses	41	33	Balanza por cuenta corriente y sus componentes	81
12	Rendimiento de la deuda pública a largo plazo	42	34	Importaciones de bienes de la zona del euro y precios del Brent	82
13	Tasas de inflación implícitas de la zona del euro	43	35	Inversiones directas y de cartera de la zona del euro	87
14	Principales índices bursátiles	44	36	Flujos de salida de recursos financieros de la zona del euro hacia los nuevos Estados miembros de la UE	87
15	Volatilidad implícita de los mercados de renta variable	45	37	Posición de inversión internacional neta	88
16	Préstamos de las IFM a los hogares	46	38	Variaciones del tipo de cambio del euro frente a las monedas de la UE no pertenecientes al MTC II	95
17	Tipos de interés aplicados a los préstamos a hogares y a sociedades no financieras	46	39	Crédito al sector privado en el 2006	96
18	Endeudamiento y carga financiera de los hogares	47	40	Factores de liquidez en la zona del euro en el 2006	102
19	Coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro	48	41	Activos de garantía negociables	105
20	Ratios de beneficios de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro	55	42	Utilización de activos de garantía negociables	105
21	Detalle de la tasa de crecimiento interanual real de la financiación externa de las sociedades no financieras	55	43	Diferencia entre la proporción de activos de garantía negociables y la de activos de garantía presentados en el 2006	106
22	Endeudamiento y pagos netos por intereses del sector de sociedades no financieras	56	44	Número total de billetes en euros en circulación entre los años 2002 y 2006	118
23	Principales componentes del IAPC	58	45	Importe total de billetes en euros en circulación entre los años 2002 y 2006	118
24	Contribuciones al IAPC, por componentes	58	46	Número de billetes en euros en circulación entre los años 2002 y 2006	119
25	Detalle de los precios industriales	63	47	Número de billetes falsos en euros retirados de la circulación entre los años 2002 y 2006	120
26	Remuneración por asalariado, por sectores	64			
27	Evolución de los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro	65			
28	Contribuciones al crecimiento trimestral del PIB real	65			
29	Indicadores de confianza	67			
30	Desempleo	70			
31	Productividad del trabajo	70			
32	Tipos de cambio efectivos nominal y real del euro	81			

ABREVIATURAS

PAÍSES

BE	Bélgica
BG	Bulgaria
CZ	República Checa
DK	Dinamarca
DE	Alemania
EE	Estonia
IE	Irlanda
GR	Grecia
ES	España
FR	Francia
IT	Italia
CY	Chipre
LV	Letonia
LT	Lituania
LU	Luxemburgo
HU	Hungría
MT	Malta
NL	Países Bajos
AT	Austria
PL	Polonia
PT	Portugal
RO	Rumanía
SI	Eslovenia
SK	Eslovaquia
FI	Finlandia
SE	Suecia
UK	Reino Unido
JP	Japón
US	Estados Unidos

OTRAS

AAAPP	Administraciones Públicas
BCE	Banco Central Europeo
BCN	Bancos Centrales Nacionales
BPI	Banco de Pagos Internacionales
c.i.f.	Coste, seguro y fletes en la frontera del importador
CLUM	Costes Laborales Unitarios de las Manufacturas
EEE	Espacio Económico Europeo
EUR	Euro
FMI	Fondo Monetario Internacional
f.o.b.	Franco a bordo en la frontera del exportador
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
OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos
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 se enumeran en este Informe en el orden alfabético correspondiente a las respectivas lenguas nacionales.

PRÓLOGO



El 1 de enero de 2007, Eslovenia se convirtió en el decimotercer Estado miembro en adoptar el euro y el Banka Slovenije en el decimotercer BCN en incorporarse al Eurosistema. Me gustaría dar la más cálida bienvenida a los ciudadanos eslovenos y felicitar a Eslovenia por los buenos resultados económicos obtenidos con la adopción de políticas macroeconómicas orientadas a la estabilidad en los últimos años. El cambio de moneda, en virtud del cual el euro sustituyó al tólar esloveno, se realizó de forma fluida y eficiente: se pusieron en circulación 94,5 millones de billetes, comenzando con una fase de distribución anticipada a finales de noviembre del 2006 y un período de dos semanas de duración en el que circularon a la vez ambas monedas; concluido este período, la moneda única había reemplazado totalmente a la moneda eslovena. En este contexto, el euro fue recibido con gran entusiasmo por la población eslovena.

La política monetaria del BCE continuó anclando las expectativas de inflación a medio y largo plazo en niveles básicamente compati-

bles con la estabilidad de precios. Este comportamiento refleja, en particular, la credibilidad del BCE al ejecutar su política monetaria respetando escrupulosamente el objetivo primordial de mantener la estabilidad de precios a medio plazo. El firme anclaje de las expectativas de inflación a más largo plazo es una condición sine qua non para que la política monetaria contribuya, de forma continuada, al mantenimiento de un crecimiento económico sostenible y a la creación de empleo en la zona del euro. En el 2006, la tasa media de inflación interanual medida por el IAPC fue del 2,2%, la misma que el año anterior. Esta tasa es superior al objetivo de estabilidad de precios del BCE, que la sitúa en un nivel inferior, pero próximo, al 2%, y aunque es atribuible a las perturbaciones de los precios del petróleo y de las materias primas, no hay margen para la complacencia.

Durante todo el año 2006, los riesgos para la estabilidad de precios siguieron siendo claramente alcistas. Entre esos riesgos destacan la posibilidad de que la transmisión de anteriores subidas de los precios del petróleo a precios sea mayor de la prevista, de unos incrementos no anticipados de los precios administrados y de los impuestos indirectos y de nuevos aumentos de los precios del petróleo. Y lo que es más importante, las perspectivas de que la evolución de los salarios desborde las previsiones siguen siendo una fuente sustancial de riesgos al alza para la estabilidad de precios, dado el favorable entorno económico existente en el 2006, en el que se observó una reducción sostenida del desempleo y mejoras en la situación del mercado de trabajo. En estas circunstancias, y considerando en particular las inminentes rondas de negociaciones salariales en el 2007, el Consejo de Gobierno subrayó la necesidad de que, en los convenios colectivos se tengan en cuenta el nivel inaceptablemente alto que todavía registra el paro en varios países, así como las diferencias de competitividad en términos de precios y la evolución interanual de la productividad del trabajo.

La valoración del Consejo de Gobierno de la persistencia de riesgos para la estabilidad de

precios quedó confirmada por el análisis monetario. El acusado dinamismo del crecimiento monetario y crediticio en el 2006 es atribuible al mantenimiento de la constante tendencia alcista de la tasa subyacente de expansión monetaria en la zona del euro observada desde mediados del 2004, y contribuye a la acumulación de liquidez. Después de varios años de sólido crecimiento monetario, la liquidez de la zona del euro siguió siendo holgada según todos los indicadores fiables. En un contexto de fuerte crecimiento sostenido tanto del dinero como del crédito, esta evolución apuntaba a la existencia de riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y largo plazo.

A fin de hacer frente a los riesgos alcistas para la estabilidad de precios identificados en los análisis económico y monetario que realiza el BCE a lo largo del año, el Consejo de Gobierno ajustó la orientación de la política monetaria en el 2006, elevando los tipos de interés oficiales del BCE en cinco ocasiones en un total de 125 puntos básicos. Como resultado, el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del Eurosistema se elevó desde el 2,25% en enero hasta el 3,5% en diciembre del 2006.

En el 2006, la economía de la zona del euro registró una vigorosa expansión. A pesar del impacto de los elevados y volátiles precios del petróleo, el PIB real creció un 2,8%, frente al 1,5% del 2005. La recuperación económica se fue generalizando gradualmente a lo largo del año y la expansión económica se hizo cada vez más autosostenida, siendo la demanda interna la principal fuerza impulsora. En el 2006, el crecimiento medio del PIB real se situó claramente por encima de crecimiento potencial. La zona del euro siguió beneficiándose de la sólida expansión de la economía mundial; además, los significativos aumentos de los beneficios empresariales y un prolongado período de condiciones de financiación muy favorables respaldaron el crecimiento de la inversión y el empleo.

En este contexto, el Consejo de Gobierno consideró que, incluso tras los ajustes de los tipos

de interés realizados en el 2006, la política monetaria del BCE mantenía una orientación acomodaticia y que estaba justificado seguir adoptando medidas firmes y oportunas para garantizar la estabilidad de precios a medio plazo.

La evolución de las finanzas públicas en la zona del euro fue relativamente favorable en el 2006. Según se indica en los programas de estabilidad actualizados, el déficit público de la zona se situó, en promedio, en torno al 2% del PIB, frente al 2,4% registrado en el 2005. No obstante, esta mejora presupuestaria fue resultado, en gran medida, del vigoroso crecimiento de la actividad económica y de los ingresos extraordinarios, y sólo, en una mínima parte, se debió a la eficacia de las medidas de saneamiento presupuestario. Considerando el período de bonanza económica que atraviesa actualmente la zona del euro, sigue siendo esencial mantener el ritmo de mejora de las finanzas públicas y acelerar el saneamiento presupuestario para que todos los países de la zona alcancen el objetivo a medio plazo de lograr una situación presupuestaria saneada lo antes posible. En este sentido, es crucial establecer medidas adicionales de ajuste fiscal, concretas y creíbles, y garantizar su rápida puesta en práctica. Esas medidas tendrán más posibilidades de éxito si se basan en una estrategia a medio plazo que sea creíble y exhaustiva, y que preste más atención a la reducción del gasto que al incremento de los ingresos. Con ello se contribuye a reforzar la confianza en una política fiscal que sea sostenible y que, a la vez, fomente el crecimiento económico y el empleo.

En cuanto a las reformas estructurales, en los últimos años los países de la zona del euro han tomado cada vez más conciencia de la necesidad de adaptarse a los retos que se derivan de la creciente competencia mundial, del envejecimiento de la población y de los rápidos cambios

tecnológicos. El crecimiento relativamente reducido de la productividad del trabajo observado en la zona del euro, en comparación con el registrado en Estados Unidos, pone de relieve la importancia de hacer frente a estos retos: entre los años 1999 y 2006 la tasa media de crecimiento interanual de la productividad laboral de la zona del euro se situó en el 1,1%, mientras que, en Estados Unidos, alcanzó el 2,2%. Esta situación exige aplicar con determinación un programa de reformas estructurales en el ámbito de la investigación y desarrollo, la educación y formación, y la del mercado único. Asimismo, cabe destacar que las reformas laborales emprendidas en algunos Estados miembros han empezado a fomentar la creación de empleo. Como consecuencia de estas reformas y de la moderación salarial, en el período de ocho años transcurrido desde el inicio de la tercera fase de la UEM, la zona del euro ha experimentado un crecimiento significativo del empleo, que se ha traducido en un aumento de más de doce millones de puestos de trabajo. Ello ha supuesto un notable avance en relación con el incremento de poco más de dos millones de empleos registrado en el mismo grupo de países en los ocho años anteriores a 1999. El mayor crecimiento del empleo ha contribuido también a reducir el paro en los últimos años. Aunque sigue siendo alta, ya que se mantiene en el 7,5%, hacia finales del 2006 la tasa de desempleo normalizada alcanzó su cota más baja desde el inicio de la serie en 1993. Sin embargo, persisten en la zona del euro obstáculos estructurales que explican, en parte, por qué las tasas de paro siguen siendo tan altas y la participación en el mercado de trabajo baja, en comparación con los niveles internacionales. Por lo tanto, es fundamental que cada uno de los países de la zona del euro reduzca al mínimo las distorsiones originadas en los mercados por su legislación nacional y que la zona del euro, en su conjunto, elimine las barreras que aún dificultan la integración de dichos mercados. Para ello, habrá que lograr, en particular, una clara diferenciación de los salarios, así como una mayor movilidad laboral y unos mercados de productos, de trabajo y financieros más flexibles. La puesta en práctica de reformas adicio-

nales potenciará la capacidad de ajuste de la zona del euro, fomentará el crecimiento económico y creará nuevas oportunidades de empleo.

Junto con la disciplina fiscal y las reformas estructurales, el buen funcionamiento de la UEM depende también de la integración financiera europea. En la medida en que contribuye a promover el desarrollo de los sistemas financieros europeos, la integración financiera incrementa el potencial de crecimiento económico, propicia la transmisión fluida y efectiva de la política monetaria, facilita el correcto funcionamiento de los sistemas de compensación y de pago, y favorece la estabilidad financiera. Por último, pero no menos importante, un sistema financiero integrado desempeña un papel decisivo como amortiguador de las perturbaciones asimétricas que puedan producirse dentro de la zona del euro. El informe del BCE sobre los indicadores de integración financiera publicado en septiembre del 2006 ofrece un análisis completo y detallado de los avances realizados en los distintos segmentos del sistema financiero. El BCE y el Euro sistema actúan también como catalizadores de las iniciativas del sector privado que fomentan la integración financiera. Por ejemplo, el BCE y nueve BCN contribuirán al establecimiento de la etiqueta STEP (*Short Term European Paper*) para los valores a corto plazo europeos en el marco de la iniciativa STEP, y el BCE publicará periódicamente estadísticas de importes y de tipos de interés del mercado STEP. El Eurosistema también respalda plenamente el proyecto de zona única de pagos para el euro (SEPA), y anima a todas las partes interesadas a poner en marcha este proyecto a comienzos del 2008 y a alcanzar una masa crítica de operaciones SEPA antes de finales del 2010. El Eurosistema presta asistencia al sector bancario en lo relativo al diseño y la preparación de los nuevos instrumentos y del marco de la SEPA, e insta al mercado a que siga adaptando sin demora los sistemas de pequeños pagos para procesar los instrumentos SEPA.

El Euro sistema contribuye también a la integración financiera, facilitando infraestructuras de pago y liquidación. El proyecto TARGET2 está muy avanzado y entrará en funcionamiento antes de finales del 2007, conforme a lo previsto. Los preparativos técnicos comenzaron en el 2006, y el BCE proporcionó una información detallada sobre la estructura de precios y sobre las distintas modalidades de participación en TARGET2. En julio del 2006, el Eurosistema decidió evaluar la posibilidad de prestar servicios de liquidación para operaciones con valores. El objetivo de este proyecto, denominado TARGET2-Valores, para el cual se tratará de lograr sinergias con TARGET2, es permitir la liquidación armonizada de valores denominados en euros en dinero de banco central.

El Eurosistema siguió contribuyendo a la estabilidad del sistema financiero de la zona del euro y de la UE mediante el seguimiento y la evaluación de las principales fuentes de riesgo y vulnerabilidad, participando en los debates que se desarrollan en los foros europeos e internacionales sobre las cuestiones más importantes en materia de regulación y supervisión, y mejorando su marco de gestión de las posibles crisis financieras.

El total de puestos de trabajo presupuestados para el 2006 fue de 1.343 empleos equivalentes a tiempo completo, frente a 1.369 en el 2005. En septiembre del 2006, se incorporaron al BCE, con contratos de dos años no renovables, los seis primeros participantes en el programa de postgrado del BCE, destinado a recién licenciados con amplia formación académica.

En el 2006, el BCE introdujo unos principios generales sobre movilidad, que animan a sus empleados a cambiar de puesto de trabajo tras cinco años de servicio en el mismo destino. Para los empleados, la movilidad interna constituye una oportunidad para ampliar su experiencia y un cauce para incrementar las sinergias entre las distintas unidades de gestión. En el 2006, más

de 80 empleados cambiaron de puesto de trabajo dentro de la institución. Dado que su personal se compone de empleados procedentes de los 27 Estados miembros de la UE, el BCE ha integrado la gestión de la diversidad en sus prácticas en materia de recursos humanos. Esta política comenzó a aplicarse en el 2006.

Además de promover la movilidad interna, la estrategia de recursos humanos continúa orientándose al desarrollo del equipo directivo del BCE, cuya capacidad de dirección y de liderazgo se ha seguido potenciando mediante cursos de formación y tutorías individualizadas. Tras la puesta en marcha de la estrategia de la diversidad del BCE en el 2006, se realizó un curso específico para directivos sobre la «diversidad en el trabajo».

En el marco del Eurosistema, la Conferencia de Recursos Humanos, que se estableció en el 2005 para intensificar la cooperación y el espíritu de equipo entre los bancos centrales del Euro sistema/SEBC en el ámbito de la gestión de los recursos humanos, amplió sus cometidos en el 2006 a diversos aspectos de la formación y el desarrollo del personal.

Asimismo, se siguió avanzando en la planificación de la nueva sede del BCE y, en el 2006, tras la optimización del diseño por parte de los arquitectos, el proyecto entró en la fase de planificación. La Ciudad de Francfort, en colaboración con el BCE, ha seguido preparando un plan, legalmente vinculante, de uso del terreno en el que se construirá la futura sede. Se prevé, tal y como estaba programado, que el proceso de solicitud de la licencia de obras esté concluido a finales de octubre del 2007. Se espera que la construcción se inicie a principios del 2008 y que las obras estén terminadas a finales del 2011. También se erigirá un monumento y un espacio informativo para conmemorar el papel del Grossmarkthalle en la deportación de ciudadanos judíos.

En el 2006, el BCE registró un superávit de 1.379 millones de euros, frente al superávit de 992 millones de euros contabilizado en el 2005. Al igual que en el 2005, se estableció una provisión frente a los riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés y de precio del oro, por un importe equivalente al superávit registrado, reduciendo a cero el beneficio neto. Esta provisión se utilizará para compensar las pérdidas derivadas de la exposición a estos riesgos, en particular, las pérdidas no realizadas y no cubiertas por las cuentas de revalorización, y su importe se revisará anualmente.

Francfort del Meno, marzo del 2007



Jean-Claude Trichet



CAPÍTULO I

**EVOLUCIÓN
ECONÓMICA Y
POLÍTICA
MONETARIA**

I DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA

LOS TIPOS DE INTERÉS OFICIALES SIGUIERON ELEVÁNDOSE EN EL 2006

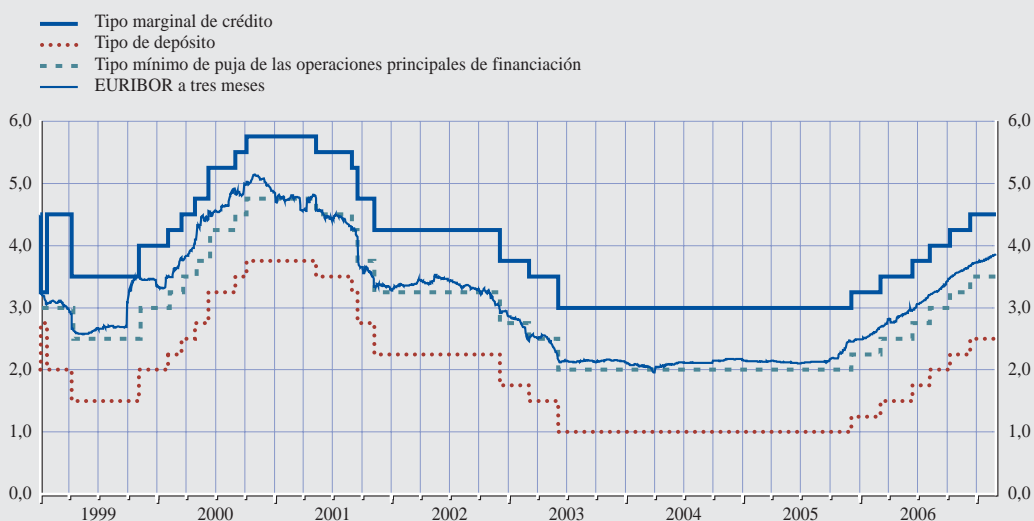
En el 2006, el Consejo de Gobierno elevó los tipos de interés oficiales del BCE a fin de hacer frente a los riesgos al alza para la estabilidad de precios identificados al efectuar los análisis económico y monetario. Este ajuste del tono acomodaticio de la política monetaria se produjo en un entorno de crecimiento económico sostenido, de fuerte expansión monetaria y crediticia y de abundante liquidez en la zona del euro. En una serie de incrementos de 25 puntos básicos, el Consejo de Gobierno aumentó el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del Eurosistema en un total de 125 puntos básicos, desde el 2,25% de enero del 2006 hasta el 3,5% de finales de año (véase gráfico 1).

En cuanto a la evolución de los precios, la inflación media interanual medida por el IAPC fue del 2,2% en el 2006, sin cambios con respecto al 2005. La tasa de inflación general fluctuó a lo largo del año, influyendo mucho en ella las variaciones de los precios del petróleo. Hasta

agosto, esta tasa siguió una tendencia al alza, permaneciendo sustancialmente por encima de la definición de estabilidad de precios establecida por el BCE, que consiste en mantener la tasa de inflación por debajo del 2%, pero próxima a ese nivel. Ello se debió, principalmente, al considerable aumento de los precios de la energía, pero, en parte, también a las subidas de los precios administrados y de los impuestos indirectos. Por el contrario, en los meses del 2006 restantes, la tasa de inflación interanual cayó por debajo del 2%, como consecuencia, en buena medida, del significativo descenso de los precios del petróleo y de los efectos de base. Pese a la favorable dinámica del crecimiento del PIB real y a las positivas señales de los mercados de trabajo, la evolución de los costes laborales en la zona del euro siguió siendo moderada a lo largo de todo el 2006, reflejando en parte una intensa competencia internacional, sobre todo en el sector manufacturero, lo que contribuyó a atenuar las presiones inflacionistas. Las expectativas de inflación a largo plazo se mantuvieron firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios. Sin

Gráfico I Tipos de interés del BCE y tipos de interés del mercado monetario

(en porcentaje; datos diarios)



Fuente: BCE.

Nota: El tipo de interés de las operaciones principales de financiación, para las operaciones liquidadas antes del 28 de junio de 2000, es el tipo de interés de las subastas a tipo fijo. Para las operaciones liquidadas a partir de esa fecha, el tipo de interés es el tipo mínimo de puja de las subastas a tipo de interés variable.

embargo, los riesgos para la estabilidad de precios, en concreto de una transmisión más intensa de lo previsto de anteriores incrementos de precios, de nuevos aumentos de los precios administrados y de los impuestos indirectos superiores a los anunciados y de posibles subidas adicionales de los precios del petróleo siguieron siendo claramente al alza. Lo que es más importante, la evolución de los salarios más vigorosa de lo esperado y los posibles efectos de segunda vuelta en la fijación de precios y salarios a raíz de anteriores subidas de los precios del petróleo continuaron representando sustanciales riesgos al alza para la estabilidad de precios, especialmente a causa del favorable entorno económico y de la mejora de los mercados de trabajo.

En lo que se refiere a la actividad económica, la economía de la zona del euro registró una sólida expansión durante el 2006. Tras una recuperación económica gradual, aún moderada, en el segundo semestre del 2005, la expansión de la actividad económica en la zona del euro cobró impulso en el primer semestre del 2006. El crecimiento económico se fue generalizando progresivamente y haciéndose cada vez más autosostenido, siendo el principal factor impulsor la demanda interna –en particular, la inversión en capital fijo–. En el 2006, el crecimiento del PIB real se situó, en promedio, por encima del potencial. A lo largo del año, el entorno exterior respaldó una expansión económica sostenida. Las exportaciones de la zona del euro se beneficiaron de la intensa y continuada expansión de la economía mundial, especialmente de las economías de los principales socios comerciales de la zona. El crecimiento de la inversión fue cada vez mayor a lo largo del año, aprovechando el prolongado período de muy favorables condiciones de financiación, de reestructuración de los balances de las empresas y de aumento de los beneficios. El crecimiento del consumo en la zona del euro también se fortaleció durante el 2006, en línea con la evolución de la renta real disponible, al recuperarse el crecimiento del empleo y descender la tasa de paro. Con todo, a pesar del impacto de los elevados y volátiles precios del petróleo, el PIB real se

elevó un 2,8% en el 2006, frente al 1,5% del 2005 y al 1,8% del 2004. Los riesgos a corto plazo para las perspectivas de crecimiento económico se mantuvieron prácticamente equilibrados durante la mayor parte del año, mientras que los riesgos a medio y largo plazo continuaron siendo a la baja a lo largo del todo el 2006, debido principalmente a las posibles subidas de los precios del petróleo, a los desequilibrios mundiales y a eventuales presiones proteccionistas.

El crecimiento monetario y crediticio continuó siendo muy intenso en el 2006, como consecuencia, fundamentalmente, del efecto de estímulo del bajo nivel de los tipos de interés de la zona del euro y de la fortaleza de la actividad económica. Si se considera desde una perspectiva de medio plazo, el marcado dinamismo monetario y crediticio en el 2006 es atribuible al mantenimiento de la tendencia al alza de la tasa de expansión monetaria subyacente observada desde mediados del 2004, y contribuyó a una mayor acumulación de liquidez. Efectivamente, tras varios años de sólido crecimiento monetario, la liquidez de la zona del euro siguió siendo holgada según todos los indicadores fiables, lo que en un entorno de sostenido y fuerte crecimiento del dinero y del crédito apuntaba a riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo.

Con el fin de contener los riesgos al alza para la estabilidad de precios identificados a partir de los análisis económico y monetario efectuados por el BCE, el Consejo de Gobierno ajustó la orientación de la política monetaria en el 2006 elevando los tipos de interés oficiales del BCE en cinco ocasiones. El Consejo de Gobierno destacó que, incluso tras esos incrementos de tipos, la política proseguía con su tono acomodaticio, ya que los tipos de interés continuaban situados en niveles bajos, el crecimiento monetario y crediticio mantenía su dinamismo y la liquidez seguía siendo holgada según todos los indicadores fiables. El Consejo también consideró que era esencial actuar con firmeza y en el momento oportuno para garantizar la estabilidad de precios a medio plazo. El anclaje de las expectativas de inflación a medio

y largo plazo, como consecuencia de dicho compromiso, constituye una condición sine qua non para que la política monetaria pueda contribuir a la consecución de un crecimiento económico sostenible y a la creación de empleo.

A lo largo del 2006, la comunicación de las decisiones adoptadas por el Consejo de Gobierno y de la amplia valoración realizada de la situación económica influyó en las expectativas del mercado relativas a la evolución futura de los tipos de interés a corto plazo. El Consejo de Gobierno informó claramente durante todo el año de que las medidas de política que tomara seguirían estando condicionadas a su evaluación regular de los riesgos para la estabilidad de precios y a la confirmación de su principal escenario. Los mercados financieros parecen haber entendido plenamente este mensaje. Por ello, en consonancia con los datos macroeconómicos publicados, que, en general, confirmaron el escenario del Consejo de Gobierno, las expectativas del mercado en relación con los tipos de interés a corto plazo se ajustaron gradualmente al alza a lo largo del año, al quedar patente para los agentes del mercado que la primera subida de tipos decidida en diciembre del 2005 iría seguida de un ajuste gradual del tono acomodaticio de la política monetaria. La incertidumbre del mercado se redujo de nuevo en el 2006, y la volatilidad descendió a niveles bastante bajos, a pesar del aumento transitorio observado durante el verano en el contexto de una revaloración del riesgo a escala internacional. En general, si se compara con las medias históricas a largo plazo, la incertidumbre del mercado en relación con las decisiones de política monetaria futuras se situó en un nivel relativamente reducido.

DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN MAYOR DETALLE

A comienzos del 2006, las condiciones económicas eran relativamente favorables. El crecimiento del PIB real había comenzado a fortalecerse y a generalizarse en el segundo semestre del 2005. Aunque el crecimiento intertrimestral del PIB real en el cuarto trimestre del 2005 fue

considerablemente inferior al registrado en el tercer trimestre, los indicadores del clima económico sugerían que la tendencia subyacente del crecimiento económico era relativamente sólida. De hecho, los datos disponibles a comienzos del 2006, en concreto los procedentes de las encuestas, confirmaron la valoración del Consejo de Gobierno de que la expansión de la actividad económica se estaba fortaleciendo y generalizando progresivamente y que seguiría haciéndolo en los primeros meses del 2006, respaldada, en particular, por una mayor demanda interna.

Las perspectivas de crecimiento económico continuaron siendo relativamente favorables, debido, principalmente, a la muy fuerte recuperación del crecimiento de la inversión y a la gradual mejora de la situación de los mercados de trabajo. Por consiguiente, en marzo del 2006 las proyecciones macroeconómicas sobre el crecimiento económico elaboradas por los expertos del BCE se revisaron al alza, con respecto a las proyecciones de los expertos del Eurosistema de diciembre del 2005, como consecuencia, sobre todo, de unas perspectivas algo mejores para la inversión privada. Se estimó que el crecimiento medio anual del PIB real se situaría en un intervalo comprendido entre el 1,7% y el 2,5% en el 2006 y entre el 1,5% y el 2,5% en el 2007. Las previsiones de los organismos internacionales y de instituciones del sector privado presentaban un panorama similar.

Por lo que se refiere a la evolución de los precios, la inflación interanual medida por el IAPC se situaba por encima del 2% al inicio del 2006 y se esperaba que, a corto plazo, se mantuviera así, aunque los niveles exactos dependerían en gran medida de la trayectoria de los precios de la energía. Más allá del corto plazo se preveía que las modificaciones anunciadas en los impuestos indirectos y los efectos indirectos de anteriores subidas de los precios del petróleo tendrían un significativo impacto al alza sobre la inflación, a pesar del supuesto de que continuaría la moderación de los salarios. En marzo del 2006, las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la

inflación se revisaron ligeramente al alza con respecto a las proyecciones de los expertos del Eurosistema de diciembre del 2005. Se estimó que la inflación media anual medida por el IAPC se situaría entre el 1,9% y el 2,5% en el 2006 y entre el 1,6% y el 2,8% en el 2007. Los riesgos para estas perspectivas de evolución de los precios se mantuvieron al alza, relacionados, en concreto, con los posibles efectos de segunda vuelta de anteriores subidas de los precios del petróleo.

Dada la fortaleza del crecimiento monetario en un entorno de abundante liquidez en la zona del euro, el análisis monetario confirmó las señales procedentes del análisis económico de que existían riesgos al alza para la estabilidad de precios. Pese a los indicios de reanudación de la reversión de anteriores desplazamientos de cartera hacia activos monetarios, la tasa de crecimiento interanual del agregado monetario M3 mantuvo su vigor y, si se tienen en cuenta los efectos a corto plazo generados por tal comportamiento en la asignación de carteras, se observa que la tendencia subyacente de expansión monetaria siguió siendo sólida, como consecuencia del efecto de estímulo del bajo nivel de los tipos de interés. Por otra parte, en cuanto a las contrapartidas de M3, la expansión del crédito se fortaleció más aún, con un alto ritmo de endeudamiento de los hogares –especialmente en forma de préstamos para adquisición de vivienda– y de las sociedades no financieras.

En un entorno de riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio plazo, como indican tanto el análisis económico como el análisis monetario del BCE, el Consejo de Gobierno ajustó la orientación acomodaticia de la política monetaria elevando los tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos el 2 de marzo de 2006. El Consejo de Gobierno consideró que, al actuar en el momento oportuno, estaba ayudando a mantener las expectativas de inflación a medio y largo plazo firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios y, por lo tanto, contribuyendo al crecimiento económico sostenible y a la creación de empleo. El Consejo de Gobierno destacó, en

particular, que los tipos de interés seguían en niveles muy bajos en todos los plazos, tanto en términos nominales como reales, y que la política monetaria del BCE continuaba siendo acomodaticia.

En los meses siguientes, pese al aumento transitorio de la volatilidad en el mercado, que se registró en mayo en el contexto de una revaloración de los riesgos a escala mundial, la información disponible corroboró la opinión del Consejo de Gobierno de que había sido necesario efectuar en marzo un ajuste de la orientación acomodaticia del BCE para hacer frente a los riesgos al alza para la estabilidad de precios. Con un crecimiento intertrimestral del PIB real del 0,6% en el primer trimestre (posteriormente revisado al alza hasta el 0,8%), los datos disponibles confirmaron que el crecimiento se estaba generalizando y haciéndose más sostenido. Al mismo tiempo, la inflación medida por el IAPC se elevó hasta el 2,5% en mayo, como resultado, principalmente, de la evolución de los precios de la energía. Se estimó que las tasas de inflación permanecerían por encima del 2% en el 2006 y en el 2007. En las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio del 2006 el intervalo de la inflación medida por el IAPC se revisó ligeramente al alza con respecto a las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo, pasando del 1,9%-2,5% al 2,1%-2,5%, y se mantuvieron los riesgos al alza para las perspectivas de evolución de los precios.

El análisis monetario también siguió apuntando a riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y largo plazo. En un contexto de aceleración del crecimiento económico y monetario, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado alcanzó niveles de dos dígitos. En concreto, el endeudamiento de los hogares –especialmente en forma de préstamos hipotecarios– y de las sociedades no financieras continuó creciendo con mucha intensidad. Ello confirmó nuevamente que el efecto de estímulo de los bajos tipos de interés seguía siendo el factor principal de la elevada tasa de expansión monetaria subyacente.

La contrastación de los resultados del análisis económico con los del análisis monetario corroboró la persistencia de riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio plazo. Por ello, el 8 de junio el Consejo de Gobierno decidió elevar los tipos de interés oficiales del BCE en otros 25 puntos básicos. El Consejo de Gobierno subrayó que seguiría siendo necesario un nuevo ajuste del tono acomodaticio de la política monetaria si se confirmaban sus supuestos y el escenario de referencia.

En junio y julio del 2006, los datos disponibles confirmaron de nuevo la valoración del Consejo de Gobierno de que, en el primer semestre del año, el crecimiento económico había vuelto a cobrar impulso y se había generalizado. Los indicadores de confianza permanecieron en niveles altos y el empleo creció a fuerte ritmo. Además, siguieron dándose las condiciones para que el PIB real de la zona del euro creciera en torno a su tasa potencial. Al mismo tiempo, las tasas de inflación se mantuvieron significativamente por encima del 2% en junio y en julio, y se estimó que, en promedio, permanecerían por encima de ese nivel tanto en el 2006 como en el 2007, continuando al alza los riesgos para estas perspectivas. Dado el fuerte y sostenido dinamismo del crecimiento monetario en la zona del euro en un entorno de liquidez ya abundante, las señales procedentes del análisis monetario corroboraron el resultado del análisis económico de que persistían los riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio plazo. Con el fin de contener dichos riesgos y de mantener firmemente ancladas las expectativas de inflación a largo plazo, el 3 de agosto de 2006 el Consejo de Gobierno decidió aumentar los tipos de interés oficiales del BCE otros 25 puntos básicos. Asimismo, subrayó la necesidad de continuar realizando un seguimiento muy atento de todos los factores, a fin de evitar que los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo llegaran a materializarse.

Durante el tercer trimestre, los datos disponibles acerca de la actividad económica de la zona del euro corroboraron que en los trimestres anteriores se había registrado una significativa

aceleración de la expansión económica. Sobre la base de los datos revisados, se observó que la actividad económica había crecido, en promedio, a una tasa intertrimestral del 0,7%, desde el tercer trimestre del 2005 hasta el segundo trimestre del 2006, muy por encima de la mayoría de las estimaciones de la tasa potencial. Además, la tasa de paro había seguido una tendencia descendente, el crecimiento del empleo se había fortalecido y las expectativas de creación de empleo procedentes de las encuestas de opinión habían continuado siendo favorables. Los indicadores disponibles para el tercer trimestre del 2006 siguieron avalando la valoración de que la actividad económica seguiría expandiéndose a un ritmo sostenido, aunque posiblemente se moderaría con respecto a las tasas tan elevadas observadas en el primer semestre del año. En general, se mantuvieron las condiciones para que la economía de la zona del euro creciera a tasas sólidas, cercanas a su potencial. Por consiguiente, en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre del 2006, los intervalos estimados para el crecimiento del PIB real en los años 2006 y 2007 se revisaron de nuevo al alza con respecto a las anteriores proyecciones de los expertos del Eurosistema, hasta situarse entre el 2,2% y el 2,8% para el 2006 y entre el 1,6% y el 2,6% para el 2007, como resultado, principalmente, del crecimiento registrado en el primer semestre del año, que fue mayor de lo previsto.

Las tasas de inflación medidas por el IAPC se mantuvieron en niveles superiores al 2% en los meses de julio y de agosto, y en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre se estimó que la inflación media anual se situaría entre el 2,3% y el 2,5% en el 2006 y entre el 1,9% y el 2,9% en el 2007. Estas proyecciones supusieron revisiones al alza, moviéndose el intervalo para el 2006 hacia la parte superior del publicado en las proyecciones de los expertos del Eurosistema de junio, y el intervalo para el 2007 también se desplazó ligeramente al alza, como consecuencia, sobre todo, de la corrección al alza del supuesto relativo a los precios del petróleo. Este panorama varió ligeramente a finales de septiembre,

debido al significativo descenso registrado en los precios del petróleo en los meses de agosto y septiembre, así como a los favorables efectos de base, lo que se tradujo en una marcada reducción de las tasas de inflación a partir de septiembre, hasta niveles inferiores al 2%. No obstante, siguió prevaleciendo la opinión de que era probable que la inflación aumentara de nuevo hasta niveles situados por encima del 2% hacia finales del 2006 y principios del 2007, a causa, principalmente, del impacto del incremento de los impuestos indirectos y, en menor medida, de los desfavorables efectos de base. Por ello, el Consejo de Gobierno consideró que era probable un grado sustancial de volatilidad a corto plazo en la tasa de inflación interanual medida por el IAPC, pero que, en promedio, la inflación se mantendría en niveles por encima del 2% tanto en el 2006 como en el 2007. Se valoró que los riesgos para la estabilidad de precios eran claramente al alza, opinión que quedó corroborada al contrastarla con los resultados del análisis monetario.

Todo lo anterior llevó al Consejo de Gobierno a decidir el 5 de octubre de 2006 un nuevo aumento de los tipos de interés oficiales del BCE de 25 puntos básicos. El Consejo de Gobierno subrayó que, de volver a confirmarse el escenario de referencia, seguiría siendo necesario efectuar un nuevo ajuste del tono acomodaticio de la política monetaria.

La información posterior, en particular la proveniente de las encuestas de opinión para el cuarto trimestre del 2006, avaló el razonamiento que llevó al Consejo de Gobierno a tomar la decisión de aumentar los tipos de interés en octubre. También confirmó la valoración de que la actividad económica continuaba expandiéndose de forma sostenida, siendo de nuevo la demanda interna el principal factor impulsor durante el tercer trimestre. Esto corroboró la generalización prevista de la recuperación económica y señaló el carácter más autosostenido de la expansión económica de la zona del euro. Con la vista puesta en el 2007, seguían dándose las condiciones para que la economía creciera a tasas elevadas, en torno a su potencial. Si bien

parecía probable que surgiera cierta volatilidad en las tasas de crecimiento intertrimestral en torno a finales de año, asociada al impacto de las variaciones de los impuestos indirectos, las perspectivas a medio plazo para la actividad económica siguieron siendo favorables. Estas perspectivas también quedaron reflejadas en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre del 2006, que incluían revisiones al alza con respecto a las proyecciones de los expertos del BCE de septiembre, como resultado, principalmente, del supuesto relativo al descenso de los precios de la energía y a su impacto en la renta real disponible. Se estimó que el crecimiento medio anual del PIB real se situaría entre el 1,7% y el 2,7% en el 2007 y entre el 1,8% y el 2,8% en el 2008.

En lo que se refiere a la evolución de los precios, la inflación interanual medida por el IAPC se mantuvo por debajo del 2% en el último trimestre del 2006. Dada la revisión a la baja del supuesto relativo a los precios de la energía, los intervalos estimados para la inflación medida por el IAPC fueron algo más bajos en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre que en las proyecciones de los expertos del BCE de septiembre. Se estimó que la inflación media anual medida por el IAPC se situaría entre el 1,5% y el 2,5% en el 2007 y entre el 1,3% y el 2,5% en el 2008. Las perspectivas para la evolución de los precios siguieron estando sometidas a riesgos al alza. Además, la contrastación de los resultados del análisis económico con los del análisis monetario siguió avalando la valoración de que persistían los riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo.

En este contexto, el 7 de diciembre del 2006 el Consejo de Gobierno decidió aumentar los tipos de interés oficiales del BCE en otros 25 puntos básicos. El Consejo afirmó que, incluso tras el incremento de los tipos, la orientación de la política monetaria del BCE seguía siendo acomodaticia, considerando que los tipos de interés del BCE continuaban en niveles bajos, que el crecimiento monetario y crediticio era elevado y que la liquidez de la zona del euro era

holgada según todos los indicadores fiables. Por lo tanto, el Consejo de Gobierno consideró que sería esencial actuar con firmeza y en el momento oportuno para garantizar la estabilidad de precios a medio plazo. También afirmó que realizaría un seguimiento muy atento de todos los factores a fin de evitar que los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo llegaran a materializarse.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA, FINANCIERA Y ECONÓMICA

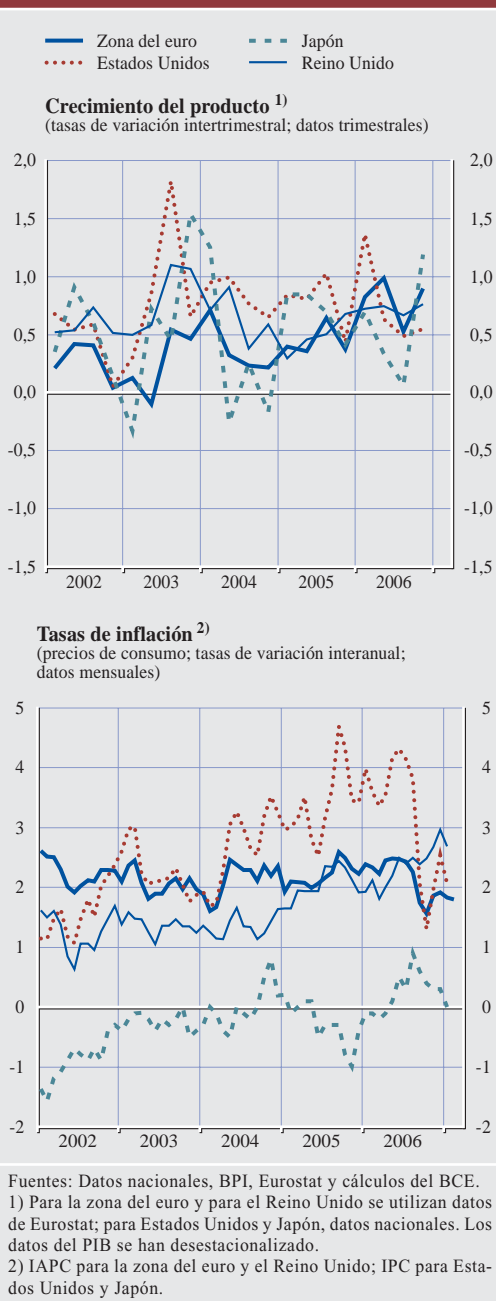
2.1 ENTORNO MACROECONÓMICO MUNDIAL

EL CRECIMIENTO MUNDIAL SE MODERÓ PERO SIGUIÓ SIENDO SÓLIDO

A lo largo del 2006, la economía mundial prosiguió su expansión a un ritmo vigoroso, a pesar de cierta moderación gradual de las tasas de crecimiento. Al sólido crecimiento observado en las principales áreas geográficas durante el primer semestre del año siguió una ligera desaceleración en el segundo semestre, especialmente en Estados Unidos (véase gráfico 2). Con todo, el crecimiento mundial se mantuvo, en general, en niveles muy próximos a los registrados en el 2004 y en el 2005, gracias sobre todo a la persistencia de unas condiciones de financiación favorables, a la saneada situación de los beneficios empresariales y a la significativa mejora de la situación patrimonial de las empresas en la mayoría de las economías. Además, el fuerte crecimiento en algunas de las grandes economías emergentes, unido al dinamismo del comercio exterior, contribuyó a la sólida expansión de la economía mundial. Aunque el crecimiento económico se equilibró en mayor medida entre las principales economías industrializadas, los desequilibrios externos a escala internacional tendieron a aumentar aún más, principalmente como resultado de los superávits obtenidos por los países exportadores de petróleo en el comercio de productos energéticos.

Los precios del petróleo se mantuvieron en niveles elevados durante el 2006. Tras registrar un máximo histórico de 78 dólares estadounidenses el barril a principios de agosto, el precio del Brent retrocedió en diciembre a unos 60 dólares, el nivel observado a finales del 2005. En gran parte como resultado de la evolución de los precios de la energía, la inflación general medida por los precios de consumo registró un máximo en el verano del 2006 y descendió posteriormente. Las presiones inflacionistas siguieron siendo, en general, relativamente moderadas en la mayoría de los países. En general, las tasas de inflación mundiales se mantuvieron en niveles muy cercanos a los observados en el 2004 y en el 2005. Por lo que se refiere a los países de la OCDE, la inflación general medida

Gráfico 2 Principales indicadores de las economías más industrializadas



por el IPC registró una tasa interanual del 2,6% para el conjunto del año, mientras que, excluidos los alimentos y la energía, la tasa fue del 2%.

En Estados Unidos, la tasa de crecimiento interanual del PIB real para el conjunto del 2006 se situó en el 3,3%. Sin embargo, en el transcurso del año, la actividad económica experimentó una desaceleración y el crecimiento del PIB se redujo por debajo de la tasa potencial. Esta desaceleración tuvo, en gran medida, su origen en el descenso de la inversión residencial, mientras que el crecimiento del gasto en consumo privado se mostró resistente. Aunque la desaceleración del mercado de la vivienda y los elevados precios de la energía afectaron negativamente al gasto de los hogares, éste se vio respaldado por el sólido crecimiento de las rentas del trabajo y por las favorables condiciones de financiación. La inversión empresarial no residencial registró un fuerte crecimiento, apoyada por la favorable situación financiera y la elevada rentabilidad de las empresas. La contribución de la demanda exterior neta al crecimiento fue nula en el 2006.

La balanza de pagos sufrió un deterioro en el 2006 en comparación con el año anterior. El aumento del déficit de la balanza de bienes, como consecuencia del sólido crecimiento del consumo de los hogares, fue el principal factor determinante de ese deterioro. No obstante, las exportaciones dieron algunas señales de mejora, como resultado del dinámico crecimiento económico en el resto del mundo y de la depreciación del tipo de cambio efectivo real del dólar estadounidense.

En Estados Unidos, la tasa de variación interanual del IPC para el conjunto del año 2006 fue del 3,2%. La inflación medida por los precios de consumo aumentó en el primer semestre del año como consecuencia del elevado grado de utilización de la capacidad productiva, de los fuertes incrementos de los precios de la energía y de una aceleración de los alquileres imputados a los propietarios de vivienda. Tras registrar un máximo en el verano, las presiones inflacionistas se atenuaron posteriormente y la inflación interanual medida por el IPC se situó en el 2,5% en diciembre. La tasa de inflación interanual excluidos la energía y los alimentos siguió una trayectoria bastante similar, alcanzando un

máximo del 2,9% en septiembre, la tasa más alta de los diez últimos años, para registrar luego una gradual moderación. El descenso de las tasas de inflación hacia finales del año podría reflejar la moderación de las presiones subyacentes sobre los precios como resultado del menor crecimiento de la demanda agregada y de la caída de los precios de la energía.

En el primer semestre del 2006, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal elevó el tipo de interés de referencia de los fondos federales en un total de 100 puntos básicos en cuatro subidas consecutivas de 25 puntos cada una. Con este aumento, el tipo de interés de referencia de los fondos federales se situó en el 5,25% el 29 de junio. Si bien, el Comité mantuvo constante este tipo de referencia durante el resto del año, señaló repetidas veces en sus comunicados de prensa que persistían algunos riesgos inflacionistas, aunque la posibilidad de imprimir una orientación más restrictiva a la política monetaria dependería de la evolución de las perspectivas macroeconómicas. Por lo que respecta a la política fiscal en Estados Unidos, el déficit del presupuesto federal se redujo en el ejercicio 2006 en comparación con el 2005, debido fundamentalmente al aumento de los ingresos provenientes de los impuestos de sociedades y de la renta de las personas físicas. Según estimaciones de la Oficina de Presupuestos del Congreso, el déficit del presupuesto federal se situó en el 1,9% del PIB en el ejercicio 2006.

En Japón, la recuperación económica prosiguió en el 2006, con un crecimiento del PIB real del 2,2%, frente al 1,9% del 2005. El PIB continuó creciendo por encima de la tasa potencial por tercer año consecutivo. La rápida expansión de la inversión privada no residencial y el dinamismo sostenido de las exportaciones respaldaron la actividad económica. La solidez de la inversión no residencial fue consecuencia, principalmente, de la favorable situación financiera, el aumento de los beneficios empresariales y la firmeza de la confianza empresarial. En conjunto, la recuperación de la demanda interna dio muestras de resistencia, a pesar de la desacele-

ración del crecimiento del consumo privado en el transcurso del año. Por otro lado, el efecto estimulador de la depreciación del yen y la mayor demanda de maquinaria y equipo favorecieron las exportaciones. Como resultado de la mejora de la situación patrimonial de los bancos japoneses y del restablecimiento de su capacidad para asumir riesgos, así como de los efectos de la recuperación en curso, el crédito bancario aumentó el 2006 por primera vez en diez años.

La preocupación por una posible deflación se atenuó adicionalmente a lo largo del 2006. La tasa de variación interanual de los precios de consumo volvió a registrar cifras positivas en el transcurso del año. No obstante, la inflación siguió siendo moderada, debido a las persistentes presiones a la baja, especialmente sobre los salarios. Para el conjunto del año, la tasa de variación interanual de los precios de consumo fue del 0,3%, frente al -0,3% registrado en el 2005. En marzo del 2006, el Banco de Japón puso fin a su política monetaria ultra-expansiva, que se había venido aplicando desde marzo del 2001, y en julio elevó su objetivo para el tipo de interés a un día sin garantías de cero a 0,25%. En el 2006, el Banco de Japón drenó el exceso de liquidez del sector bancario y los saldos en cuenta corriente que las entidades de crédito privadas mantenían en el Banco de Japón se redujeron notablemente, de 31 billones de yenes en marzo a unos 10 billones de yenes a finales del año.

En las economías emergentes de Asia, el crecimiento siguió siendo sólido en el 2006, debido a la resistencia de la demanda interna, especialmente en las economías más grandes de la región, a pesar de la desaceleración de la demanda exterior en el segundo semestre del año. Las presiones sobre los precios se moderaron con la aplicación de políticas monetarias más restrictivas en toda la región y, después del verano, con la caída de los precios del petróleo. La evolución de los tipos de cambio fue divergente: en términos efectivos reales, las monedas de Corea, Tailandia e Indonesia se depreciaron durante el 2006, mientras que las

monedas de otras economías emergentes de Asia se depreciaron (por ejemplo, la R.A.E. de Hong Kong y la provincia china de Taiwán) o se mantuvieron prácticamente estables (China, India y Malasia). Al mismo tiempo, las reservas de divisas continuaron aumentando en varias economías de la región.

En el caso de China, la economía siguió creciendo vigorosamente en el 2006. La actividad económica experimentó una aceleración en el primer semestre del año gracias a un repunte de la inversión en los sectores manufacturero e inmobiliario y en la inversión promovida por las administraciones locales, al que hay que sumar la solidez de las exportaciones. La inversión fija en bienes de equipo y el crecimiento del valor añadido en la industria se moderaron ligeramente en el segundo semestre del 2006 como resultado de la política monetaria más restrictiva, incluidas las medidas administrativas, pero el crecimiento total del PIB apenas se vio afectado. Las presiones inflacionistas siguieron siendo débiles, pero se intensificaron hacia finales del año. Tras la adopción de un régimen cambiario más flexible en el 2005, el renminbi chino continuó apreciándose gradual pero firmemente frente al dólar estadounidense en el 2006, al tiempo que se depreció frente al euro. El superávit por cuenta corriente sobrepasó el máximo anterior alcanzado en el 2005, lo que contribuyó al aumento de las reservas oficiales, que ascendieron a un total acumulado de más de un billón de dólares estadounidenses.

En América Latina, el crecimiento económico siguió siendo dinámico, respaldado por la persistencia de un favorable entorno exterior (incluidos los elevados precios de las materias primas que exporta la región) y la solidez de la demanda interna. Entre las principales economías latinoamericanas, Argentina continuó registrando elevadas tasas de crecimiento económico real, aunque la inflación persistentemente alta constituyó un problema para las autoridades. El ritmo de expansión económica en las dos grandes economías de la región –Brasil y México– fue moderado, aunque siguió siendo vigoroso, especialmente en el caso de México,

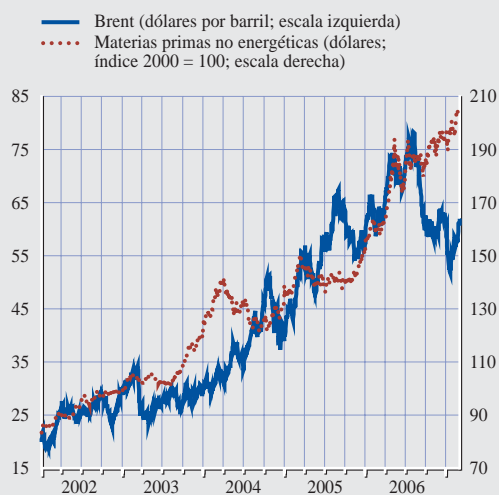
y la inflación se mantuvo contenida. Muchas economías de la región continuaron aprovechando la todavía favorable situación financiera internacional para participar activamente en operaciones de gestión de la deuda, a través de recompras o bien de canjes, en un intento por reducir los costes de servicio de la misma y mejorar la estructura de vencimientos. Ello, unido a la mejora de las variables económicas fundamentales, contribuyó a reducir aún más la vulnerabilidad financiera en la región.

EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS EN EL 2006

Los precios del petróleo registraron acusadas subidas durante casi todo el 2006 (véase gráfico 3), alcanzando el precio del barril de Brent un nuevo máximo histórico de 78 dólares estadounidenses a principios de agosto (aproximadamente, un 35% más que a comienzos del año). Sin embargo, posteriormente los precios experimentaron una notable caída y, en un entorno de considerable volatilidad, bajaron hasta en un nivel de 61 dólares a finales del año. El precio medio del barril de Brent fue de 65 dólares en el 2006, es decir, aproximadamente un 20% más que la media del año anterior.

El crecimiento de la demanda mundial de petróleo, que había dado lugar a limitaciones de capacidad en todo el proceso de producción de petróleo desde mediados del 2003, se redujo ligeramente en el 2006 en comparación con años anteriores. Ello se debió, principalmente, a la menor demanda de petróleo por parte de los países de la OCDE, que compensó, en parte, el aumento de la demanda de otros países, especialmente China. Sin embargo, otros factores que hicieron su aparición por el lado de la oferta impulsaron los precios al alza. En particular, el fuerte incremento de los precios del petróleo durante los siete primeros meses del año fue resultado, principalmente, de restricciones en la oferta y de una mayor inquietud respecto a la seguridad del abastecimiento en el futuro en un momento en que ya había tensión en las variables fundamentales del mercado de petróleo. Esta inquietud se agravó con la permanente tensión geopolítica en Oriente Medio, especial-

Gráfico 3 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg y Hamburg Institute of International Economics.

mente con los planes nucleares de Irán y con el estallido de las hostilidades entre Israel y Líbano.

No obstante, tras el máximo alcanzado a principios de agosto, los precios del petróleo experimentaron un notable retroceso en la medida en que el menor peligro de huracanes en el Golfo de México, la apreciable moderación de las tensiones geopolíticas y la relajación de las tensiones en el mercado petrolero liberaron cierta presión de los mercados del petróleo. La caída de los precios llevó a la Organización de Países Productores de Petróleo (OPEP) a anunciar en octubre un recorte de la producción de 1,2 millones de barriles diarios a partir de noviembre, anuncio al que siguió, en diciembre, la decisión de recortar adicionalmente la oferta en 0,5 millones de barriles diarios a partir de febrero del 2007. Sin embargo, las temperaturas inusualmente cálidas con que se inició el invierno en la mayor parte del hemisferio norte –que tuvieron un efecto de moderación sobre la demanda de combustibles para calefacción– y el limitado cumplimiento por parte de la OPEP del recorte anunciado, ejercieron cierta presión a la baja sobre los precios hacia finales del 2006 y, especialmente, a principios de enero del 2007.

Los precios repuntaron en la segunda quincena de enero, como consecuencia de las temperaturas más bajas que se registraron en el hemisferio norte y del consiguiente aumento de la demanda, del recorte de la oferta de petróleo de la OPEP y del aumento de las tensiones geopolíticas.

Los precios de las materias primas no energéticas aumentaron notablemente en el 2006, en un entorno de cierta volatilidad. Medidos por el índice agregado del Hamburg Institute of International Economics (véase gráfico 3) los precios de estas materias primas se dispararon en el primer semestre del año, debido principalmente al incremento de los precios de los metales. La fuerte demanda de las economías emergentes de Asia, especialmente de China, los elevados precios de la energía, el limitado crecimiento de la producción y los bajos niveles de existencias hicieron subir los precios de los metales industriales. Tras alcanzar un máximo en mayo, los precios de las materias primas no energéticas bajaron ligeramente, si bien desde entonces se mantuvieron en niveles históricamente altos. La subida de los precios de los productos agrícolas también contribuyó al incremento de los precios de las materias primas no energéticas hacia finales del año. En términos agregados, dichos precios (denominados en dólares) se incrementaron en promedio aproximadamente un 26% en el 2006 en comparación con el año anterior. A comienzos del 2007, los precios de las materias primas no energéticas siguieron aumentando, alcanzando el índice de precios agregado un nuevo máximo nominal hacia finales de febrero.

2.2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

EL CRECIMIENTO DE M3 CONTINUÓ AUMENTANDO, IMPULSADO PRINCIPALMENTE POR LOS REDUCIDOS TIPOS DE INTERÉS Y EL FORTALECIMIENTO DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

En el 2006, el crecimiento monetario continuó aumentando y, a finales de año, alcanzó la tasa de crecimiento interanual más elevada registrada desde el comienzo de la tercera fase de la UEM. El intenso crecimiento de M3 estuvo principalmente impulsado por los reducidos tipos de interés y por la fortaleza de la actividad económica en la zona del euro, respaldados por la vigorosa expansión del crédito al sector privado. Al mismo tiempo, las subidas de los tipos de interés empezaron a influir en la evolución monetaria durante el año, aunque este efecto consistió más en una sustitución entre componentes de M3, que en una limitación del crecimiento del agregado. En general, el persistente fortalecimiento del crecimiento monetario siguió contribuyendo a una situación de liquidez ya de por sí abundante y, conjuntamente con la sólida expansión del crédito, apuntó a riesgos al alza para la estabilidad de precios en el medio y en el largo plazo.

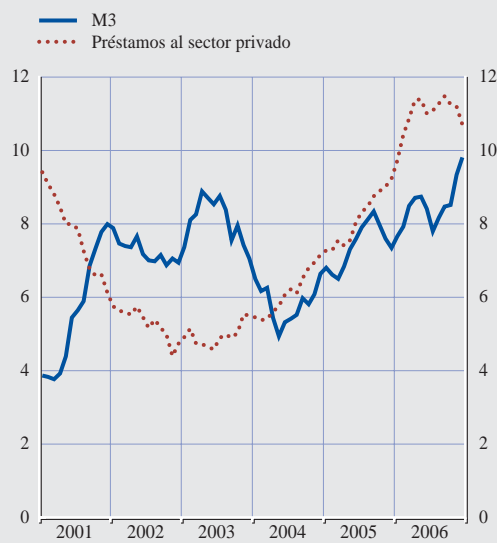
Tras disminuir en el cuarto trimestre del 2005, el crecimiento de M3 se aceleró en los primeros meses del 2006, con una tasa interanual de crecimiento que alcanzó el 8,6% en el segundo trimestre. El crecimiento interanual de este agregado monetario se moderó transitoriamente en el tercer trimestre, antes de registrar un nuevo fortalecimiento en el cuarto, hasta el 9%. La tasa de crecimiento interanual de diciembre, del 9,8%, fue la más alta desde el comienzo de la tercera fase de la UEM. En general, la evolución del crecimiento interanual de M3 se caracterizó por una volatilidad bastante elevada en el 2006. Esta pronunciada variación también se observó en la dinámica a corto plazo de M3 (esto es, las tasas de crecimiento anualizadas de un mes, de tres meses y de seis meses), lo que implica que la variabilidad de la tasa interanual no obedeció en su mayor parte a efectos de base.

En cuanto a la evolución de los componentes de M3, en el primer semestre del 2006 la mayor contribución al crecimiento interanual de este agregado monetario procedió de la expansión de los depósitos a la vista incluidos en el agregado monetario estrecho M1, al igual que en el año 2005. En cambio, en el segundo semestre del año, los depósitos a plazo (que están incluidos en el agregado monetario más amplio M2, pero no en M1), representaron la principal contribución. En lo que respecta a las contrapartidas de M3, la fortaleza de la expansión monetaria en el 2006 se vio favorecida por el intenso crecimiento del crédito de las IFM al sector privado que, no obstante, empezó a moderarse levemente a finales de año. Al mismo tiempo, los pronunciados descensos de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM observados hasta finales del 2005 se interrumpieron en los primeros meses del 2006. Hacia finales del año se registraron considerables incrementos de los flujos de los activos exteriores netos, lo que parece haber contribuido al nuevo aumento del crecimiento interanual de M3.

En general, la evolución del 2006 sugiere que el vigoroso crecimiento monetario observado estuvo impulsado principalmente por los reducidos tipos de interés y por la fortaleza de la actividad económica de la zona del euro. Esta intensa dinámica monetaria puede considerarse una continuación de la registrada desde mediados del 2004, que fue consecuencia del incremento ininterrumpido de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado (véase gráfico 4). Esto apunta a que los factores determinantes del intenso crecimiento de M3 en los últimos años, incluido el 2006, son distintos de los que intervinieron en el período anterior de fuerte crecimiento de M3 entre el 2001 y principios del 2003, en el que los desplazamientos de cartera hacia activos monetarios resultantes de la elevada incertidumbre geopolítica, económica y financiera predominante en esa época, fueron los principales factores impulsores de la expansión monetaria, mientras que el crecimiento de los préstamos al sector privado fue contenido. Desde esta perspectiva, la actual fortaleza del crecimiento de M3 puede

Gráfico 4 M3 y préstamos al sector privado

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



Fuente: BCE.

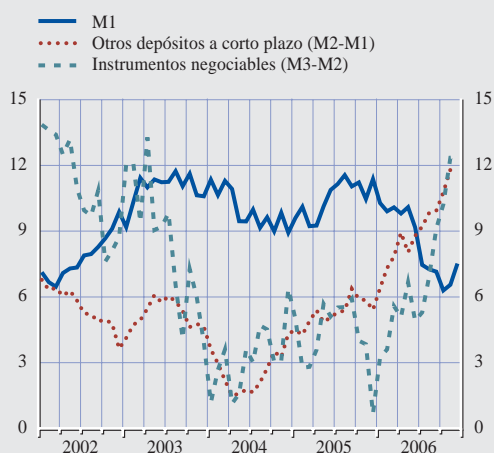
ser motivo de mayor preocupación en cuanto a la valoración de los riesgos para la estabilidad de precios que la observada entre el 2001 y comienzos del 2003.

EVOLUCIÓN DIVERGENTE DE LOS PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

Por lo que se refiere a los componentes, a pesar del ligero aumento registrado a finales de año, la tasa de crecimiento interanual de M1 descendió considerablemente en el 2006, desde el 10,3% de enero hasta el 7,5% de diciembre (véase gráfico 5). Aunque su contribución al crecimiento interanual de M3 cayó hasta 3,5 puntos porcentuales a finales del 2006, continuó siendo significativa. Entre los activos líquidos incluidos en M1, la tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación se situó en el 11,1% en diciembre, frente al 13,5% de enero, una trayectoria acorde con las expectativas de continuación del prolongado proceso de ajuste de las tenencias de billetes y monedas tras la introducción del euro en enero del 2002. No obstante, el principal factor determinante del pronunciado descenso del crecimiento de M1, especialmente en el segundo semestre del año,

Gráfico 5 Principales componentes de M3

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



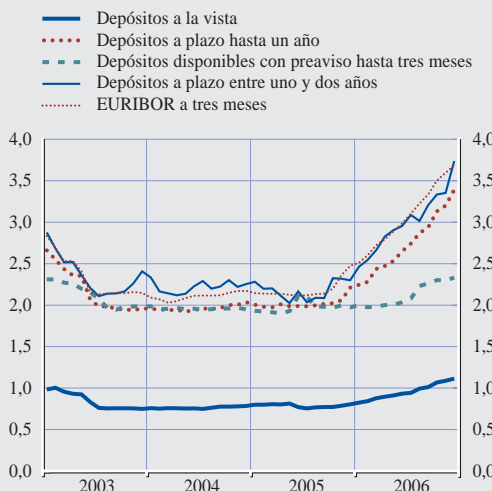
Fuente: BCE.

fue el crecimiento interanual sustancialmente inferior de los depósitos a la vista, que se situó en el 6,9% en diciembre del 2006, desde el 9,7% de enero.

En cambio, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (M2-M1), registró un pronunciado aumento en el 2006, desde el 6,4% de enero hasta el 11,8% de diciembre. La contribución de estos depósitos al crecimiento interanual de M3 fue la más destacada y ascendió hasta 4,3 puntos porcentuales a finales del 2006. Esta mayor contribución compensó con creces la menor aportación de M1, y se debió a un sustancial incremento de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo (esto es, depósitos a plazo hasta dos años), cifrado en el 27,3% en los meses del año transcurridos hasta diciembre, lo que representa la tasa de crecimiento más elevada de este componente de M3 desde el comienzo de la serie en 1998. Por el contrario, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de ahorro a corto plazo (es decir, depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses) experimentó un pronunciado descenso durante el año.

Gráfico 6 Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos a corto plazo y a los instrumentos negociables

(en porcentaje)



Fuente: BCE.

La evolución divergente de la dinámica de los depósitos a corto plazo incluidos en M3 en el 2006 tuvo su origen, en gran medida, en la ampliación de los diferenciales entre la remuneración de los depósitos a plazo (que ha aumentado de manera acorde, en general, con los tipos de interés del mercado monetario desde finales del 2005) y la de los depósitos a la vista (que, en consonancia con patrones históricos, reaccionó de forma más lenta y contenida a las subidas de los tipos de mercado) (véase gráfico 6). Esto dio lugar a un desplazamiento desde los depósitos a la vista hacia los depósitos a plazo, lo que redujo el crecimiento de M1, sin apenas afectar al crecimiento de M3 en su conjunto. Estos comportamientos tuvieron como resultado que los incrementos de los tipos de interés oficiales del BCE desde diciembre del 2005 causarían un efecto reseñable sobre la evolución monetaria en el 2006, que se reflejó principalmente en la sustitución entre componentes de M3 más que en una limitación de su crecimiento.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables (M3-M2) también aumentó con fuerza en el 2006, situándose en el 12,4% en diciembre, desde el 3,2% de enero (véase

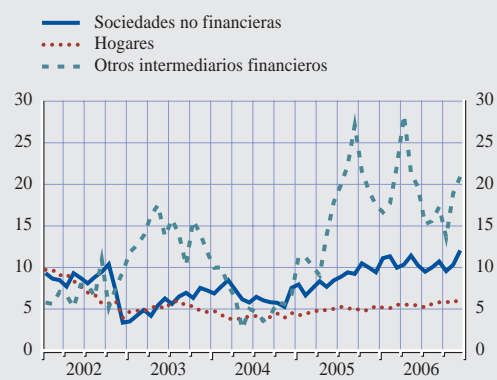
gráfico 5). En consecuencia, la contribución de estos instrumentos a la tasa de crecimiento interanual de M3 se incrementó notablemente, hasta 1,7 puntos porcentuales a finales del 2006, si bien ocultaba una evolución bastante divergente de sus componentes. La tasa de crecimiento interanual de las participaciones en fondos del mercado monetario fue ligeramente negativa en el primer semestre del 2006, antes de tornarse positiva en el segundo semestre. El fortalecimiento del crecimiento de estas participaciones durante el año podría ser el resultado de una normalización parcial de la demanda de estos instrumentos, tras un prolongado período de crecimiento excepcionalmente reducido que se debió a la reversión de los desplazamientos de cartera hacia estos activos en el período de elevada incertidumbre económica y financiera comprendido entre 2001 y principios de 2003.

La demanda de valores distintos de acciones hasta dos años se incrementó considerablemente en el 2006, y representó la mayor parte de la creciente contribución de los instrumentos negociables al crecimiento interanual de M3. Las elevadas tasas de crecimiento de estos instrumentos a corto plazo estuvieron relacionadas, en cierta medida, con las subidas de los tipos de interés a corto plazo durante el año. Los valores distintos de acciones a corto plazo suelen emitirse a tipo de interés variable, una característica que permite a los inversores beneficiarse de los incrementos de los tipos antes del vencimiento del valor¹. La tasa de crecimiento interanual de las cesiones temporales también registró un moderado ascenso entre el primer y el segundo semestre del 2006, en un entorno de considerable volatilidad a corto plazo.

El detalle por sectores de los depósitos a corto plazo y de las cesiones temporales (esto es, la mayor agregación de componentes de M3 para los que se dispone de información fiable por sector tenedor) revela que los hogares continuaron siendo el sector que más contribuyó al intenso crecimiento monetario del 2006. Ello es resultado de la elevada participación de los hogares en el total de estos depósitos a corto plazo. La tasa de crecimiento interanual de los

Gráfico 7 Depósitos a corto de las IFM y cesiones temporales del sector privado

(tasas de variación interanual; datos sin ajustar de efectos estacionales o de calendario)



Fuente: BCE.

Nota: El sector informador comprende las IFM, excluido el Eurosistema y la Administración Central.

saldos monetarios de los hogares ha seguido una persistente tendencia al alza desde principios del 2004 (véase gráfico 7), a pesar de la elevada remuneración de activos competidores (como los valores de renta variable y la vivienda) en los últimos años, pero ha seguido siendo considerablemente inferior a las tasas de crecimiento de otros sectores privados tenedores de dinero.

En el 2006, el crecimiento interanual de los saldos monetarios de las sociedades no financieras se situaba próximo al 10%, la cuarta parte, aproximadamente, del vigoroso crecimiento de los depósitos a corto plazo y de las cesiones temporales. La elevada rentabilidad, la fuerte inversión empresarial y las numerosas operaciones de fusión y adquisición fueron los principales factores determinantes de la intensa demanda de activos líquidos por parte de este sector².

El relativamente elevado nivel de volatilidad del crecimiento de M3 en el 2006 fue atribuible, en su mayor parte, a la evolución de las tenencias

1 Para más información, véase el recuadro titulado «Evolución de los valores distintos de acciones a corto plazo incluidos en M3», en el Boletín Mensual del BCE de enero del 2007.
2 Véase también el artículo titulado «Saldos monetarios por sectores: factores determinantes y evolución reciente», en el Boletín Mensual del BCE de agosto del 2006.

de depósitos de los intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y los fondos de pensiones (esto es, el sector de «otros intermediarios financieros» u OIF). La importancia de los OIF como tenedores de activos monetarios ha aumentado notablemente en la última década, lo que guarda relación con la desregulación y liberación financieras, y el consiguiente desarrollo de unos mercados de

valores más profundos y líquidos. La creciente importancia de este sector ha sido especialmente evidente desde mediados del 2004 (para más información, véase el recuadro 1, en el que se presenta un análisis del creciente papel de los OIF en la determinación de la evolución monetaria).

Recuadro 1

EL PAPEL DEL SECTOR DE OTROS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS EN LA EVOLUCIÓN MONETARIA

La importancia del dinero que mantienen los intermediarios financieros no monetarios en el análisis de la evolución monetaria ha aumentado considerablemente en la pasada década¹. Este es el caso, en particular, del sector de «otros intermediarios financieros (OIF)», esto es, de los intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y los fondos de pensiones. En cierta medida, la mayor relevancia de este sector para el análisis monetario se debe a la liberalización y la innovación financieras, así como al consiguiente incremento de la profundidad y la liquidez de los mercados de valores. La creciente importancia de los OIF ha sido especialmente evidente desde mediados del 2004, como quedó reflejado en sus contribuciones a la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo, incluidas las cesiones temporales (denominados depósitos de M3 en este recuadro), la mayor agregación de componentes de M3 para los que se dispone de un detalle por sectores. En el año 2006 la contribución de este sector a la tasa de crecimiento anual media, del 8,1%, ascendió a 1,8 puntos porcentuales. En este contexto, este recuadro analiza el papel de los OIF en la evolución monetaria de los últimos años.

Características del sector de los OIF y su demanda de efectivo

Habitualmente, los OIF prestan servicios financieros a los hogares y a las sociedades no financieras y/o realizan operaciones por cuenta propia en los mercados financieros. Este sector incluye también las instituciones creadas por las IFM para facilitar la titulización de préstamos en el balance de las IFM. Por tanto, es un sector heterogéneo, integrado por entidades muy diferentes como los fondos de inversión, las sociedades que realizan actividades de intermediación (financiación, arrendamiento financiero y factoring²), los fondos de titulización (también llamadas entidades especiales de financiación), y las sociedades y agencias de valores y derivados financieros. Esta heterogeneidad repercute en la relación financiera entre los OIF y las IFM y, por consiguiente, en el patrón de los saldos monetarios que obran en poder de estos intermediarios. Aunque es más probable que las sociedades de arrendamiento financiero sean prestatarios netos de las IFM, los fondos de inversión y las sociedades de factoring suelen ser depositarios netos. En lo que se refiere a otras instituciones pertenecientes al sector de los OIF, como los fondos de titulización, la posición neta con respecto a las IFM es menos evidente.

1 Véase el artículo titulado «Saldos monetarios por sectores: factores determinantes y evolución reciente», en el Boletín Mensual del BCE de agosto del 2006.

2 N. del T.: No obstante, en España, las entidades de financiación, leasing y factoring son establecimientos financieros de crédito y, por tanto, IFM.

La demanda de efectivo de los OIF parece tener su origen en motivos de cartera y, en consecuencia, está determinada por el rendimiento relativo del dinero, de los valores de renta fija, de los valores de renta variable y de los activos reales (como inmuebles, materias primas y suelo). Además, es probable que la demanda de dinero de los OIF por motivo transacción esté estrechamente relacionada con la necesidad de liquidar operaciones financieras, más que con la adquisición de bienes y servicios.

Tenencias de depósitos y préstamos de las IFM por parte de los OIF

Con el fin de valorar de qué forma quedan reflejadas las características de los OIF y sus motivos para mantener dinero en la dinámica monetaria, resulta instructivo considerar su contribución a la evolución de los componentes de M3 (depósitos a corto plazo y cesiones temporales) y de las contrapartidas de este agregado monetario (depósitos a largo plazo y préstamos de las IFM).

Si en primer lugar se consideran los componentes de M3, el estrecho vínculo existente entre las tenencias de depósitos de los OIF y la evolución de los mercados de capitales queda reflejado en la considerable proporción de cesiones temporales (repos) en las tenencias totales de depósitos de M3 de este sector, aproximadamente la cuarta parte, una cuota muy superior a la observada para el sector privado no financiero. Las cesiones temporales se llevan a cabo con el fin de tomar prestados valores y/u obtener liquidez. Muchas de las estrategias de la ingeniería financiera moderna utilizadas por los inversores institucionales resultarían difíciles de poner en práctica sin recurrir a estas operaciones.

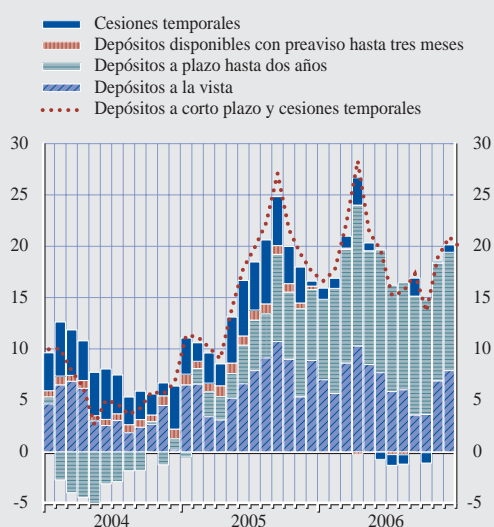
Sin embargo, la destacada contribución de las cesiones temporales a la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de los OIF incluidos en M3 en el año 2005 (véase gráfico A) también se debe, en parte, a la migración de las actividades de las entidades de crédito en el mercado monetario, en el que la negociación directa en el mercado interbancario se ha sustituido por plataformas electrónicas de negociación. Varias de estas plataformas están gestionadas por cámaras de compensación de valores y, por lo tanto, forman parte del sector de los OIF³. Desde una perspectiva económica, las operaciones que anteriormente se realizaban de manera no organizada entre las IFM y actualmente se llevan a cabo a través de una plataforma propiedad de una entidad del sector de los OIF siguen siendo operaciones interbancarias. No obstante, desde una perspectiva estadística, ahora generan posiciones acreedoras y deudoras frente a estos intermediarios en el balance consolidado de las IFM, e incluyen partidas que contribuyen a la expansión de M3. Cuando se trata de valorar las implicaciones del crecimiento monetario para la evolución macroeconómica, estas distorsiones deben corregirse.

Más recientemente, las tenencias de los OIF de depósitos de M3 se han visto impulsadas en mayor medida por los depósitos a corto plazo (depósitos a plazo hasta dos años). Esta evolución también es patente en las tenencias de depósitos del sector privado no financiero y es probable que se deba a un desplazamiento de fondos, desde los depósitos a la vista, de bajo rendimiento, hacia los depósitos a corto plazo, con una remuneración en aumento y un plazo de vencimiento sólo ligeramente mayor. En el caso de los OIF, se dispone de evidencia de que el incremento registrado en las tenencias de estos depósitos puede estar relacionado con la anticipación del marco de «Basilea II» por parte de las IFM, en el sentido de que han estado realizando titulizaciones sintéticas adicionales utilizando entidades especiales de financiación que han aparcado fondos como depósitos a plazo durante las operaciones.

3 Véase el Boletín Mensual del Deutsche Bundesbank de noviembre del 2005.

Gráfico A Depósitos a corto plazo de las IFM y cesiones temporales de otros intermediarios financieros no monetarios

(tasa de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales; datos sin ajustar de efectos estacionales o de calendario)

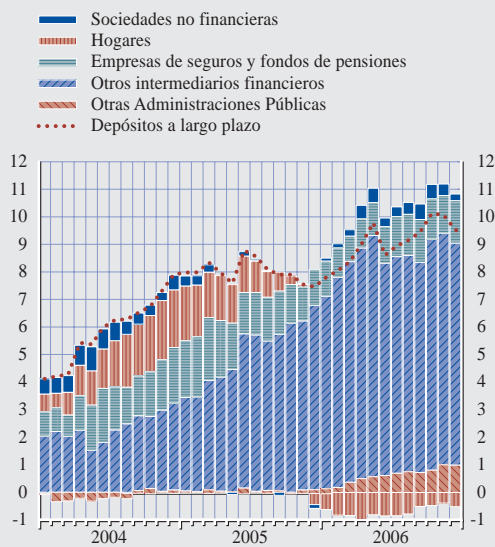


Fuente: BCE.

Notas: El sector informador comprende las IFM, excluido el Eurosistema. Pueden producirse discrepancias en las contribuciones, debido al redondeo.

Gráfico B Detalle por sectores de los depósitos a largo plazo de las IFM

(tasa de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales; datos sin ajustar de efectos estacionales o de calendario)



Fuente: BCE.

Notas: El sector informador comprende las IFM, excluido el Eurosistema. Pueden producirse discrepancias en las contribuciones, debido al redondeo.

Si se consideran las contrapartidas de M3, el crecimiento interanual de los depósitos a más largo plazo de las IFM es atribuible, en su mayor parte, al incremento de las tenencias de los OIF (en torno al 90% en el 2006; véase gráfico B) y, por tanto, explica una parte importante de la evolución de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas), que están formados por valores distintos de acciones a más de dos años y depósitos a plazo a más de dos años o disponibles con preaviso hasta tres meses de las IFM. El intenso crecimiento de los depósitos a más largo plazo se debe a factores relacionados con cambios en las características de la intermediación financiera.

El creciente uso de la titulización, un proceso en el que la intervención de las entidades especiales de financiación es crucial, constituye un ejemplo de estos factores. Cuando un préstamo titulado se elimina del balance de la IFM y se transfiere al balance de una entidad especial de financiación (esto es, se produce una titulización «fuera de balance») no suele producirse un impacto inmediato sobre la evolución de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM. No obstante, cuando el préstamo titulado permanece en el balance de la IFM (titulización sintética), el riesgo se transfiere a la entidad especial de financiación, que emite bonos de titulización de activos y suele invertir los beneficios en activos seguros, entre los que muy probablemente se incluyan depósitos a largo plazo o valores distintos de acciones a largo plazo de

4 La cuestión de si esto causa un impacto neto sobre los agregados monetarios depende de quién es el comprador del bono de titulización y de cómo se financia la compra. Por ejemplo, si el bono de titulización es adquirido por un no residente, esto dará lugar, en primer lugar, a un aumento de los depósitos del sector de los OIF y a una mejora de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM. No obstante, si, por ejemplo, el bono de titulización es adquirido por una empresa de seguros que financia la operación con depósitos a corto plazo, y la entidad especial de financiación mantiene los fondos en forma de activos seguros y muy líquidos, el impacto sobre la evolución de los agregados monetarios sería neutral.

la IFM (para los que no se dispone de información por sector tenedor)⁴. Los cambios en la regulación relacionados, por ejemplo, con la introducción de las Normas Internacionales de Contabilidad, y las modificaciones fiscales en países de la zona del euro han llevado a las IFM a aumentar sus actividades de titulización sintética en los últimos años y, en consecuencia, han provocado un incremento de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM que obran en poder de los OIF.

En cuanto a las contrapartidas, los OIF también influyen en la evolución monetaria a través de su demanda de préstamos. La contribución de este sector al crecimiento interanual de los préstamos al sector privado ha aumentado de 0,5 puntos porcentuales, a mediados del 2004, a 1,25 puntos porcentuales en el segundo semestre del 2006. La demanda de préstamos por parte de los OIF se ha centrado, principalmente, en aquellos con vencimientos inferiores a un año y, en menor medida, de más de cinco años (véase gráfico C).

El hecho de que el endeudamiento de los OIF sea a corto plazo sugiere que, en parte, los préstamos se han tomado con el fin de cubrir una brecha financiera. En el proceso de titulización sintética, por ejemplo, estos préstamos a corto plazo pueden utilizarse para ajustar flujos financieros en el período transcurrido entre la adquisición de los activos y la finalización de la financiación a más largo plazo. Una segunda causa de la elevada demanda de préstamos a corto plazo por parte de los OIF ha sido la migración de la negociación directa en el mercado interbancario a plataformas electrónicas de negociación. La interposición de una plataforma electrónica conlleva la división de una operación de cesión temporal en dos transacciones independientes: el pacto de recompra original y una operación de compensación (una «adquisición temporal»), que realmente representa un préstamo a corto plazo de una IFM a la plataforma de negociación.

Es probable que la demanda de préstamos a más largo plazo por parte de los OIF sea consecuencia de las actividades de las instituciones financieras destinadas a financiar al sector de sociedades no financieras, aunque es posible que, en algunos casos, los fondos de titulización que han participado en operaciones de titulización también hayan tomado prestados fondos a más de cinco años.

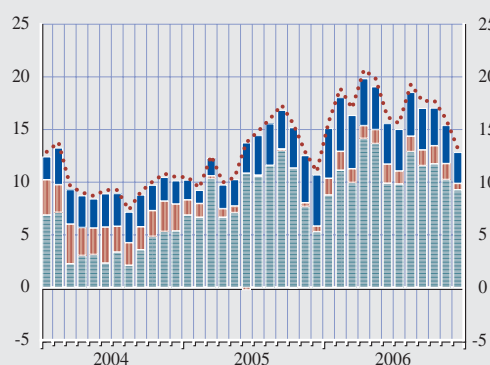
Repercusiones de los saldos monetarios de los OIF sobre los riesgos para la estabilidad de precios

Los saldos monetarios de los OIF tienden a ser de naturaleza ligeramente diferente a los que mantienen los hogares o las sociedades no financieras. Por lo tanto, el impacto de estos saldos de los OIF sobre la actividad económica puede ser menos evidente. No obstante, este sector no puede ser totalmente ignorado en el análisis de los riesgos inflacionistas derivados de la dinámica monetaria, ya que influye en la evolución de la economía a través de sus vínculos finan-

Gráfico C Préstamos de las IFM a otros intermediarios financieros no monetarios

(tasa de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales; datos sin ajustar de efectos estacionales o de calendario)

- Préstamos a OIF a más de cinco años
- Préstamos a OIF a más de un año y hasta cinco años
- Préstamos a OIF hasta un año
- Total préstamos a OIF



Fuente: BCE.

Notas: Pueden producirse discrepancias en las contribuciones, debido al redondeo.

cieros con otros sectores, en la medida en que pueden permitir que las empresas o los hogares modifiquen sus patrones de gasto y ahorro. A ese respecto, es muy probable que los saldos monetarios de los OIF contengan información relevante en el medio y en el largo plazo que se pasaría por alto si el sector tenedor de dinero se analizara sin incluir a este grupo.

El contenido informativo de los agregados monetarios se sustenta en el hecho de que incorporan los complejos procesos de sustitución que se producen entre una amplia variedad de activos y el impacto sobre las primas de liquidez y de riesgo no observables. Estas primas influyen en la capacidad de los hogares y de las empresas para endeudarse o prestar fondos, es decir, para adelantar o aplazar el gasto. Debido a su gestión profesional del riesgo, los OIF pueden realizar operaciones con las que, por ejemplo, proporcionan liquidez mediante la adquisición de carteras de préstamos hipotecarios y de empresas o a través del factoring, que los inversores no especializados consideran demasiado arriesgadas. En cierta medida, el reciente crecimiento de los depósitos y préstamos de los OIF puede deberse a un ajuste estructural de carácter transitorio en el sistema financiero. No obstante, los efectos cíclicos relacionados con el reducido nivel de los tipos de interés –que provocan una búsqueda de rendimientos– pueden estar potenciando el atractivo de determinadas inversiones que proporcionan liquidez por parte de este sector.

La evidencia empírica sugiere que la evolución de las tenencias de depósitos de los OIF aumenta la volatilidad a corto plazo del crecimiento monetario y, por consiguiente, puede dificultar la valoración de la dinámica monetaria subyacente. Además, la mayor cobertura sectorial del agregado monetario reduce el grado de proximidad de los comovimientos entre el crecimiento monetario tendencial y la inflación. No obstante, esta evidencia también indica que la evolución subyacente de un agregado monetario más amplio que incluya los depósitos de los OIF permite identificar con antelación puntos de inflexión en la inflación⁵. Este resultado apunta a que las tenencias de depósitos de los OIF pueden contener información no facilitada por otros sectores, que puede ser relevante para la valoración de los riesgos para la estabilidad de precios.

Durante la pasada década, la importancia de los OIF para la evolución monetaria ha aumentado considerablemente. La profundización de los mercados financieros internacionales, junto con los actuales procesos de integración e innovación financieras en la zona del euro, sugieren que su relevancia seguirá incrementándose. Por consiguiente, es necesario analizar y valorar detenidamente la demanda de dinero de este sector, con el fin de extraer en tiempo real las señales de la evolución monetaria que son relevantes para evaluar los riesgos para la estabilidad de precios, algo que no es posible realizar íntegramente tomando como base los datos proporcionados por las IFM. Para ello se están recopilando datos más detallados.

⁵ Véase también el recuadro titulado «Saldos monetarios por sectores y contenido informativo del dinero con respecto a la inflación», en el Boletín Mensual del BCE de septiembre del 2006.

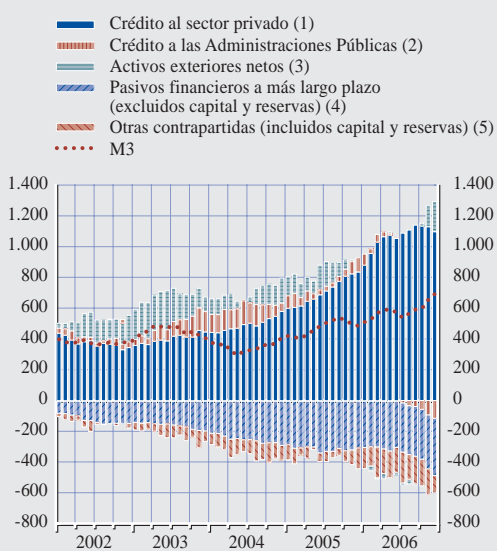
EL CRECIMIENTO DEL CRÉDITO DE LAS IFM AL SECTOR PRIVADO CONTINUÓ FORTALECIÉNDOSE

En cuanto a las contrapartidas, la evolución monetaria del año 2006 reflejó principalmente el fuerte crecimiento del crédito de las IFM al sector privado (véase gráfico 8). En concreto, la tasa de crecimiento interanual de esta contrapartida se incrementó considerablemente a prin-

cipios del 2006, y posteriormente, durante la mayor parte del año, se mantuvo en torno a una tasa ligeramente superior al 11%. Hacia finales de año, el crecimiento de los préstamos al sector privado empezó a mostrar algunas señales de moderación, aunque con unas tasas todavía elevadas. La persistente e intensa demanda de préstamos estuvo respaldada por unos tipos de inte-

Gráfico 8 Contrapartidas de M3

(flujos anuales; mm de euros; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

Nota: M3 figura sólo como referencia ($M3 = 1 + 2 + 3 - 4 + 5$). Los pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas) figuran con signo invertido porque son pasivos del sector IFM.

rés reducidos, unas condiciones favorables de oferta del crédito –según se indicó en la encuesta sobre préstamos bancarios del Euro-sistema–, por la mayor fortaleza de la actividad económica y por la sólida evolución del mercado de la vivienda en muchas partes de la zona del euro. La leve desaceleración del crecimiento de los préstamos a finales de año sugiere que las subidas de los tipos de interés oficiales del BCE pueden haber empezado a influir gradualmente en el proceso de endeudamiento.

El fuerte dinamismo de los préstamos de las IFM al sector privado fue prácticamente generalizado en los principales sectores tenedores de dinero, aunque la evolución sectorial presentó patrones ligeramente diferentes durante el año. En el primer semestre del 2006, la demanda de los hogares constituyó la mayor contribución al crecimiento de los préstamos al sector privado. Sin embargo, el crecimiento de los préstamos para adquisición de vivienda se moderó a partir de mayo del 2006, a medida que se incrementa-

ron los tipos de interés hipotecarios y los mercados de la vivienda se enfriaron en algunos países de la zona del euro, mientras que los préstamos a las sociedades no financieras registraron un nuevo ascenso, debido, posiblemente, a la persistente fortaleza de la inversión empresarial y a las operaciones de fusión y adquisición (para más detalles, véase más adelante la sección relativa a la demanda de financiación externa de las sociedades no financieras). En consecuencia, en el segundo semestre del año, la mayor contribución al crecimiento de los préstamos procedió del sector de sociedades no financieras.

Entre las demás contrapartidas de M3, el crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) continuó siendo intenso en el 2006, e incluso se fortaleció hacia finales de año.

Los flujos interanuales de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM fluctuaron dentro de una banda relativamente estrecha en torno a cero en los tres primeros trimestres del 2006, lo que conllevó la desaparición gradual del efecto moderador sobre la evolución interanual de M3 en el segundo semestre de 2005 causado por las pronunciadas caídas registradas en la citada posición. Los datos de balanza de pagos sugieren que la evolución prácticamente sin variaciones de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM en los tres primeros trimestres del 2006 ocultaba un fortalecimiento gradual de las inversiones de cartera y de la inversión directa extranjera en la zona del euro. Ello fue resultado, en gran medida, de las mejores perspectivas económicas de la zona del euro desde principios del año, de la apreciación del tipo de cambio del euro frente al dólar estadounidense y del estrechamiento del diferencial de tipos de interés entre Estados Unidos y la zona del euro en los plazos más cortos de la curva de rendimientos a lo largo del año.

Hacia finales del 2006, los flujos interanuales de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM pasaron a ser muy positivos y parecen haber ejercido un efecto alcista sobre el crecimiento interanual de M3 en los dos últimos

meses del año. El fuerte incremento de las entradas de capital en la zona del euro hacia finales del 2006 pudo haber sido consecuencia de las expectativas de fortalecimiento del tipo de cambio del euro.

PERSISTENCIA DE UNA SITUACIÓN DE LIQUIDEZ HOLGADA

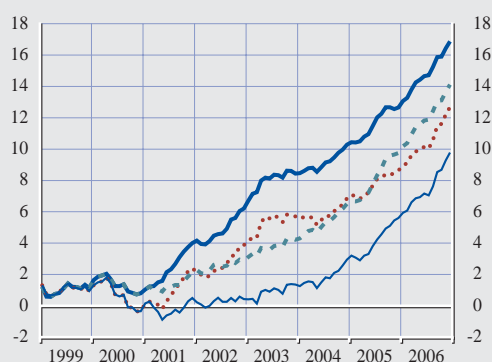
El persistente e intenso crecimiento de M3 en el 2006 vino a sumarse a la ya de por sí abundante liquidez de la zona del euro. Los indicadores disponibles de la situación de liquidez continuaron aumentando (véase gráfico 9). Tanto la brecha monetaria nominal, que se define como la diferencia entre el nivel efectivo de M3 y el nivel de M3 que correspondería a un crecimiento constante de este agregado igual a su valor de referencia (4,5%) desde diciembre de 1998, como la brecha monetaria real, que corrige la brecha nominal por el exceso de liquidez absorbido por la trayectoria anterior de los precios (esto es, la desviación acumulada de las tasas de inflación con respecto a la definición de estabilidad de precios del BCE), volvieron a incrementarse considerablemente en el 2006. A finales de año, ambas medidas alcanzaron los niveles más elevados observados desde el comienzo de la tercera fase de la UEM y no mostraron señales claras de estabilización.

El BCE también ha publicado periódicamente medidas de las brechas monetarias elaboradas a partir de una serie de M3 ajustada, que trata de corregir el impacto estimado de los desplazamientos de cartera hacia activos monetarios inducidos por la elevada incertidumbre económica y financiera registrada entre el 2001 y el 2003³. Dado que no se observaron señales de una nueva reversión de los anteriores desplazamientos de cartera tras la reanudación temporal en el último trimestre del 2005, estas medidas ajustadas siguieron una evolución paralela a la de las brechas monetarias correspondientes basadas en la serie de M3 oficial también en el 2006. Sin embargo, las medidas derivadas de la serie corregida continuaron situándose en niveles considerablemente inferiores a los de las medidas de la brecha basadas en M3 oficial. Al realizar una valoración de los indicadores de la

Gráfico 9 Estimaciones de la brecha monetaria ¹⁾

(en porcentaje de la medida correspondiente del saldo de M3; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario; diciembre 1998 = 0)

- Brecha monetaria nominal basada en M3 oficial
- Brecha monetaria real basada en M3 oficial
- - - Brecha monetaria nominal basada en M3 corregido del impacto estimado de los desplazamientos de cartera²⁾
- Brecha monetaria real basada en M3 corregido del impacto estimado de los desplazamientos de cartera²⁾



Fuente: BCE.

1) La brecha monetaria nominal se define como la diferencia existente entre el nivel efectivo de M3 y el nivel que habría resultado de un crecimiento constante de este agregado monetario igual a su valor de referencia (4,5%) desde diciembre de 1998. La brecha monetaria real se define como la diferencia entre el nivel efectivo de M3, deflactado por el IAPC, y el nivel de M3 en términos reales que habría resultado de un crecimiento nominal constante de este agregado igual a su valor de referencia (4,5%) y de una tasa de inflación medida por el IAPC compatible con la definición de estabilidad de precios del BCE, tomando diciembre de 1998 como período base.

2) Las estimaciones de la magnitud de los desplazamientos de cartera hacia M3 se construyen utilizando el enfoque analizado en el artículo titulado «Análisis monetario en tiempo real», publicado en el Boletín Mensual del BCE de octubre del 2004.

situación de liquidez, se ha de tener presente que sólo son estimaciones y, por tanto, imperfectos, por lo que deben considerarse con cautela.

No obstante, a pesar de la incertidumbre en torno a las estimaciones individuales, la visión general que se obtiene de estos indicadores apunta a una nueva acumulación de liquidez en el 2006, lo que tiende a confirmar la opinión de que la liquidez es abundante.

3) Para más información, véase el artículo titulado «Análisis monetario en tiempo real», en el Boletín Mensual del BCE de octubre del 2004.

AUMENTO DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE MERCADO TRAS LAS SUBIDAS DE LOS TIPOS DE INTERÉS OFICIALES DEL BCE

En el 2006, los tipos de interés del mercado monetario aumentaron en todos los plazos, en consonancia con las subidas de los tipos de interés oficiales del BCE aplicadas durante el año. La fluida evolución de los tipos de interés del mercado monetario, junto con una volatilidad, en general, reducida, sugieren que las medidas de política monetaria fueron ampliamente anticipadas por los participantes en el mercado, reflejando la transparencia y la previsibilidad de las decisiones de política monetaria del BCE.

Después de dos años y medio en los que los tipos de interés oficiales del BCE se mantuvieron en niveles históricamente reducidos, en diciembre del 2005, el Consejo de Gobierno aumentó en 25 puntos básicos los tipos de interés oficiales, y en el 2006 los incrementó en 25 puntos básicos en otras cinco ocasiones. En consonancia con estas subidas, los tipos de interés del mercado monetario se elevaron de forma paulatina durante el año en todos los plazos. El 2 de marzo de 2007, los tipos de interés a un mes y a doce meses se situaban en el 3,79% y el 4,05%, respectivamente, esto es 139 y 119 puntos básicos por encima de los niveles de principios de enero del 2006.

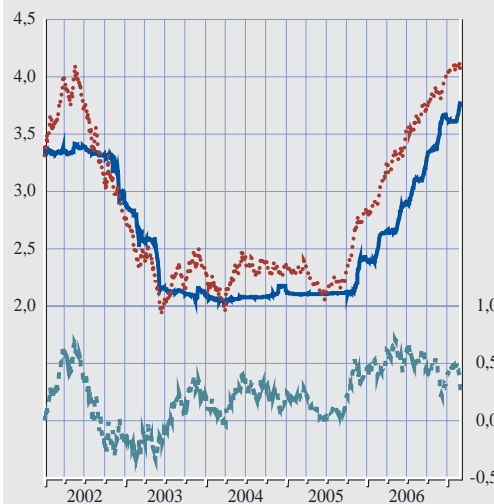
Si se considera más detenidamente la evolución durante el 2006, los tipos de interés del mercado monetario a más largo plazo se incrementaron hasta comienzos de noviembre (véase gráfico 10), mes en el que experimentaron un leve descenso, como reflejo de las expectativas de los agentes de una cierta ralentización en el proceso de endurecimiento de la política monetaria por parte del Consejo de Gobierno. Sin embargo, los tipos de interés del mercado monetario experimentaron un nuevo ascenso en diciembre, en particular tras la última reunión del Consejo de Gobierno del 2006, y se estabilizaron a principios de año. En contraste con esta trayectoria, los tipos de interés a más corto plazo aumentaron continuamente durante el año, sin que se observara ninguna corrección temporal de esta tendencia alcista.

Entre enero y mediados de mayo del 2006, la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario, medida por la diferencia entre el EURIBOR a doce meses y a un mes, aumentó su inclinación, y el 12 de mayo se situó en 71 puntos básicos. Posteriormente, la pendiente de la curva se aplanó y se estabilizó en torno a 50 puntos básicos en el período comprendido entre julio y octubre del 2006. También se observó un nuevo y pronunciado aplanamiento de la curva desde la primera semana de noviembre hasta los días previos a la reunión del Consejo de Gobierno del 7 de diciembre de 2006, período en el que el tipo de interés a doce meses descendió transitoriamente. Tras esta reunión, la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario aumentó gradualmente su inclinación y se estabilizó en niveles cercanos a los 45 puntos básicos a principios de año, para luego caer hasta situarse en torno a los 30 puntos básicos a comienzos de marzo del 2007.

Gráfico 10 Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro y pendiente de la curva de rendimientos de este mercado

(en porcentaje; en puntos porcentuales; datos diarios)

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



Fuente: Reuters.

Los tipos de interés implícitos en los futuros del EURIBOR a tres meses proporcionan una visión bastante similar. Estos tipos se incrementaron ininterrumpidamente entre enero y noviembre del 2006, con la excepción del período comprendido entre mediados de mayo y finales de junio (véase gráfico 11). En noviembre descendieron, pero volvieron a registrar un pronunciado incremento en diciembre. El 2 de marzo de 2007, los tipos de interés de los futuros a tres meses de los contratos con vencimiento en junio del 2007 se situaban en el 3,97%, esto es, 81 puntos básicos por encima de los niveles de principios de enero del 2006.

En el 2006, la volatilidad implícita derivada de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses fue, en general, moderada, y disminuyó gradualmente entre enero y diciembre, hechos que sugieren un grado elevado de previsibilidad de las decisiones de política monetaria del BCE entre los participantes en el mercado monetario. Las únicas dos excepciones fueron el leve

aumento de la volatilidad observado en mayo y una amplia estabilización entre finales de octubre y principios de diciembre, asociada esta última a la anteriormente citada incertidumbre en torno a la evolución futura de los tipos de interés oficiales antes de la reunión del Consejo de Gobierno del BCE de diciembre. Después de la reunión, la volatilidad implícita descendió ininterrumpidamente, siguiendo una tendencia negativa que no revertió hasta unos días antes de la reunión del Consejo de Gobierno de marzo del 2007.

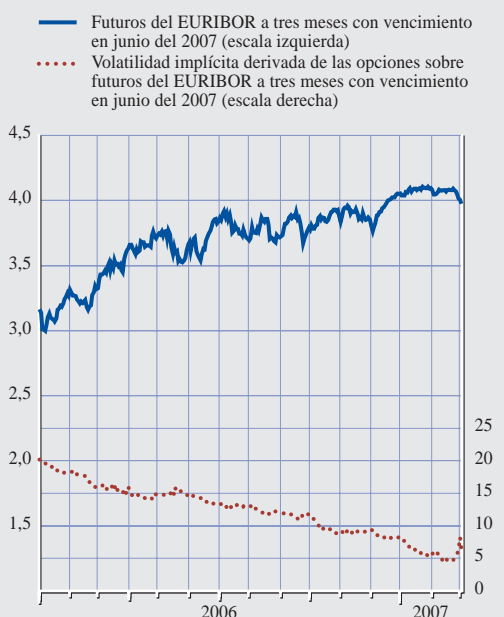
RECUPERACIÓN DEL RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A LARGO PLAZO DE LA ZONA DEL EURO EN EL 2006

En el 2006, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro continuó recuperándose desde los históricamente reducidos niveles observados a finales del 2005. En general, el rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona registró un aumento de 70 puntos básicos en el 2006, aproximándose al 4% a finales de año (véase gráfico 12). Esta recuperación de los tipos de interés a largo plazo pareció deberse, principalmente, al creciente optimismo de los inversores en cuanto a las perspectivas de crecimiento de la economía de la zona del euro. Como confirmación de esta opinión, el rendimiento de la deuda pública indiciada con la inflación con vencimiento en el año 2015 –una medida de los tipos de interés reales a largo plazo– se incrementó en 60 puntos básicos entre finales del 2005 y finales del diciembre del 2006. En cambio, las tasas de inflación implícitas a diez años, que miden las expectativas de inflación de los participantes en el mercado y las primas de riesgo relacionadas, apenas se modificaron, en líneas generales, en ese período.

En el primer semestre del 2006, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo registró un acusado incremento a ambos lados del Atlántico. Tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, el rendimiento de la deuda pública a diez años aumentó unos 80 puntos básicos entre finales de diciembre del 2005 y finales de junio del 2006. Dejando de lado los habitualmente

Gráfico 11 Tipos de interés de los futuros del EURIBOR a tres meses y volatilidad implícita derivada de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses

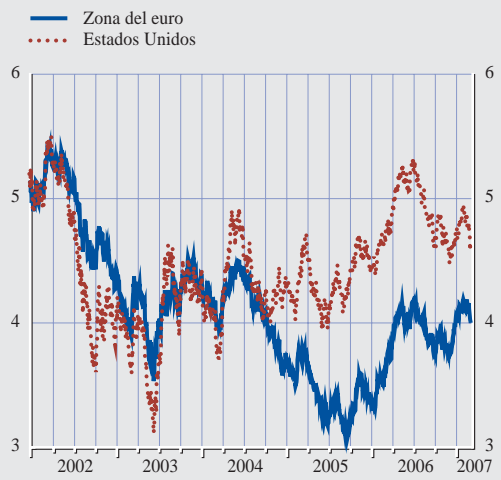
(en porcentaje; en puntos básicos; datos diarios)



Fuentes: Reuters y Bloomberg.

Gráfico 12 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo ¹⁾

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Reuters, Bloomberg y Thomson Financial Datastream.

1) Bonos a diez años o con el vencimiento más próximo a este plazo.

estrechos vínculos internacionales entre los tipos de interés, el repunte de los tipos a largo plazo de la zona del euro fue también reflejo de la reacción del mercado a las publicaciones de datos sobre la actividad económica y el clima empresarial que, en general, fueron interpretados por los inversores como que apuntaban a una mejora de las perspectivas de crecimiento de la zona. En consonancia con esta interpretación, el relativamente pronunciado repunte del rendimiento nominal de la deuda pública en el primer semestre del 2006 se vio impulsado, principalmente, por el aumento de su componente de tipo de interés real. No obstante, hacia finales de junio, la tendencia general al alza del rendimiento de la deuda pública de la zona del euro y de Estados Unidos llegó a su fin.

La consiguiente caída del rendimiento de la deuda pública a largo plazo en el tercer trimestre, que una vez más se produjo de manera muy sincronizada a ambos lados del Atlántico, estuvo relacionada, en parte, con las turbulencias en los mercados internacionales de valores a partir de mayo, que llevaron a los inversores a decantarse temporalmente por la seguridad relativa de instrumentos de renta fija líquidos.

Además, la fuerte subida de los precios del petróleo como consecuencia de las tensiones geopolíticas en Oriente Medio podría haber influido en las perspectivas mundiales de crecimiento. Al mismo tiempo, es probable que la aparición de señales de desaceleración de la economía estadounidense, que generaron considerables presiones a la baja sobre los tipos de interés de este país a todos los plazos, también afectó en cierta medida al rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro, en parte a través de la generalmente intensa transmisión internacional de las perturbaciones en los mercados de renta fija. Hacia finales del 2006, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro se recuperó, en un entorno de publicación de datos positivos sobre la actividad económica de la zona.

A pesar del incremento general del rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro, la curva de rendimientos de la zona se aplanó en el 2006. Esto quedó reflejado en la consiguiente caída del «diferencial de tipos de interés por plazo de vencimiento», medido por la diferencia entre el rendimiento de un bono del Estado a diez años y el EURIBOR a tres meses. El diferencial de tipo de interés por plazo de vencimiento de la zona del euro registró un descenso de unos 50 puntos básicos en el 2006 y llegó a un nivel de aproximadamente 30 puntos básicos a finales de año. El aplanamiento de la curva de rendimientos de la zona del euro en el 2006 fue gradual, paralelo a las cinco subidas consecutivas de los tipos de interés oficiales del BCE. Históricamente, un diferencial de tipo de interés por plazo de vencimiento reducido –y, particularmente, negativo– (una «curva de rendimientos invertida») ha sido con frecuencia un anuncio de desaceleración de la actividad económica, e incluso de recesión. No obstante, el aplanamiento de la curva de rendimientos de la zona en el 2006 debe interpretarse teniendo en cuenta las primas de riesgo incluidas en el rendimiento de la deuda pública a largo plazo, que parecen haber alcanzado niveles extraordinariamente bajos en los dos últimos años. Cuando se toman en consideración las reducidas primas de riesgo de los mercados de renta fija, el diferen-

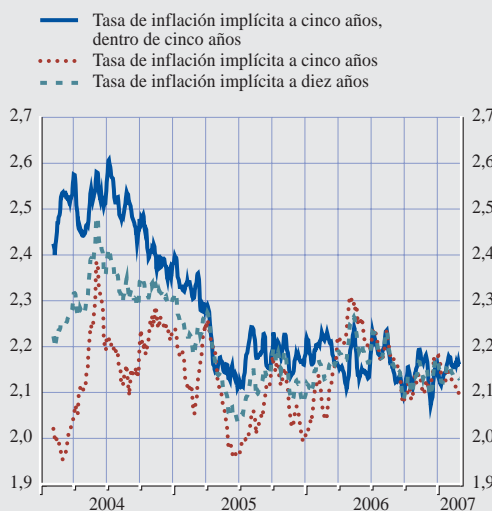
cial de tipo de interés por plazo de vencimiento a finales del 2006 ya no parece ser muy bajo⁴.

En el 2006, las expectativas de inflación a largo plazo de los participantes en el mercado y las correspondientes primas de riesgo, reflejadas en las tasas de inflación implícitas, no parecieron modificarse, en general, y permanecieron estables en todos los horizontes temporales, en niveles ligeramente superiores al 2% anual. La información sobre estas expectativas y las primas de riesgo relacionadas en horizontes específicos puede obtenerse de la descomposición de las tasas de inflación implícitas a diez años en tasas implícitas a cinco años y tasas implícitas a cinco años, dentro de cinco años, extraídas de estimaciones de las estructuras por plazos de las tasas de inflación implícitas (véase gráfico 13)⁵. La descomposición muestra que las relativamente estables a medio y largo plazo expectativas de inflación derivadas de la fluctuación de las tasas de inflación implícitas a cinco años, dentro de cinco años, se asociaban a una evolución más volátil de las expectativas de inflación a corto y medio plazo. Ciertamente, en el primer semestre del 2006, las expectativas de inflación a corto y medio plazo, medidas por la tasa de inflación implícita a cinco años, dentro de cinco años, se incrementaron unos 30 puntos básicos, lo que, en un entorno de subida de los precios del petróleo quedó casi compensado por el descenso observado en el segundo semestre del 2006. En consecuencia, en el segundo semestre, la pendiente de la curva de inflación implícita de la zona del euro se aplanó considerablemente (véase gráfico 13).

La volatilidad implícita de los mercados de renta fija de la zona del euro se elevó ligeramente en mayo y junio del 2006, y en el segundo semestre del año disminuyó ininterrumpidamente. El incremento transitorio de la volatilidad implícita de estos mercados en mayo y junio pareció tener su origen en el aumento de la incertidumbre de los participantes en el mercado acerca de la dinámica de los tipos de interés futuros, a la vista de las turbulencias en los mercados de renta variable en ese período. En el último trimestre del 2006, la volatilidad

Gráfico 13 Tasas de inflación implícitas de la zona del euro

(en porcentaje; medias móviles de cinco días de datos diarios)



Fuentes: Reuters, Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

implícita de los mercados de renta fija de la zona del euro descendió hasta niveles históricamente bajos, lo que indicaba que la incertidumbre de los participantes en el mercado en cuanto a la evolución a corto plazo del rendimiento de la deuda pública a largo plazo era más bien reducida.

En los dos primeros meses del 2007, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro prácticamente no registró variaciones, y el 2 de marzo se situaba en el 4%. Durante ese período, al principio, el citado rendimiento aumentó de nuevo, hasta alcanzar el 4,2% a mediados de febrero, y posteriormente descendió. El rendimiento de la deuda pública a largo plazo de Estados Unidos también se redujo en la segunda mitad de febrero. Esta evolución pareció ser resultado, en gran medida, de

4 Véase el recuadro titulado «¿Qué influencia han tenido las primas de riesgo en el reciente aplanamiento de la curva de rendimientos de la zona del euro?», en el Boletín Mensual del BCE de diciembre del 2006.

5 Para más información sobre la estimación, véase el recuadro titulado «Estimación del rendimiento de los bonos indicados con la inflación y de las tasas de inflación implícitas de la zona del euro con vencimiento constante», en el Boletín Mensual del BCE de julio del 2006.

desplazamientos de cartera hacia activos seguros como la deuda pública a largo plazo, como consecuencia de las perturbaciones observadas en los mercados bursátiles internacionales a finales de febrero.

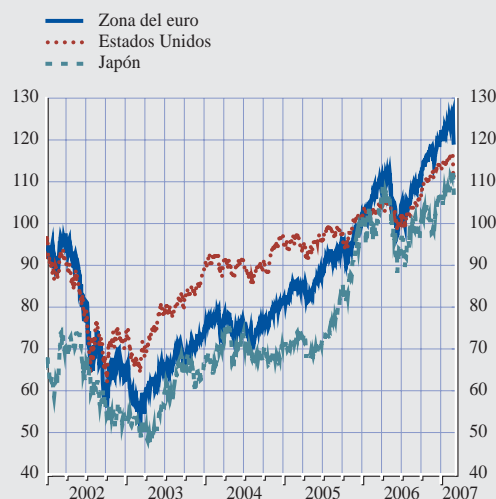
FUERTE SUBIDA DE LAS COTIZACIONES BURSÁTILES DE LA ZONA DEL EURO EN EL 2006

A pesar de ciertas fluctuaciones, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro registraron una fuerte subida en el 2006, continuando con ello con la tendencia al alza iniciada a principios del 2003 (véase gráfico 14). El índice Dow Jones EURO STOXX acabó el año con un alza del 20% con respecto a finales del 2005, superando a los índices Standard & Poor's 500 y Nikkei 225. Los buenos resultados de los mercados de renta variable de la zona del euro, en comparación con los de Estados Unidos y Japón, han de considerarse en el contexto de una apreciación relativamente fuerte del euro frente al dólar estadounidense y el yen japonés en el 2006. Al parecer, el efecto moderador de la apreciación de la moneda única sobre las perspectivas de beneficios de las empresas de la zona del euro pertenecientes a sectores sensibles a las exportaciones quedó compensado con creces por la solidez del crecimiento efectivo y esperado de los beneficios de las empresas de la zona, en un entorno de pronunciada mejora de las perspectivas para la economía de la zona. El reciente período de rápido crecimiento de las cotizaciones bursátiles presenta diferencias con respecto al registrado en la segunda mitad de la década de los noventa ya que, en esta ocasión, la relación entre el precio y el beneficio por acción (PER) se ha mantenido más próxima a sus valores medios a largo plazo.

Los buenos resultados registrados, en general, en el mercado de renta variable de la zona del euro en el 2006 ocultan una caída transitoria pero acusada de las cotizaciones bursátiles en el segundo trimestre. Tras un crecimiento de dos dígitos de las cotizaciones de la zona en los cuatro primeros meses del año, a principios de mayo empezaron a caer, y el mes siguiente se depreciaron un 13%, aproximadamente, como consecuencia de las perturbaciones registradas

Gráfico 14 Principales índices bursátiles ¹⁾

(índice: 30 de diciembre de 2005 = 100; datos diarios)



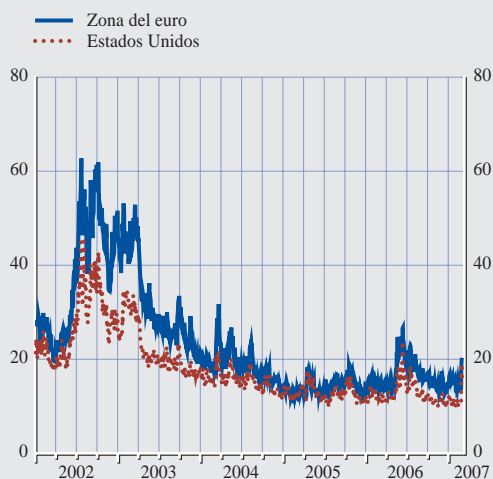
Fuentes: Reuters, Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

1) Índice Dow Jones EURO STOXX amplio para la zona del euro, Standard & Poor's 500 para Estados Unidos, y Nikkei 225 para Japón.

en los mercados internacionales de renta variable. La volatilidad implícita de los mercados bursátiles de Estados Unidos y de la zona del euro aumentó considerablemente en mayo y junio, hasta alcanzar niveles no observados desde el 2003 y el 2004, respectivamente, lo que apuntaba a una situación de turbulencia en los mercados (véase gráfico 15). Además de la percepción de mayor incertidumbre en estos mercados, según indicaba la volatilidad implícita, los participantes en el mercado también parecieron haber reducido su tolerancia al riesgo durante el período de turbulencias en los mercados. Dado que no se ha observado un deterioro significativo de las variables fundamentales de la economía, los cambios en cuanto a la inclinación por el riesgo y su percepción por parte de los inversores parecen ser la explicación más probable a la caída temporal de las cotizaciones bursátiles de la zona del euro en el segundo trimestre del 2006. Esta opinión es acorde con el hecho de que la fuerte corrección de las cotizaciones de la zona se produjera a pesar de las revisiones al alza de las expectativas de beneficios de los analistas en el citado

Gráfico 15 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable ¹⁾

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Thomson Financial Datastream.

1) La volatilidad implícita de la zona del euro se mide por el índice VSTOXX, que se refiere al índice Dow Jones EURO STOXX 50, y la de Estados Unidos por el índice VIX, que se refiere al índice Standard & Poor's 500. Ambos índices representan la desviación típica esperada de las tasas de variación de los índices bursátiles correspondientes durante un período de 30 días.

trimestre. En el segundo semestre del año, la volatilidad implícita de los mercados de renta variable cayó hasta niveles históricamente bajos, y la tolerancia al riesgo de los inversores pareció recuperarse. La consiguiente reducción de las primas de riesgo de las acciones, junto con la persistencia de perspectivas de sólido crecimiento de los beneficios empresariales, pareció respaldar el pronunciado repunte de las cotizaciones de la zona del euro en el segundo semestre del 2006.

Por sectores, el de agua, gas y electricidad fue el que mejores resultados obtuvo en el 2006, con una subida de las cotizaciones de más del 30%. Es probable que estos buenos resultados se deban a las numerosas operaciones de fusión y adquisición realizadas como consecuencia de la integración de este sector. La industria también superó considerablemente el índice general, respaldada por el mejor clima económico de la zona del euro. En contraposición a la evolución del 2005, la rentabilidad del sector de petróleo y gas fue inferior a la del índice general en el

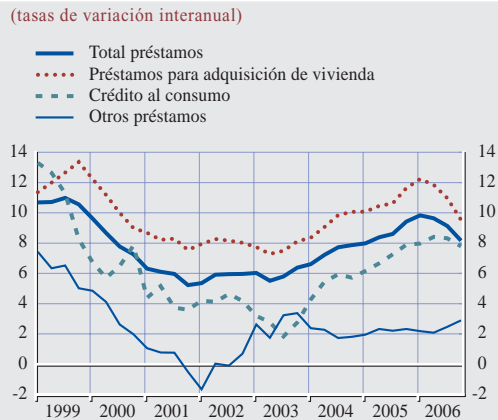
2006. La evolución general de los precios del petróleo podría haber contribuido al rendimiento relativamente reducido de este sector. El sector sanitario, en el que los beneficios suelen depender menos de la situación del ciclo económico, también obtuvo resultados por debajo de lo esperado en el 2006.

A principios del 2007, las cotizaciones bursátiles internacionales siguieron incrementándose a un ritmo similar al del segundo semestre del 2006. Esta tendencia al alza se interrumpió el 27 de febrero de 2007, fecha en que las cotizaciones registraron un acusado descenso en todo el mundo como consecuencia de una brusca caída de los precios de las acciones en el mercado chino. Los índices Dow Jones EURO STOXX y el Standard & Poor's 500 retrocedieron aproximadamente un 5% en unos días. El fuerte retroceso de las cotizaciones bursátiles anuló las pronunciadas subidas de las ocho primeras semanas del año y, el 2 de marzo de 2007, ambos índices bursátiles se situaban en niveles ligeramente inferiores a los de finales del 2006. Además, a principios de marzo, la volatilidad implícita aumentó en los principales mercados de valores, probablemente en señal de una significativa reevaluación de los riesgos de los mercados de renta variable.

PERSISTENCIA DE LA INTENSA DEMANDA DE FINANCIACIÓN DE LOS HOGARES

El endeudamiento de los hogares continuó siendo elevado en el 2006, sustentado en las favorables condiciones de financiación, en la intensa evolución del mercado de la vivienda y en la mejora de la confianza de los consumidores. La demanda de préstamos de las IFM por parte de este sector aumentó en los primeros meses del año, alcanzando un máximo en primavera a una tasa interanual del 9,8%, y posteriormente se moderó hasta situarse en una tasa interanual del 8,2% en diciembre. Los datos más recientes de las cuentas financieras trimestrales de la zona del euro, disponibles hasta el tercer trimestre del 2006, indican que la tasa de crecimiento interanual de la deuda de los hogares con las instituciones financieras no monetarias (que comprenden los OIF y las empresas de seguros

Gráfico 16 Préstamos de las IFM a los hogares



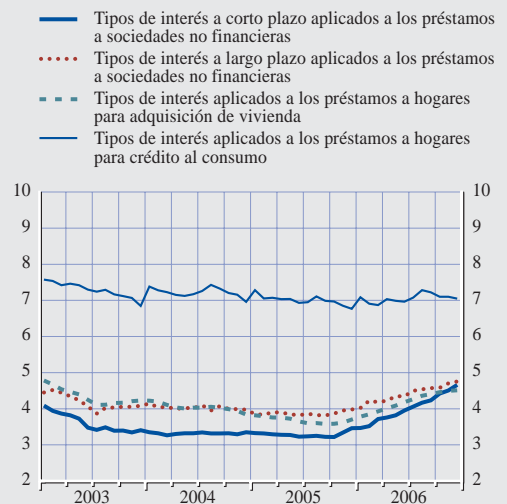
Fuente: BCE.

y los fondos de pensiones), permaneció bastante estable en el 2006, en torno al 8%.

Si se considera el detalle por sectores de los préstamos de las IFM a los hogares por finalidades, la fortaleza del endeudamiento de este sector siguió siendo atribuible, principalmente, a la elevada demanda de préstamos para adquisición de vivienda (véase gráfico 16), que se vio facilitado por los reducidos tipos de interés en toda la zona del euro y la vigorosa evolución del mercado de la vivienda en muchas regiones, lo que generó elevadas necesidades de financiación (véase la sección 2.3 de este capítulo). Además, los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios del Eurosistema indican que el persistente y acusado crecimiento de los préstamos para adquisición de vivienda también estuvo relacionado con la relajación de los criterios de aprobación del crédito aplicados por las entidades de crédito. Las entidades participantes en la encuesta señalaron que la competencia de otras entidades y de entidades no bancarias, así como la percepción de menores riesgos en cuanto a las expectativas relativas a la actividad económica en general, fueron los principales factores determinantes de la relajación de los citados criterios. Las variaciones en los criterios de concesión consistieron, en su mayor parte, en la reducción de los márgenes de

Gráfico 17 Tipos de interés aplicados a los préstamos a hogares y a sociedades no financieras

(en porcentaje, excluidas las comisiones; tipos de interés ponderados de las nuevas operaciones)



Fuente: BCE.

Notas: Para el período posterior a diciembre del 2003, los tipos de interés ponderados aplicados por las IFM se calculan utilizando las ponderaciones por países obtenidas a partir de la media móvil de doce meses de las nuevas operaciones. Para el período anterior, comprendido entre enero y noviembre del 2003, los tipos de interés ponderados aplicados por las IFM se calculan utilizando las ponderaciones por países obtenidas a partir de la media de las nuevas operaciones en el 2003. Para más información, véase el recuadro 3 del Boletín Mensual del BCE de agosto del 2004.

los préstamos ordinarios y en la prórroga de los plazos de vencimiento.

En la primavera del 2006, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a los hogares para adquisición de vivienda empezó a moderarse ligeramente, desde unas tasas superiores al 12% hasta el 9,5% de diciembre. Esta evolución fue acorde con el incremento de los tipos de interés de los préstamos hipotecarios durante el año, desde los muy reducidos niveles registrados en años anteriores (véase gráfico 17), en el contexto de las subidas de los tipos de interés oficiales del BCE y de los tipos de mercado. En diciembre del 2006, los tipos de interés de los nuevos préstamos a hogares se situaban entre 50 y 120 puntos básicos por encima de los niveles de finales de noviembre del 2005, antes de que el BCE empezara a elevar los tipos de interés oficiales en diciembre de ese año. Los

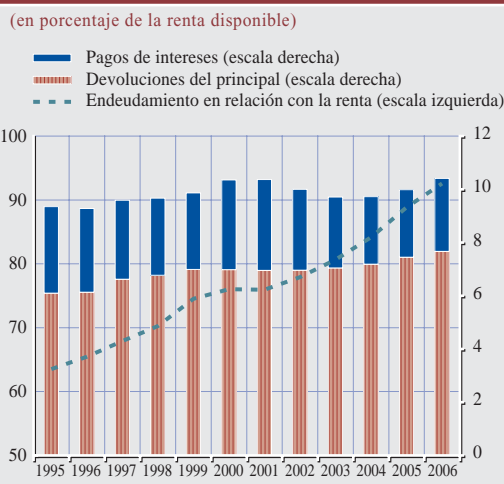
tipos de interés de los préstamos con período inicial de fijación del tipo más corto registraron un ascenso mayor que los de los préstamos con período inicial de fijación más largo. Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios del Eurosistema también indican que la demanda de préstamos para adquisición de vivienda se frenó, debido a unas perspectivas menos optimistas sobre el mercado de la vivienda en el segundo semestre del 2006, como quedó también reflejado en una leve reducción del crecimiento del precio de la vivienda y de la actividad en este mercado en algunos países de la zona del euro en las que previamente había sido intensa.

De forma similar a los préstamos para adquisición de vivienda, aunque a un nivel algo más reducido, la tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo se fortaleció de nuevo en torno a mediados de año, antes de desacelerarse ligeramente en el segundo semestre, y en diciembre se situó en el 7,8%. Según los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios del Eurosistema, la demanda de crédito al consumo resultó favorecida principalmente por la mejora de la confianza de los consumidores y el aumento del gasto en bienes de consumo duradero, aunque la importancia de este último factor disminuyó hacia finales de año. Por otra parte, los criterios de aprobación de los préstamos a hogares para consumo también se relajaron considerablemente en el 2006, lo que supuso que las condiciones de oferta del crédito mejoraron durante el año.

NUEVO AUMENTO DEL ENDEUDAMIENTO DE LOS HOGARES

Como consecuencia de la persistente e intensa evolución del crédito, el endeudamiento de los hogares en relación con la renta disponible aumentó de nuevo en el 2006 (véase gráfico 18). No obstante, el nivel de endeudamiento de este sector en la zona del euro siguió estando por debajo del de otros países industrializados importantes, en particular Estados Unidos, Reino Unido y Japón. La carga financiera de los hogares (pagos de intereses más devoluciones del principal en relación con la renta disponi-

Gráfico 18 Endeudamiento y carga financiera de los hogares



Fuente: BCE.
Nota: Los datos correspondientes al 2006 son estimaciones.

ble) se incrementó levemente en el 2006, como consecuencia del todavía vigoroso crecimiento del crédito y de la moderada subida de los tipos de interés aplicados por las entidades a los préstamos.

El persistente incremento del endeudamiento de los hogares ha aumentado su exposición a variaciones en los tipos de interés, en la renta y en el precio de los activos. Al valorar estas cifras agregadas, se ha de señalar que representan medias del sector hogares consolidado y que difieren notablemente en los distintos países de la zona del euro, así como entre los hogares. A este respecto, el nivel de endeudamiento y la carga financiera son, por ejemplo, más elevados si el análisis se limita a aquellos hogares que realmente tienen una hipoteca pendiente de pago, y además pueden variar con diferentes niveles de renta: aunque, en términos absolutos, la mayor parte de la deuda corresponde a hogares con altos niveles de renta, que pueden tener mayor capacidad de resistencia a un deterioro de la situación macroeconómica y/o a unos tipos de interés más elevados, la carga financiera es claramente superior para los hogares con rentas bajas. Por último, parte de la incertidumbre está relacionada con el hecho de que el porcentaje de la deuda hipotecaria que está expuesto a cam-

bios en las condiciones vigentes de los tipos de interés depende de aspectos específicos de los contratos hipotecarios subyacentes, que difieren sustancialmente en los distintos países de la zona del euro.

PERSISTENCIA DEL REDUCIDO COSTE REAL DE LA FINANCIACIÓN EXTERNA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

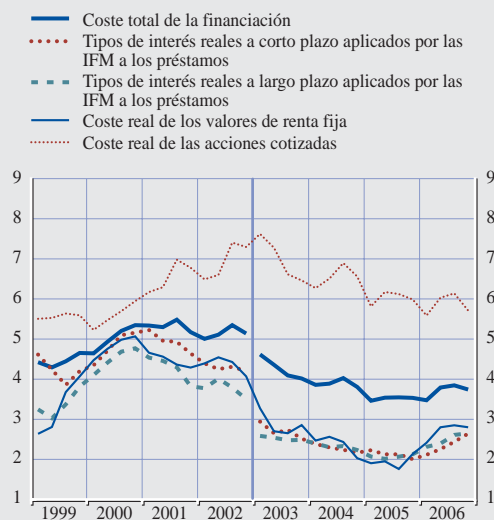
Las condiciones de financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro continuaron siendo favorables en el 2006, respaldando con ello el crecimiento económico. Esto quedó reflejado tanto en el coste reducido de la financiación como en la facilidad de acceso a las fuentes de financiación. En particular, las sociedades no financieras incrementaron su financiación bancaria, mientras que la emisión de instrumentos de renta fija fue más moderada. A pesar de la reciente recuperación de las ratios de deuda y de los pagos netos por intereses, la situación financiera de este sector siguió siendo positiva en el 2006, principalmente como consecuencia de una elevada rentabilidad, junto con un coste de financiación todavía bajo.

Tras la subida de los tipos de interés oficiales del BCE en el 2006, el coste real total de la financiación externa para las sociedades no financieras aumentó, aunque se mantuvo en niveles bajos en términos históricos (véase gráfico 19)⁶.

En cuanto a los componentes del coste de la financiación, los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos concedidos a las sociedades no financieras aumentaron en el 2006, tanto en términos reales como nominales (véase gráfico 17). La subida de los tipos de interés del mercado monetario –que fue de 155 puntos básicos entre septiembre del 2005 y diciembre del 2006 en el caso del EURIBOR a tres meses–, se ha transmitido, en general, a los préstamos de las IFM. Los tipos de interés aplicados por estas instituciones a los préstamos sin fijación del tipo y un período inicial de fijación hasta un año se incrementaron de 125 a 155 puntos básicos, aproximadamente, en ese mismo período, aunque se ha de tener presente que persiste cierta disper-

Gráfico 19 Coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro

(en porcentaje)



Fuentes: BCE, Thomson Financial Datastream, Merrill Lynch y Consensus Economics Forecast.

Notas: El coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro se calcula como la media ponderada del coste de los préstamos bancarios, el coste de los valores distintos de acciones y el coste del capital, basados en sus respectivos saldos vivos y deflactados por las expectativas de inflación (véase el recuadro 4 del Boletín Mensual del BCE de marzo del 2005). La introducción de los tipos de interés armonizados aplicados por las IFM a comienzos de 2003 supuso una ruptura estadística de las series.

sión entre países (véase recuadro 2). La mayor parte de los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM ha seguido también la trayectoria al alza de los tipos de interés de mercado a plazos similares. Estas subidas, de 60 a 135 puntos básicos, aproximadamente, han seguido la evolución de los tipos de interés a largo plazo de mercado, por lo que los diferenciales bancarios se han mantenido en niveles reducidos.

Aunque el coste real de los valores de renta fija para las sociedades no financieras se incrementó más que el coste de la financiación bancaria en el 2006, también se ha mantenido relativamente bajo. Los diferenciales de los valores

6 El coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras se calcula ponderando las distintas fuentes de financiación externa a partir de sus saldos vivos (corregidos por los efectos de valoración). Para una descripción detallada de esta medida, véase el recuadro titulado «Medida del coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro», en el Boletín Mensual del BCE de marzo del 2005.

de renta fija privada con calificación BBB fluctuaron en torno a una media de aproximadamente 75 puntos básicos en el 2006. Es probable que el bajo nivel de los diferenciales sea consecuencia del reducido riesgo de crédito, respaldado por la escasa volatilidad del precio de los activos y la fortaleza de los beneficios empresariales⁷. A pesar de unos resultados relativamente positivos en el 2006, es posible que, de cara al futuro, sea necesaria cierta cautela, dado que se han observado algunas señales de empeoramiento en el entorno empresarial general y en el mercado de crédito. Ciertamente, hay indicaciones de que la financiación mediante deuda del creciente número de operaciones de fusión y adquisición y de recompra con apalancamiento financiero, así como de recompra de acciones y de pagos de dividendos especiales, pueden causar un impacto adverso sobre la sostenibilidad de los niveles de endeudamiento de las empresas⁸.

El coste real de las acciones cotizadas de las sociedades no financieras registró algunas fluctuaciones en el 2006 pero, en general, se situó en niveles similares a los del 2005, a pesar de la recuperación de las cotizaciones bursátiles. El coste de la financiación mediante acciones sigue estando considerablemente por encima del de otras modalidades de financiación, aunque el diferencial de costes se ha estrechado ligeramente, también como consecuencia del aumento del coste de la financiación mediante deuda en el 2006.

7 Véase el recuadro titulado «Perspectivas de los diferenciales de crédito de las empresas en la zona del euro», en el Boletín Mensual del BCE de noviembre del 2006.

8 Véase el recuadro titulado «Tendencias recientes en las operaciones de recompra de empresas con apalancamiento financiero en la zona del euro», en el Boletín Mensual del BCE de diciembre del 2006.

Recuadro 2

DISPERSIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS EN LOS MERCADOS BANCARIOS MINORISTAS DE LOS PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO

A pesar de la notable convergencia de los tipos de interés en el período previo a la consecución de la UEM, los tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos de los hogares y de las sociedades no financieras y a los préstamos concedidos a estos sectores todavía difieren en los países de la zona del euro. Los mercados bancarios minoristas se encuentran entre los mercados más fragmentados del sistema financiero de la zona¹. Este recuadro tiene por objeto explicar las diferencias entre países y presentar algunas de sus causas. La comprensión de estas diferencias proporciona información adicional para interpretar la evolución de la zona del euro y valorar el posible impacto de las decisiones de política monetaria sobre las diversas economías de la zona. Las entidades de crédito desempeñan un papel fundamental en el sistema financiero y, por consiguiente, influyen en las decisiones de ahorro, financiación y gasto de los hogares y de las sociedades no financieras.

Gran parte del análisis realizado se basa en un informe elaborado por el Comité de Política Monetaria y el Comité de Estadísticas del Eurosistema y que se publicó en septiembre del 2006². Desde entonces se publica conjuntamente una selección de los tipos de interés aplicados por las IFM por países que puede consultarse en las direcciones en Internet del BCE y de los BCN de la zona del euro. Tomando como base esta selección, la comparación que se realiza en este

1 Véase, por ejemplo, el informe titulado «Indicators of financial integration in the euro area», BCE, 29 de septiembre de 2006.

2 Véase el informe titulado «Differences in MFI interest rates across euro area countries», BCE, 20 de septiembre de 2006.

Variaciones entre países en los tipos de interés aplicados por las IFM a las nuevas operaciones ^{1), 2)}

(coeficiente de variación entre países; media enero 2003-diciembre 2006)

Depósitos de los hogares		
Depósitos a la vista		0,51
Depósitos a plazo hasta un año		0,08
Depósitos de las sociedades no financieras		
Depósitos a la vista		0,43
Depósitos a plazo hasta un año		0,03
Préstamos a hogares		
Descubiertos en cuenta		0,17
Préstamos para consumo	Sin fijación del tipo y período inicial de fijación del tipo inferior o igual a un año	0,26
	Con período inicial de fijación del tipo de más de un año y hasta cinco años	0,15
	Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	0,12
Préstamos para adquisición de vivienda	Sin fijación del tipo y período inicial de fijación del tipo inferior o igual a un año	0,10
	Con período inicial de fijación del tipo de más de un año y hasta cinco años	0,09
	Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años	0,07
	Con período inicial de fijación del tipo de más de diez años	0,07
Préstamos a sociedades no financieras		
Descubiertos en cuenta		0,20
Préstamos hasta un millón de euros	Sin fijación del tipo y período inicial de fijación del tipo inferior o igual a un año	0,11
	Con período inicial de fijación del tipo de más de un año y hasta cinco años	0,07
	Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	0,07
Préstamos por importe superior a un millón de euros	Sin fijación del tipo y período inicial de fijación del tipo inferior o igual a un año	0,08
	Con período inicial de fijación del tipo de más de un año y hasta cinco años	0,11
	Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	0,09

Fuente: BCE.

1) El coeficiente de variación se calcula como la desviación típica dividida por el tipo de interés de la zona del euro. La desviación típica se calcula como la raíz cuadrada de la varianza ponderada de los tipos de interés nacionales aplicados por las IFM con respecto al tipo de interés de la zona del euro. La varianza ponderada es el cuadrado de la desviación entre los tipos de interés aplicados por las IFM a escala nacional y de la zona del euro, calculada en función de la participación nacional en el volumen de operaciones de la zona del euro para una categoría determinada de instrumentos.

2) En este cuadro se presenta un subconjunto de los coeficientes de variación de los tipos de interés aplicados por las IFM de la zona del euro a las nuevas operaciones, que pueden consultarse en la dirección del BCE en Internet.

recuadro se refiere principalmente a los diez tipos de interés relativos a las nuevas operaciones, ya que se recopilan para el mismo período de referencia en los distintos países.

En el cuadro anterior se muestra la dispersión relativa del nivel de los tipos de interés aplicados por las IFM en los distintos países, medida por el coeficiente de variación. El mayor grado de dispersión corresponde a los tipos de interés de los depósitos a la vista, y es considerablemente inferior para los depósitos a plazo hasta un año. En cuanto a los préstamos, los descubiertos en cuenta y los préstamos a hogares para consumo presentan las mayores diferencias entre países, mientras que la dispersión de los tipos de interés de los préstamos a las sociedades no financieras y de los préstamos para adquisición de vivienda es menor. Además, en la mayoría de las categorías, la dispersión de los nuevos préstamos sin fijación del tipo de interés y un período inicial de fijación del tipo inferior o igual a un año tiende a ser algo superior a la de los nuevos préstamos con períodos iniciales de fijación más largos.

Existen muchas explicaciones posibles a las diferencias de los tipos de interés aplicados por las IFM en los distintos países, entre las que se encuentran la competencia de mercado, diversas primas de riesgo (por ejemplo, el riesgo de crédito o el riesgo de prepago), las características de las entidades de crédito y determinantes de carácter cíclico como el ciclo económico, la evolución de la oferta de depósitos y de la demanda de crédito, o la dinámica de los precios

de la vivienda. Un estudio reciente sugiere que las divergencias en los tipos de interés se deben a que los productos bancarios nacionales son distintos o a que se diferencian por factores nacionales³. Las diferencias en la media de los períodos de fijación inicial del tipo pueden constituir una explicación de la dispersión de los tipos de interés aplicados por las IFM observada en diversas categorías de préstamos. Además, al comparar individualmente los tipos de interés nacionales aplicados por estas instituciones se ha de tener presente que el volumen de operaciones varía considerablemente en los distintos países y que, en algunos, determinados mercados son muy pequeños o prácticamente inexistentes⁴. En estos casos, los volúmenes subyacentes de las nuevas operaciones pueden ser muy volátiles y los tipos de interés pueden reflejar operaciones ocasionales autorizadas en condiciones atípicas.

En el resto de este recuadro se consideran con más detalle los diversos segmentos de mercado, centrandose especialmente la atención en la influencia de la heterogeneidad de productos, en las diferencias institucionales derivadas de los marcos reguladores y fiscales, y cuestiones relacionadas con la medición.

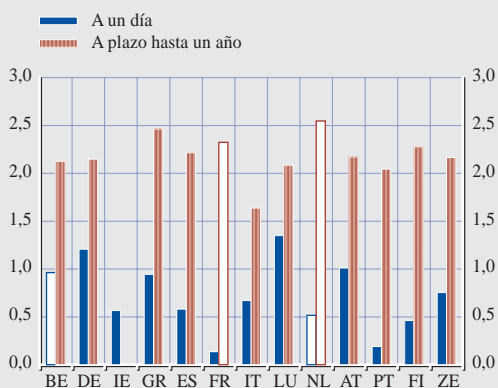
Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos de los hogares

Con frecuencia, las diferencias entre países observadas en los tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos de los hogares pueden estar asociadas a divergencias en las características de los productos, como el grado de liquidez y la estructura de rendimientos de los depósitos, la regulación del mercado y las prácticas comerciales. Otros factores importantes tienen su origen en las diferencias en el marco fiscal (como cuentas con bonificaciones fiscales en algunos países) aunque resulta difícil establecer un vínculo causal directo.

Las divergencias en los tipos de interés de los depósitos a la vista son especialmente pronunciadas. En algunos países, las IFM prácticamente no remuneran estos depósitos, mientras que, en otros, los depositantes pueden percibir, en promedio, más del 1,30% de sus saldos (véase gráfico A). Esta considerable dispersión puede deberse al hecho de que las entidades de crédito aplican estrategias diferentes para determinar el precio de las cuentas corrientes y de servicios relacionados. Por ejemplo, algunas entidades pueden ofrecer un tipo de interés más alto para los depósitos a la vista, pero cobran comisiones elevadas por los servicios de cuentas corrientes o, por el contrario, pueden ofre-

Gráfico A Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos de los hogares^{1) 2)}

(en porcentaje; media enero 2003-diciembre 2006)



Fuente: BCE.

1) La abreviatura «ZE» se refiere al tipo de interés medio ponderado de la zona del euro.

2) Las barras en blanco indican los países en los que la categoría de tipo de interés tiene poca importancia en el contexto de la zona del euro. Para más información sobre los criterios que determinan esta importancia para la zona del euro, véase la publicación del BCE citada en la nota 2 de este recuadro.

3 Las diferencias nacionales pueden explicarse, en parte, por las variables que reflejan las características de los depositantes y prestatarios de cada país y por las características de los sistemas bancarios (véase M. Afinito y F. Farabullini, «An empirical analysis of national differences in the retail bank interest rates of the euro area», Temi di Discussione n.º 589, Banca d'Italia, mayo del 2006). En el Apéndice II del Informe Provisional II sobre «Current accounts and related services», Comisión Europea, 17 de julio de 2006, figura una detallada comparación entre países de los tipos de interés aplicados por las IFM.

4 Por ejemplo, el informe del BCE citado en la nota 2 documenta las diferencias entre países en el predominio de préstamos sin fijación del tipo o préstamos con distintos períodos de fijación del tipo.

cer intereses más bajos y cobrar menos comisiones. Los datos recopilados por la Comisión Europea en su investigación sectorial sobre la banca minorista muestran que este podría ser el caso en determinados países de la zona del euro, aunque, en algunos, unos tipos de interés reducidos de los depósitos se asocian a comisiones elevadas⁵.

Además, la creciente popularidad de las cuentas electrónicas y de otros depósitos de alta rentabilidad en algunos países –que permiten la retirada de fondos en un día pero no pueden utilizarse para efectuar pagos– puede originar una tendencia a subir los tipos de interés de los depósitos a la vista⁶.

Una excepción reseñable a las pronunciadas diferencias entre países en los tipos de interés aplicados a los depósitos de los hogares la constituyen los depósitos a plazo hasta un año, que son más homogéneos.

Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para consumo

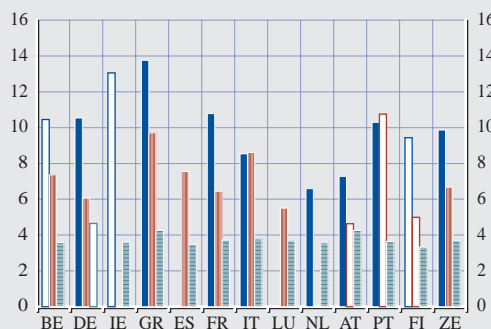
En cuanto a los tipos de interés de los préstamos, los aplicados a los préstamos a hogares para consumo muestran el mayor nivel de dispersión. En particular, los tipos de interés de los descubiertos en cuenta varían notablemente, desde menos del 7% hasta el 13,5% o más (véase gráfico B). Las diferencias entre países en lo que respecta a otras modalidades de préstamos para consumo son menos pronunciadas, pero siguen siendo considerables.

Existen importantes diferencias no sólo en el tamaño del mercado del crédito al consumo, sino también en la variedad de productos que se ofertan (incluidas las prácticas relativas al uso de garantías), en la concesión de créditos mediante tarjetas de crédito, en el entorno del mercado, particularmente en términos de influencia de prestamistas especializados, así como en los períodos iniciales de fijación del tipo de interés⁷. En general, estos factores también pueden quedar reflejados, al menos en parte, en las divergencias entre países en los tipos de interés aplicados por las IFM. Por ejemplo, las diferencias en el tratamiento estadístico del crédito concedido mediante tarjeta de crédito en los datos actuales puede causar un efecto porque los tipos de interés de dichos créditos suelen ser sustancialmente más elevados que los de otros préstamos al consumo. Además, las características de los descubiertos en cuenta y de los préstamos concedidos mediante líneas de crédito difieren entre países.

Gráfico B Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a los hogares¹⁾

(en porcentaje; media enero 2003-diciembre 2006)

- Descubiertos en cuenta
- Préstamos para consumo con período inicial de fijación del tipo de más de un año y hasta cinco años
- Préstamos para adquisición de vivienda sin fijación del tipo y período inicial de fijación inferior o igual a un año



Fuente: BCE.

1) Véanse las notas del gráfico A.

5 Véase «Report on the retail banking sector inquiry», Comisión Europea, Staff Working Document, SEC(2007) 106, 31 de enero de 2007.

6 Véase, por ejemplo, el recuadro titulado «Factores que explican el intenso crecimiento de M1», en el Boletín Mensual del BCE de abril del 2006.

7 Véase, por ejemplo, K. Lannoo, R. Ayadi y C. Selosse, «Consumer credit in Europe: riding the wave», Mercer Oliver Wyman e European Credit Research Institute, noviembre del 2005.

Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda

Aunque los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda muestran algunos de los niveles más bajos de dispersión por países (véase gráfico B), la comparación con Estados Unidos sugiere que la dispersión de los tipos de interés de los préstamos hipotecarios entre las regiones de ese país es menor que entre los países de la zona del euro⁸. Estudios recientes de los mercados hipotecarios europeos subrayan las grandes diferencias en las gamas de productos y en los marcos fiscales y reguladores, factores que probablemente expliquen muchas de las divergencias observadas en los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda⁹.

Un destacado factor está relacionado con las diferencias en el período inicial de fijación del tipo de interés, que hace que los tipos observados aplicados a los préstamos sean sensibles a la inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos. En algunos países, también puede ser importante el predominio de planes de financiación de la vivienda específicos. Es probable que los marcos fiscal y regulador de un país afecten más a los préstamos hipotecarios (que a otras modalidades de préstamo), debido a la importancia que generalmente se concede a la vivienda en propiedad¹⁰.

Además, dado que la mayor parte de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda están garantizados con bienes inmuebles, las divergencias en los tipos de interés pueden estar relacionadas, en cierta medida, con las diferencias en la evolución esperada del mercado inmobiliario. Las diferencias en la dinámica de los precios de los inmuebles residenciales también pueden haber influido en el valor de la garantía de los préstamos.

Por último, las prácticas de financiación en la zona del euro también siguen estando bastante fragmentadas, y varían desde la financiación mediante depósitos hasta la financiación a través de instrumentos de renta fija tipo Pfandbrief y bonos de titulización hipotecaria, frente al mercado hipotecario estadounidense, centrado en torno a las entidades de crédito hipotecario.

Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a las sociedades no financieras

El nivel de dispersión de los tipos de interés aplicados a los descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras es uno de los más altos (y superior al de los descubiertos en cuenta de los hogares), como se muestra en el gráfico C. La dispersión de los tipos de interés de otras modalidades de crédito a este sector es considerablemente inferior y ciertamente se encuentra entre las más bajas de todas las categorías de préstamos, aunque en algunos casos es algo más elevada que la de los préstamos para adquisición de vivienda. Los principales motivos de estas divergencias entre países incluyen diversos aspectos de la heterogeneidad de los productos y los entornos empresariales específicos en los que operan las sociedades no financieras (esto es, que dependen del tamaño de la empresa).

Subsisten diferencias en las prácticas relativas a las garantías, no sólo en lo que respecta a los préstamos, sino también a los descubiertos en cuenta. En algunos países, los descubiertos en

⁸ Véase el recuadro titulado «Comparación interregional de los tipos hipotecarios en la zona del euro y en Estados Unidos», en el Informe Anual 2005 del BCE.

⁹ Por ejemplo, «The costs and benefits of integration of EU mortgage markets», informe de London Economics para la Comisión Europea, agosto del 2005.

¹⁰ Los mercados bancarios minoristas son una de las prioridades de la política de servicios financieros de la Comisión Europea hasta el 2010, como se señala en el Libro Blanco sobre la política de servicios financieros 2005-2010.

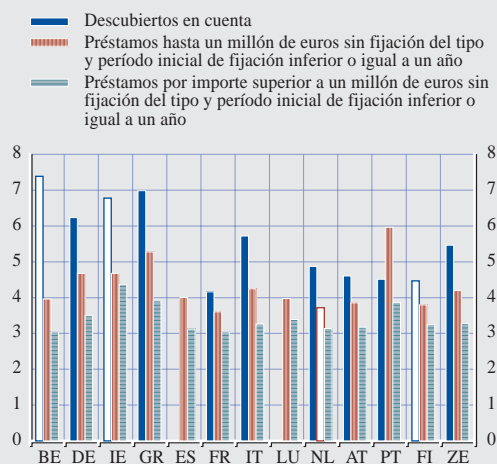
cuenta normalmente carecen de garantías mientras que, en otros, con frecuencia están garantizados (por ejemplo, con facturas o con parte de la cartera de la empresa). Además, un tipo de interés elevado aplicado a los descubiertos en cuenta puede deberse a que éstos no están autorizados y a la inclusión de una penalización en el tipo de interés. Las entidades de crédito también pueden considerar que el recurso a este tipo de crédito es una señal de una gestión inadecuada del efectivo por parte de la empresa y, por consiguiente, cobran un tipo de interés más alto con el fin de compensar el mayor riesgo percibido.

Además, en el caso de los préstamos (distintos de los descubiertos en cuenta) existen diferencias en el período medio de fijación inicial del tipo de interés en una categoría de instrumentos. Dado que la inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos suele ser ascendente, es probable que los tipos de interés sean más elevados en los países en los que el período medio de fijación inicial del tipo esté más próximo al límite superior de una categoría de instrumentos determinada. Una cuestión relacionada es el posible impacto del método de agregación sobre los tipos de interés de las nuevas operaciones, ya que los préstamos a corto plazo tienden a concederse con más frecuencia que los préstamos a largo plazo.

Por último, es probable que otros factores importantes incluyan algunas características específicas del entorno de mercado de los préstamos a las sociedades no financieras, en particular, el tamaño de la empresa, el acceso a la financiación no bancaria, los tipos de prestamistas y la banca personalizada.

Gráfico C Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a las sociedades no financieras ¹⁾

(en porcentaje; media enero 2003-diciembre 2006)



Fuente: BCE.
1) Véanse las notas del gráfico A.

NUEVO AUMENTO DE LA DEMANDA DE FINANCIACIÓN EXTERNA POR PARTE DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

Las sociedades no financieras aumentaron de nuevo su demanda de financiación externa en el 2006.

La demanda de financiación externa se incrementó a pesar de la abundancia de autofinanciación. La rentabilidad de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro continuó siendo elevada en el 2006, como indica, por ejemplo, los ingresos netos en relación con las ventas (véase gráfico 20)⁹. Las ratios de beneficios aumentaron, especialmente en los transportes y en las comunicaciones, mientras que el

alza de los beneficios de los sectores mayorista y minorista continuó siendo inferior al incremento medio de todas las sociedades no financieras cotizadas. Esta evolución puede deberse al moderado crecimiento del consumo privado en la zona del euro.

A finales del 2006, la tasa de crecimiento interanual real de la financiación de las sociedades no financieras se elevó hasta el 4,5%, desde el 1,2% de finales del 2004. Esta evolución se vio impulsada, principalmente, por un fuerte

⁹ Véase también el recuadro titulado «Rentabilidad y evolución del apalancamiento de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro», en el Boletín Mensual del BCE de junio del 2006.

Gráfico 20 Ratios de beneficios de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro

(en porcentaje)

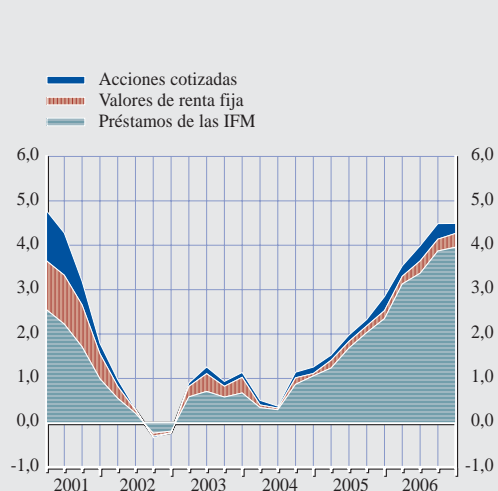


Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

Notas: El cálculo se basa en los estados financieros trimestrales agregados de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro. Los valores atípicos se han eliminado de la muestra. El resultado de explotación se define como las ventas menos los gastos de explotación; el resultado neto es el resultado de explotación más otros ingresos y gastos, entre los que se incluyen impuestos y resultados extraordinarios.

Gráfico 21 Detalle de la tasa de crecimiento interanual real de la financiación externa de las sociedades no financieras ¹⁾

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

1) La tasa de crecimiento interanual real se define como la diferencia entre la tasa de crecimiento interanual registrada y la tasa de crecimiento del deflactor del PIB.

aumento de la contribución de los préstamos concedidos por las IFM, mientras que el incremento de la contribución de los valores de renta fija y de las acciones cotizadas fue más moderado (véase gráfico 21).

El sólido crecimiento de los préstamos de las IFM a todos los plazos de vencimiento continuó en el 2006 y, en diciembre, los préstamos de este sector a las sociedades no financieras crecieron a una tasa interanual del 13% en términos nominales. Aunque estos niveles de la tasa de crecimiento interanual no se habían registrado desde la introducción del euro, en 1999, se ha de tener presente que la evolución de los préstamos bancarios a las sociedades no financieras también ha sido sólida en otras economías importantes, particularmente en Estados Unidos, donde el crecimiento del crédito bancario ha sido aún más elevado en los últimos años. Según la valoración de las entidades de crédito en la encuesta sobre préstamos bancarios del Eurosistema, la relevancia de las necesidades de financiación

relacionadas con la actividad económica real –concretamente para existencias, activo circulante y activo fijo– como factor determinante del persistente fortalecimiento de la demanda de préstamos en la zona del euro en el 2006 ha aumentado gradualmente. No obstante, otros aspectos de carácter más financiero, como las necesidades de financiación de las operaciones de fusión y adquisición, también han seguido contribuyendo a la demanda neta de préstamos. La relajación de las condiciones de oferta de los préstamos bancarios en los últimos años puede haber actuado como factor impulsor adicional de la actual trayectoria del crédito empresarial.

En contraposición a la fortaleza de la financiación bancaria, la financiación de mercado, a través de valores tanto de renta fija como variable, se mantuvo relativamente reducida. La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras que, en promedio, se situó en torno al 4% en el 2006, continuó siendo comparativa-

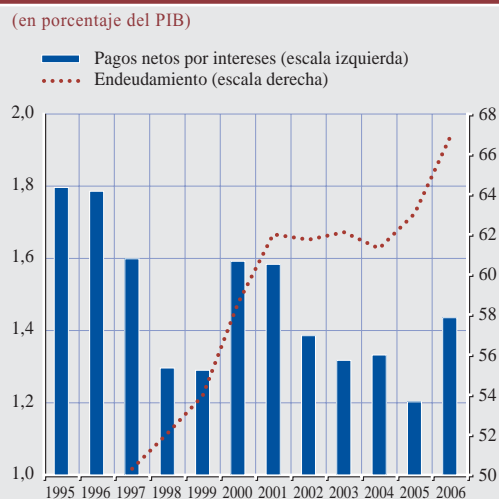
mente moderada, al igual que en años anteriores. Es probable que esta evolución se deba al mayor incremento del coste de la financiación mediante valores de renta fija en comparación con la financiación bancaria en el 2006, así como a la sustitución de los valores distintos de acciones por préstamos para financiar las operaciones de fusión y adquisición. Se dispone de evidencia de que el aumento de estas operaciones se está financiando principalmente con préstamos bancarios sindicados en lugar de valores distintos de acciones, a los que se recurrió con más frecuencia en periodos anteriores para financiar estas operaciones.

La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras mostró cierta tendencia a aumentar en el 2006 pero, en general, se mantuvo contenida. Es probable que la moderada contribución de la emisión neta de acciones cotizadas a la financiación neta del sector empresas de la zona del euro esté relacionada con un coste real de las acciones considerablemente superior al de la financiación mediante deuda. Este reducido crecimiento también puede deberse a la persistente popularidad de los programas de recompra de acciones. Al mismo tiempo, la emisión bruta ha experimentado un ligero incremento últimamente, respaldada por la evolución de las ofertas públicas iniciales y secundarias. En general, el repunte de la emisión bruta de acciones por parte de las sociedades no financieras probablemente esté asociado a la recuperación del crecimiento económico en la zona del euro¹⁰.

AUMENTO DEL ENDEUDAMIENTO DE LAS EMPRESAS

En cuanto a la evolución de la situación patrimonial de las sociedades no financieras de la zona del euro, el pronunciado aumento de la financiación mediante deuda de este sector ha supuesto la continuación del incremento del endeudamiento en relación con el PIB en el 2006. Tras un período de consolidación, la ratio de endeudamiento de las sociedades no financieras es actualmente más elevada que las registradas durante el anterior período de valores máximos, en el 2003, que siguió a un acusado

Gráfico 22 Ratios de endeudamiento y pagos netos por intereses del sector de sociedades no financieras



Fuente: BCE y Eurostat.
Notas: Los datos para 2006 son estimaciones.

incremento del endeudamiento en la segunda mitad de la década de los noventa.

Los pagos netos por intereses de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras y los percibidos por los depósitos mantenidos en estas instituciones en porcentaje del PIB descendieron considerablemente en la primera mitad de la década de los noventa, y se situaron en un nivel relativamente reducido en el 2005. La evolución reciente del endeudamiento, junto con la de los tipos de interés, dieron lugar a un pronunciado incremento de la carga de intereses de las sociedades no financieras en el 2006.

2.3 EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS Y COSTES

En el 2006, la tasa media de inflación medida por el IAPC general de la zona del euro se mantuvo en el 2,2%, sin cambios en relación con el 2005. Pese a esta estabilidad general, las tasas de inflación interanual mostraron a lo largo del año una considerable variabilidad, relacionada,

¹⁰ Véase el artículo titulado «Emisión de acciones en la zona del euro», en el Boletín Mensual del BCE de mayo del 2006.

en gran medida, con la evolución de los precios de la energía. Persistieron algunas presiones latentes adicionales, derivadas, en particular, del fuerte aumento observado en los precios de las materias primas no energéticas en los mercados internacionales. En consecuencia, la inflación de los precios de los bienes intermedios se elevó de forma significativa en el 2006. Más adelante en la cadena de producción, cierta tendencia al alza de los precios industriales de los bienes de consumo podría señalar la aparición de posibles efectos indirectos de anteriores subidas de los precios de las materias primas, aunque estos efectos todavía permanecen moderados. Por último, la contención de los costes laborales en el 2006 siguió influyendo favorablemente en la moderación general de las presiones inflacionistas, a la que contribuyó también la apreciación del euro.

LA EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DE LA ENERGÍA INFLUYÓ ACUSADAMENTE EN LA INFLACIÓN

Las fluctuaciones a corto plazo de los precios del petróleo y los efectos de base derivados de la evolución anterior de los precios de la energía contribuyeron notablemente al perfil de la inflación medida por el IAPC general en el 2006 (véase gráfico 23).

El precio medio en euros de un barril de Brent aumentó alrededor de un 20% en el 2006, frente

al incremento de aproximadamente un 45% observado en el 2005 (véase cuadro 1). En el 2006, también mostraron una considerable volatilidad los precios del petróleo, que subieron en el primer semestre del año, hasta alcanzar máximos históricos en agosto, para luego bajar de forma acusada. El descenso de los precios del petróleo estuvo acompañado por una rápida caída de los precios de consumo de los productos energéticos derivados del petróleo. Por otro lado, las repercusiones sobre los precios parecen haber sido potenciadas por una sensible reducción del margen del refino de gasolina¹¹. La contribución de la subida de los precios de la energía a la tasa de inflación medida por el IAPC general, particularmente importante en el primer semestre del 2006, disminuyó sustancialmente en el segundo semestre del año (véase gráfico 24). Los pronunciados aumentos de los precios de la energía registrados en el 2005 produjeron efectos de base favorables durante la mayor parte del 2006¹².

11 Véase el recuadro titulado «Evolución reciente de los precios del petróleo y de la gasolina», en el Boletín Mensual del BCE de noviembre del 2006.

12 Véase el recuadro titulado «Incidencia de los efectos de base en la evolución reciente y futura de la inflación medida por el IAPC», en el Boletín Mensual del BCE de enero del 2007.

Cuadro 1 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2004	2005	2006	2005 IV	2006 I	2006 II	2006 III	2006 IV	2007 Ene.	2007 Feb.
IAPC y sus componentes										
Índice general ¹⁾	2,1	2,2	2,2	2,3	2,3	2,5	2,1	1,8	1,8	1,8
Energía	4,5	10,1	7,7	11,1	12,2	11,6	6,3	1,5	0,9	.
Alimentos elaborados	3,4	2,0	2,1	2,2	2,0	2,2	2,1	2,2	2,2	.
Alimentos no elaborados	0,6	0,8	2,8	1,4	1,4	1,6	3,9	4,1	3,7	.
Bienes industriales no energéticos	0,8	0,3	0,6	0,4	0,3	0,7	0,7	0,8	0,9	.
Servicios	2,6	2,3	2,0	2,1	1,9	2,0	2,0	2,1	2,3	.
Otros indicadores de precios y costes										
Precios industriales ²⁾	2,3	4,1	5,1	4,4	5,2	5,8	5,4	4,1	2,9	.
Precios del petróleo (euro/barril) ³⁾	30,5	44,6	52,9	48,6	52,3	56,2	55,7	47,3	42,2	44,9
Precios de las materias primas ⁴⁾	10,8	9,4	24,8	23,2	23,6	26,2	26,6	23,0	15,6	.

Fuentes: Eurostat, Thomson Financial Datastream, Hamburg Institute of International Economics y cálculos del BCE.

1) La inflación medida por el IAPC de febrero del 2007 corresponde a la estimación preliminar de Eurostat.

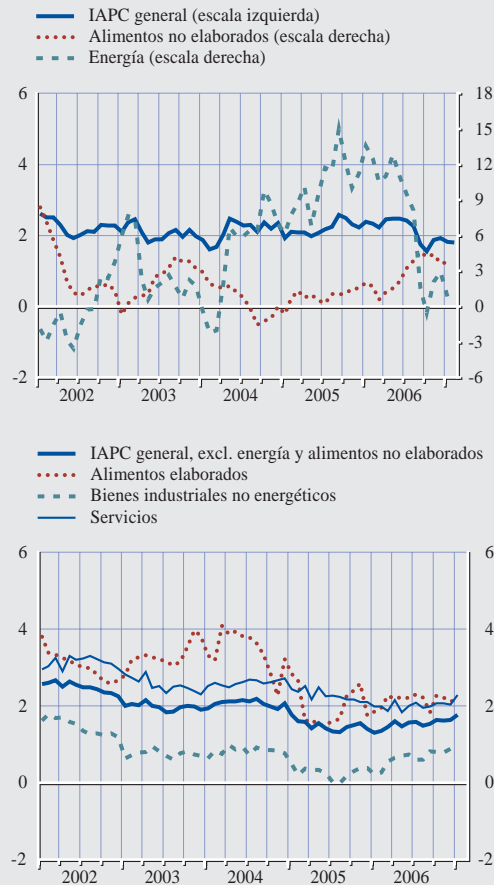
2) Excluida la construcción.

3) Brent (para entrega en un mes).

4) Excluida la energía; en euros.

Gráfico 23 Principales componentes del IAPC

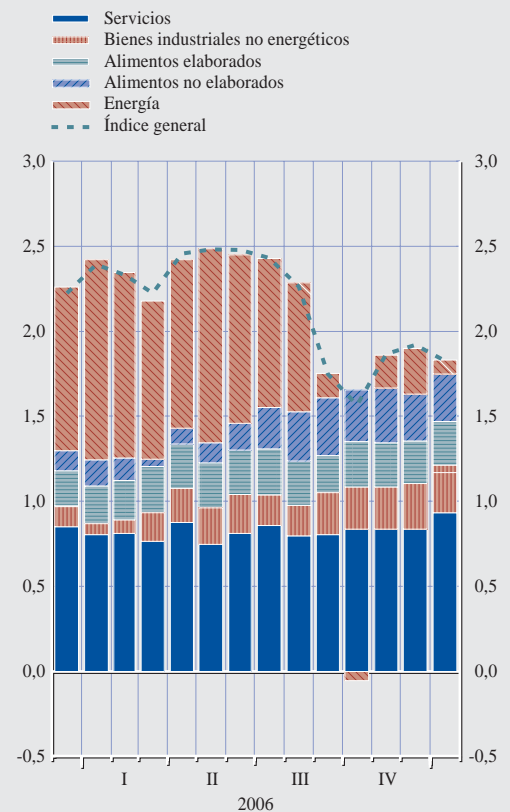
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

Gráfico 24 Contribuciones al IAPC, por componentes

(contribuciones anuales en puntos porcentuales; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE

Nota: Debido al redondeo, la suma de las contribuciones puede no coincidir con el índice general.

La contribución de los precios de los alimentos no elaborados a la tasa de inflación, medida por el índice general, fue mucho mayor en el 2006 que en años anteriores, debido a la fuerte tendencia alcista observada en el tercer y cuarto trimestres, como consecuencia de las condiciones atmosféricas que padecieron la mayor parte de los países de Europa en el verano y que afectaron al suministro de frutas y hortalizas. Además, también aumentó la contribución de los precios de la carne a lo largo del año.

En el 2006, la tasa de crecimiento interanual del IAPC, excluidos la energía y los alimentos no elaborados, se situó, en promedio, en el 1,5%, prácticamente el mismo nivel que en el

2005, aunque registró una ligera subida en el transcurso del año, desde un 1,4% en el primer trimestre hasta un 1,6% en el cuarto. Esta tendencia al alza fue resultado, principalmente, del incremento de la tasa de crecimiento interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos, desde el 0,3% del primer trimestre hasta el 0,8% del cuarto, probable reflejo de la transmisión gradual de anteriores aumentos de los costes de las materias primas energéticas y no energéticas a los precios de consumo. La inflación de los precios de los servicios se mantuvo, en general, estable en torno al 2% en el 2006, pese a observarse cierta volatilidad a corto plazo derivada de algunos componentes del índice, como los precios de las vacaciones organizadas,

que se vieron afectados por las fechas de las vacaciones de primavera en ese año. En general, en el 2006 las presiones sobre los precios internos fueron moderadas y la transmisión de anteriores subidas de los precios del petróleo y de otras materias primas a los precios de consumo fue limitada.

particular, por los precios de la energía, y que la inflación se mantuviera de forma constante por encima del 2% en los tres primeros trimestres, las expectativas de inflación a largo plazo permanecieron ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios (véase recuadro 3).

Pese a que se produjeran en el 2006 importantes perturbaciones inflacionistas, provocadas, en

Recuadro 3

EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A LARGO PLAZO EN LA ZONA DEL EURO

El objetivo primordial de la política monetaria del BCE es el mantenimiento de la estabilidad de precios. A estos efectos, el Consejo de Gobierno del BCE trata de mantener a medio plazo la tasa de crecimiento interanual del IAPC de la zona del euro en un nivel inferior, pero próximo, al 2%. Para instrumentar una política monetaria eficiente, es preceptivo lograr la estabilización de las expectativas de inflación a largo plazo de los agentes económicos de la zona del euro en niveles compatibles con la estabilidad de precios. Aunque perturbaciones fuera del control de la política monetaria, como aumentos de los precios del petróleo, pueden influir a corto plazo en la inflación, y, por ende, en las expectativas de inflación a corto plazo, las expectativas de inflación a largo plazo deberían reflejar la medida en que los agentes creen que el BCE alcanzará su objetivo de estabilidad de precios. La credibilidad de la política monetaria contribuye a anclar las expectativas de inflación a largo plazo al objetivo. En este recuadro se describen los distintos indicadores de expectativas de inflación a largo plazo que se pueden utilizar para calibrar la credibilidad de la política monetaria de la zona del euro, y se analiza su evolución desde el 2001.

Distintos indicadores de expectativas de inflación a largo plazo

Dos tipos de indicadores proporcionan información sobre las expectativas de inflación a largo plazo de los agentes económicos de la zona del euro, los indicadores de las encuestas y los del mercado financiero, que difieren en cuanto a las medidas (directas o indirectas), los agentes considerados y el horizonte temporal utilizado¹. La información sobre las expectativas de inflación a largo plazo de la zona del euro procedente de las encuestas se obtiene actualmente de tres fuentes. En primer lugar, la encuesta a expertos en previsión económica (EPE), que el BCE viene realizando con periodicidad trimestral desde el 2001, recoge las expectativas de inflación a cinco años vista de los expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la UE². En segundo lugar, Consensus Economics publica dos veces al año las previsiones a largo plazo (de seis a diez años vista) de los expertos de entidades de crédito y otras instituciones financieras respecto a los precios de consumo de la zona del euro. Por último, el Barómetro de la Zona del Euro ofrece previsiones trimestrales de inflación para un horizonte temporal de hasta cuatro años.

1 Para más detalles, véase el artículo titulado «Indicadores de expectativas de inflación de la zona del euro», en el Boletín Mensual del BCE de julio del 2006.

2 Para los años 1999 y 2000, sólo se dispone de cifras anuales de las expectativas de inflación a largo plazo.

Las expectativas de inflación a largo plazo pueden obtenerse también de instrumentos de los mercados financieros. Las expectativas medias de inflación de los participantes en los mercados financieros para el plazo residual de un bono se pueden calcular como el diferencial entre el rendimiento de un bono estándar y el de un bono indiciado con la inflación con el mismo vencimiento. Esta medida se conoce como la tasa de inflación implícita. Otra medida de las expectativas de inflación a largo plazo procedente de los mercados financieros puede obtenerse de los *swaps* indicidos con la inflación con vencimientos comparables. Todos estos indicadores de los mercados financieros presentan la ventaja de estar disponibles en tiempo real para una amplia gama de posibles horizontes temporales de las expectativas. Sin embargo, no son, por lo general, medidas directas de las expectativas de inflación y pueden incorporar primas de riesgo no observables (en particular, primas de riesgo de inflación y de liquidez), además de que pueden, a veces, quedar distorsionados por factores técnicos de mercado. No obstante, en comparación con los indicadores de las encuestas, los indicadores de los mercados están relacionados más estrechamente con el comportamiento económico observado. En general, dado que sólo se dispone de indicadores imperfectos de las expectativas de inflación a largo plazo, es preferible basar el análisis en una combinación de estas medidas y contrastar los datos procedentes de distintas fuentes.

Evolución de las expectativas de inflación a largo plazo desde el 2001

El gráfico A presenta los indicadores de expectativas de inflación a largo plazo mencionados anteriormente. Pese a que se refieren a horizontes temporales diferentes, los indicadores ofrecen resultados similares. En particular, los indicadores de las encuestas muestran, en general, una notable estabilidad, manteniéndose en niveles inferiores pero cercanos al 2%. Las tasas de inflación implícitas evidencian una mayor volatilidad, alcanzando niveles superiores al 2%, aunque ello podría deberse al hecho de que no sólo reflejan las expectativas de inflación, sino que incluyen también una prima de riesgo de inflación positiva, pero que varía con el tiempo.

La estabilidad de los indicadores de expectativas medias de inflación de las encuestas es llamativa. Sin embargo, oculta revisiones periódicas de las previsiones individuales, que se compensan mutuamente. Por ejemplo, tal y como se aprecia en el gráfico B, los resultados de la EPE han experimentado un desplazamiento gradual en la distribución de frecuencia de las expectativas desde el 2001, lo que ha dado lugar a una menor desviación típica entre las respuestas individuales y a una mayor proporción de encuestados que sitúan sus expectativas de inflación a largo plazo en el 1,9% y el 2%. Al mismo tiempo, el porcentaje de encuestados que sitúan la inflación en niveles iguales o inferiores al 1,6% ha disminuido desde el 2001.

Gráfico A Indicadores de expectativas de inflación a largo plazo de la zona del euro

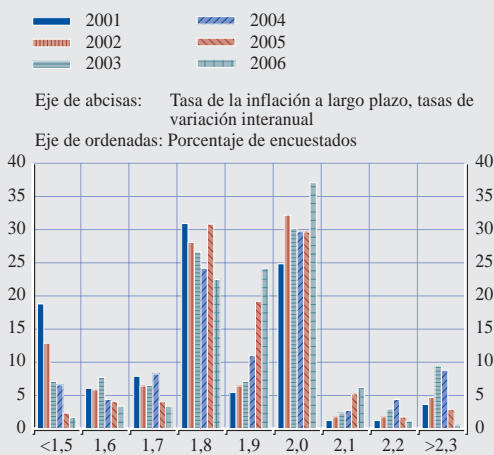
(tasas medias de variación interanual)



Fuentes: Consensus Economics, Barómetro de la Zona del Euro, BCE, Reuters y cálculos del BCE.

Nota: Hasta marzo del 2005, la tasa de inflación implícita a diez años se obtiene a partir de los bonos con vencimiento en el 2012, y después de marzo del 2005, de los bonos con vencimiento en el 2015. Los últimos datos de Consensus Economics corresponden al período 2012-2016, y los de la EPE y del Barómetro de la Zona del Euro, al año 2011.

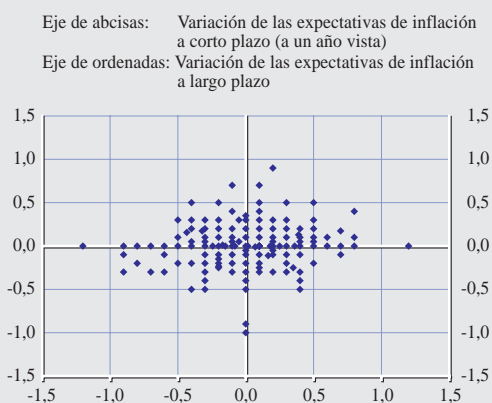
Gráfico B Distribución de frecuencia de las expectativas de inflación a cinco años vista entre los encuestados de la EPE (2001-2006)



Fuente: BCE.

Gráfico C Relación entre las revisiones de las expectativas de inflación a corto plazo y a largo plazo de la EPE (2001-2006)

(en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

La capacidad de un banco central para anclar las expectativas de inflación puede evaluarse observando la medida en que las expectativas de inflación a largo plazo responden a cambios en las expectativas de inflación a muy corto plazo. El gráfico C recoge las revisiones individuales de las expectativas de inflación a corto plazo (a un año vista) y a largo plazo (a cinco años vista) realizadas por los participantes en la EPE entre dos encuestas. El gráfico sugiere que existe una escasa correlación entre cambios en las previsiones de inflación a corto plazo y modificaciones de las expectativas de inflación a largo plazo. Pese a la existencia de varias perturbaciones alcistas de los precios a corto plazo (por ejemplo, subidas de los precios del petróleo, perturbaciones relacionadas con las condiciones atmosféricas y los alimentos, aumentos imprevistos de los precios administrados y de los impuestos indirectos) y al persistente sesgo bajista de las expectativas de inflación a corto plazo de los expertos en previsión económica, no se observa ninguna repercusión en las expectativas de inflación a largo plazo. La resistencia de las expectativas de inflación a largo plazo sugiere que los agentes económicos confían en que el BCE evitará que estas perturbaciones a corto plazo afecten a la evolución de los precios a corto y medio plazo.

Evolución de la distribución de probabilidad como indicador de la percepción de los riesgos para la estabilidad de precios

El cuestionario de la EPE solicita también que se asigne una distribución de probabilidad a su predicción. Esta distribución, expresada en porcentaje, facilita información sobre la probabilidad de que los resultados futuros se sitúen dentro de un intervalo específico. La distribución de probabilidad resultante de la agregación de las respuestas ayuda a valorar cómo calibran, en promedio, los encuestados el riesgo de que el resultado futuro se sitúe por encima o por debajo del intervalo más probable. Dada la definición cuantitativa del objetivo de estabilidad de precios del BCE, la probabilidad de que la inflación a largo plazo se sitúe en un nivel igual o superior al 2% recogida en la EPE podría utilizarse como otro indicador para evaluar los riesgos para la estabilidad de precios percibidos por los encuestados. La probabilidad de que la inflación a largo plazo (a cinco años vista) se sitúe, en opinión de los encuestados, en un nivel igual o superior al 2% ha aumentado gradualmente, desde un 35% en el 2001 hasta un 40% en el

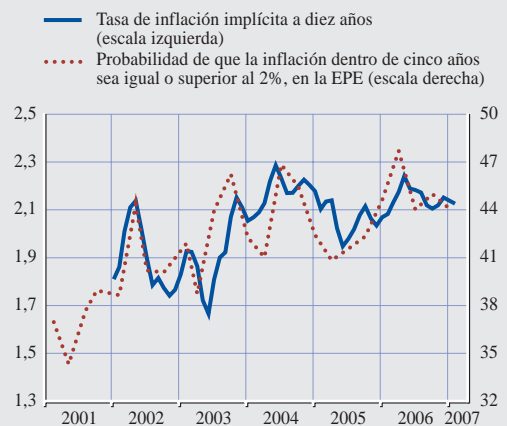
2003, y se ha estabilizado, en cierta medida, en los últimos años, en los que ha venido fluctuando entre el 40% y el 45%. Ya que la media de las expectativas de inflación a largo plazo de la EPE se ha mantenido sin cambios en el 1,9% desde comienzos del 2002, las variaciones en la probabilidad parecen reflejar cambios en la evaluación del riesgo por parte de los encuestados. Así lo confirma el gráfico D, que sugiere cierta correlación entre la probabilidad de que la inflación a cinco años vista se sitúe en un nivel igual o superior al 2% y un indicador de la tasa de inflación implícita a diez años, que incorpora una prima de riesgo de inflación.

Conclusiones

En resumen, el análisis efectuado tras contrastar los distintos indicadores de expectativas de inflación a largo plazo sugiere que, pese al aumento de la inflación observada y de las expectativas de inflación a corto plazo, debido a las perturbaciones registradas recientemente, las expectativas de inflación a largo plazo han dado prueba de una resistencia considerable y se han mantenido, en general, firmemente ancladas en niveles compatibles con el objetivo del BCE de mantener la inflación en un nivel inferior, pero próximo, al 2%. Al mismo tiempo, no hay margen para la complacencia, dado que ha ido acentuándose la percepción de que el riesgo de inflación se sitúa a largo plazo en un nivel igual o superior al 2%. Aunque este hecho exige una vigilancia constante, en conjunto la evidencia respecto a las expectativas de inflación a largo plazo respalda la opinión de que la política monetaria del BCE goza de credibilidad entre los agentes económicos de la zona del euro.

Gráfico D Probabilidad de que la inflación dentro de cinco años sea igual o superior al 2%

(tasa de variación interanual; en porcentaje)



Fuentes: BCE, Reuters y cálculos del BCE.

Nota: Hasta marzo del 2005, la tasa de inflación implícita a diez años se obtiene a partir de los bonos con vencimiento en el 2012, y después de marzo del 2005, de los bonos con vencimiento en el 2015.

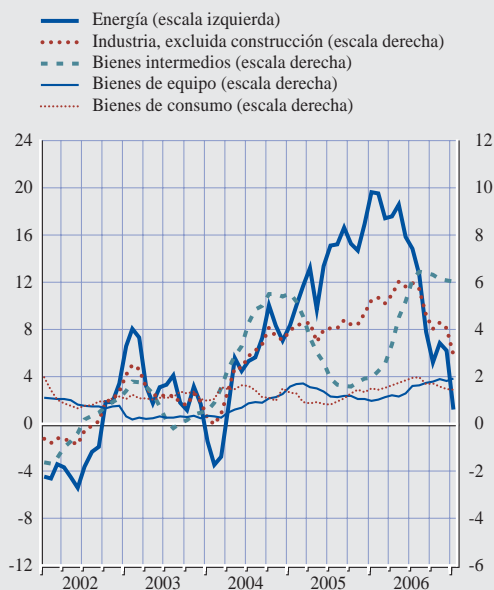
EFFECTOS INDIRECTOS LIMITADOS EN LAS FASES FINALES DE LA CADENA DE PRODUCCIÓN

La tasa de crecimiento interanual de los precios industriales de la zona del euro, excluida la construcción, se elevó, en promedio, desde el 4,1% registrado en el 2005 hasta el 5,1% en el 2006 (véase gráfico 25). Aunque este incremento estuvo determinado, en gran medida, por los precios de la energía, la tasa de crecimiento interanual de los precios industriales, excluida la energía, mostró también una tendencia alcista en el 2006, reflejo de fuertes presiones de los precios de las materias primas no energéticas y de efectos indirectos del alza de los precios del petróleo.

La tasa de crecimiento interanual de los precios de los bienes intermedios aumentó de forma significativa en el primer semestre del 2006, desde el 1,9% de diciembre del 2005, hasta el 6,4% de agosto del 2006. Esta tasa, la más alta observada en más de una década, fue consecuencia, en gran parte, de un repunte de los precios de las materias primas industriales, en particular de los precios de los metales. Además, el efecto indirecto de la subida de los precios del petróleo contribuyó también, aunque en menor medida, a las presiones alcistas sobre los precios de los bienes intermedios. En el segundo semestre del 2006, la inflación de los precios de los bienes intermedios siguió siendo elevada, aunque su evolución a corto plazo experimentó una desa-

Gráfico 25 Detalle de los precios industriales

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

celeración al final del año, como resultado, probablemente, de un crecimiento algo menor de los precios de las materias primas no energéticas, así como del descenso de los precios del petróleo y de la apreciación del euro frente al dólar estadounidense.

Más adelante en la cadena de producción, la inflación de los precios industriales fue más moderada, aunque se mantuvo la tendencia al alza que venía mostrando el crecimiento interanual de los precios de los bienes de equipo y de los bienes de consumo desde mediados del 2005. Esta evolución fue reflejo, en gran medida, del impacto alcista asociado a los efectos indirectos de anteriores subidas de los precios de las materias primas. En el caso de los bienes de consumo, se observó cierta desaceleración después de agosto, debido al efecto conjunto de dos factores específicos (relacionados con los precios del tabaco y con la sanidad). Si se excluye el efecto de estos factores, el perfil resultante indica que las empresas pudieron trasladar, en parte, el aumento de los costes de los bienes intermedios a los consumidores.

En general, al final del 2006 la transmisión de anteriores incrementos de los precios de las materias primas a los precios industriales fue limitada, posiblemente en razón del descenso de los precios del petróleo registrado después de agosto y de la apreciación del euro en el cuarto trimestre. Las reducidas presiones sobre los costes laborales también pueden haber contribuido a atenuar el efecto de las presiones externas sobre los precios. No obstante, existe un riesgo inflacionista, derivado de la posible transmisión de un aumento de los costes laborales no salariales en algunos sectores a los consumidores, si se refuerza la capacidad de fijación de precios de las empresas ante las mejores perspectivas económicas.

EVOLUCIÓN MODERADA DE LOS COSTES LABORALES

Mostrando una moderada tendencia al alza en el transcurso del 2005 y 2006, la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado aumentó, en promedio, hasta el 2,1% en los tres primeros trimestres del 2006, desde el nivel mucho más bajo observado en el 2005, año en el que se situó en el 1,6% (véase cuadro 2).

Dado que los costes laborales totales por hora registraron un crecimiento relativamente estable durante el mismo período, el aumento de la tasa de crecimiento de la remuneración por asalariado fue, probablemente, reflejo de un ajuste al alza de las horas trabajadas por persona ocupada, en línea con la recuperación gradual de la actividad económica¹³. En el 2006 se observó la misma evolución por sectores, aunque el crecimiento de la remuneración por asalariado fue ligeramente más dinámico y volátil en los sectores industriales que en el sector servicios (véase gráfico 26). Estas variaciones en el número de horas trabajadas por persona ocupada tienen también un efecto alcista sobre la productividad del trabajo por persona ocupada, por lo que no influyen en la evolución de los costes laborales unitarios.

¹³ Véase el recuadro titulado «Evolución reciente de las horas totales trabajadas en la zona del euro», en el Boletín Mensual del BCE de septiembre del 2006.

Cuadro 2 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual)

	2004	2005	2006	2005 IV	2006 I	2006 II	2006 III	2006 IV
Salarios negociados	2,1	2,1	2,2	2,0	2,1	2,4	2,0	2,4
Costes laborales totales por hora	2,4	2,4	.	2,4	2,3	2,4	2,0	.
Remuneración por asalariado	2,1	1,6	.	1,9	2,1	2,3	2,0	.
<i>Pro memoria</i>								
Productividad del trabajo	1,0	0,7	.	1,0	1,2	1,5	1,2	.
Costes laborales unitarios	1,1	0,9	.	0,9	0,8	0,8	0,8	.

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Nota: Los datos de salarios negociados no incluyen Eslovenia.

En general, los indicadores de costes laborales confirmaron la persistente moderación salarial observada en el 2006, aunque la situación presentó una gran diversidad entre los distintos países. El aumento de la tasa de crecimiento de estos indicadores registrado en el segundo trimestre parece haber sido transitorio, debido al impacto de los pagos extraordinarios realizados en algunos países. Pese a mostrar cierta volatilidad en el transcurso del año, el crecimiento de los salarios negociados se mantuvo en una senda moderada en el 2006, situándose, en promedio, en el 2,2%, frente al 2,1% del 2005.

La tasa de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios permaneció estable en el

0,8% en los tres primeros trimestres del 2006, por debajo de los niveles alcanzados en el 2005 y en años anteriores. En general, los costes laborales han seguido contribuyendo a la moderación de las presiones inflacionistas internas en la zona del euro. Así pues, la mejora de la actividad económica y de las condiciones del mercado de trabajo observada en el 2006 no parece haber originado una acumulación significativa de las presiones salariales en el transcurso del año. Ello se debió, probablemente, al efecto que tuvieron sobre las negociaciones salariales determinados factores, como la amenaza de deslocalización en un contexto de fuerte presión de la competencia mundial, especialmente en el sector manufacturero, y a una mayor sensibilización respecto a la necesidad de preservar la competitividad en términos de costes. También pueden haber contribuido otros elementos, como los efectos favorables de la credibilidad de la política monetaria sobre las expectativas de inflación, la menor presencia sindical y la mayor proporción de contratos a tiempo parcial y de corta duración. En este sentido, las reformas del mercado de trabajo pueden haber influido también en la contención de los costes laborales.

En el 2006, la moderación salarial y la mayor actividad económica favorecieron el crecimiento de los beneficios en la zona del euro. El indicador de márgenes, medido por la diferencia entre el deflactor del PIB y los costes laborales unitarios, apuntó a un vigoroso crecimiento de los beneficios hasta el tercer trimestre del 2006.

Gráfico 26 Remuneración por asalariado, por sectores

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

SEÑALES DE MODERACIÓN DE LOS PRECIOS DE LOS INMUEBLES RESIDENCIALES

Los precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro, que no se incluyen en el IAPC, volvieron a mostrar señales de desaceleración gradual en el 2006 (véase gráfico 27). Según la información disponible, se estima que la tasa de crecimiento interanual de esos precios descendió hasta el 6,8% en el primer semestre del 2006, desde el 7,3% del segundo semestre del 2005 y el 8% del primer semestre de ese año. Por países, en comparación con el segundo semestre del 2005 se observó cierta moderación en la evolución de los precios de los inmuebles residenciales en Bélgica, España, Francia e Italia. En los demás países de la zona del euro, las tasas de crecimiento se mantuvieron prácticamente estables, a excepción de Irlanda, donde se elevaron de forma significativa. La información disponible sugiere que, en el 2006, la evo-

lución de los precios de los inmuebles residenciales se caracterizó nuevamente por una gran disparidad entre los distintos países de la zona del euro. En particular, la prolongada debilidad del mercado de la vivienda alemán contrasta con la evolución observada en la mayor parte de las demás economías de la zona.

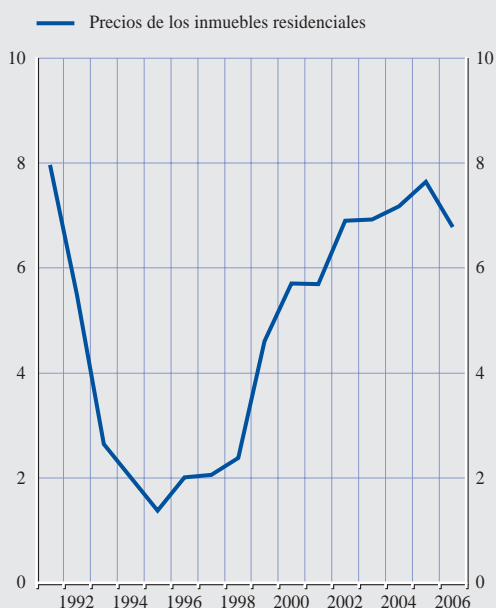
2.4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

RECUPERACIÓN DEL CRECIMIENTO ECONÓMICO EN EL 2006

El crecimiento del PIB real de la zona del euro (ajustado por el número de días laborables) aumentó considerablemente en el 2006, hasta el 2,8%, frente al 1,5% en el 2005, un nivel que superó las estimaciones disponibles relativas al crecimiento potencial del producto y que supuso

Gráfico 27 Evolución de los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro

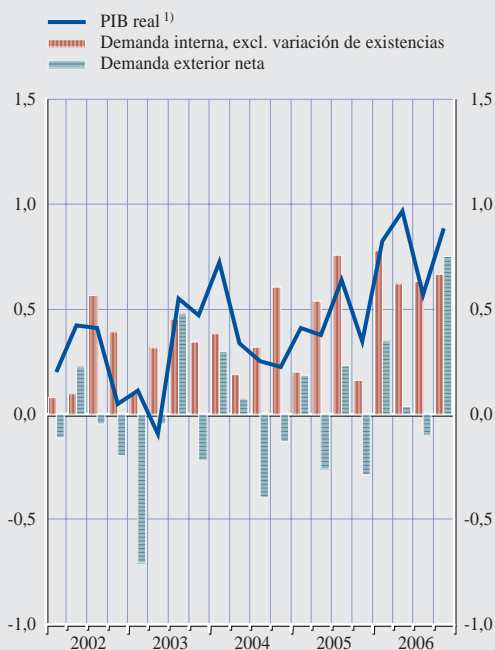
(tasas de variación interanual, datos anuales)



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos nacionales no armonizados.
Nota: Los datos relativos al 2006 se refieren al primer semestre del año.

Gráfico 28 Contribuciones al crecimiento trimestral del PIB real

(contribuciones trimestrales en puntos porcentuales, datos desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Tasas de variación respecto al trimestre anterior.

el mayor crecimiento observado desde el año 2000. La actividad económica, que había comenzado a mejorar en el segundo semestre del 2005, cobró nuevo impulso en el primer semestre del 2006, desacelerándose después, pero sólo marginalmente. Este buen comportamiento de la actividad fue, en cierta medida, inesperado, y es atribuible, en particular, a un significativo fortalecimiento de la confianza empresarial y de los consumidores y a una sustancial mejora de la situación del mercado de trabajo, mientras que, en el segundo semestre del año, se registró una sensible reducción del efecto de anteriores perturbaciones de carácter adverso, sobre todo de las subidas de los precios del petróleo.

Ciertamente, la economía de la zona del euro se recuperó en el 2006 tras un prolongado período de crecimiento moderado iniciado en el 2001. A pesar de la fuerte expansión de la economía mundial, el decepcionante ritmo de actividad anterior al 2006 estuvo relacionado con diver-

sos factores, sobre todo con la escasa capacidad de reacción frente a diversas perturbaciones, como la importantísima subida de los precios del petróleo. La atonía de la demanda interna durante ese período podría haber reflejado, asimismo, la incertidumbre de los agentes privados en relación con su renta futura. La recesión cíclica que se inició en el 2001 también estuvo asociada a un acentuado ajuste a la baja del precio de los activos financieros y a la acuciante necesidad de las empresas de reestructurar sus balances, lo que limitó la inversión y la creación de empleo. Al avanzar de forma significativa el proceso de reestructuración de los balances de las empresas y mejorar la confianza empresarial, en un contexto de persistencia de las favorables condiciones financieras, la inversión y, en menor medida, la demanda de empleo se recuperaron, dando lugar a una intensa demanda interna en el 2006. Mientras tanto, el vigoroso crecimiento mundial respaldó las exportaciones. Sin embargo, la contribución del sector exterior

Cuadro 3 Composición del crecimiento del PIB real en la zona del euro

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

	Tasas interanuales ¹⁾								Tasas intertrimestrales ²⁾				
	2004	2005	2006	2005 IV	2006 I	2006 II	2006 III	2006 IV	2005 IV	2006 I	2006 II	2006 III	2006 IV
Producto interior bruto real	1,8	1,5	2,8	1,8	2,2	2,8	2,7	3,3	0,3	0,8	1,0	0,6	0,9
<i>del cual:</i>													
Demanda interna ³⁾	1,6	1,8	2,5	2,0	2,2	2,5	2,8	2,3	0,6	0,5	0,9	0,7	0,1
Consumo privado	1,4	1,5	1,8	1,2	1,8	1,7	1,7	2,1	0,1	0,6	0,3	0,7	0,5
Consumo público	1,4	1,4	2,3	1,6	2,5	2,0	2,1	2,5	0,1	1,4	0,0	0,6	0,5
Formación bruta de capital fijo	1,7	2,7	4,3	3,2	3,6	4,7	4,0	4,8	0,4	0,8	2,1	0,6	1,2
Variación de existencias ⁴⁾	0,2	0,0	0,0	0,3	-0,1	0,2	0,5	-0,5	0,5	-0,3	0,3	0,0	-0,5
Demanda exterior neta ³⁾	0,2	-0,2	0,3	-0,1	0,0	0,3	0,0	1,1	-0,3	0,3	0,0	-0,1	0,8
Exportaciones ⁵⁾	6,4	4,5	8,1	4,8	8,4	7,5	6,7	9,8	0,7	3,1	0,9	1,8	3,7
Importaciones ⁵⁾	6,3	5,4	7,5	5,4	8,8	6,9	7,0	7,3	1,5	2,3	0,8	2,2	1,9
Valor añadido bruto real													
<i>del cual:</i>													
Industria, excl. construcción	1,5	1,7	4,0	2,9	3,5	4,1	4,3	4,2	0,5	1,3	1,4	1,0	0,4
Construcción	1,5	1,1	3,7	2,1	2,4	3,5	4,1	4,8	0,9	-0,3	2,4	1,1	1,5
Servicios de mercado ⁶⁾	1,9	2,0	2,9	2,0	2,2	3,0	2,9	3,4	0,3	1,0	1,2	0,5	0,8

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos están desestacionalizados y parcialmente ajustados pro días laborables, dado que no todos los países de la zona del euro proporcionan series trimestrales de contabilidad nacional ajustados por días laborables.

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

2) Tasas de variación respecto al trimestre anterior.

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

4) Incluye las adquisiciones menos las cesiones de objetos valiosos.

5) Las exportaciones e importaciones corresponden al comercio de bienes y servicios e incluyen también las que se realizan entre los países de la zona del euro. En la medida en que el comercio entre estos países no queda eliminado en estas cifras de exportaciones e importaciones de la contabilidad nacional, 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.

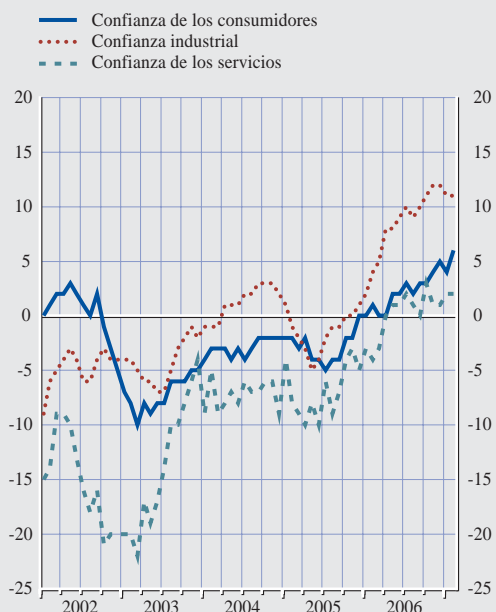
al crecimiento económico fue neutral (véase gráfico 28), lo que es atribuible, en particular, a que la fuerte dinámica económica interna dio un gran impulso a las importaciones procedentes del resto del mundo.

En cuanto a los componentes internos del crecimiento, la inversión se aceleró en el 2006, pasando del 2,7% observado en el 2005 al 4,3%, el nivel más elevado observado desde el 2000 (véase cuadro 3). Esta aceleración fue especialmente evidente en la construcción, pero también se apreció en sectores distintos de la construcción. Debido al favorable entorno exterior, el crecimiento de la inversión se vio respaldado por unas tasas de beneficios elevadas y crecientes, unas perspectivas para la demanda positivas y unos costes de la financiación externa bajos. Además, la inversión en construcción fue intensa, tanto en vivienda como, especialmente, en la categoría «otra construcción».

El crecimiento del consumo privado pasó del 1,5% observado en el 2005 al 1,8% en el 2006. En el contexto de una pronunciada mejora de la confianza de los consumidores, es probable que el mayor incremento de la renta real disponible incidiera positivamente en la moderada aceleración del gasto de los hogares. Las ganancias de renta, en términos reales, en el 2006 se lograron principalmente gracias al importante incremento del empleo y al aumento de las rentas distintas de las del trabajo, pese al impacto negativo que tuvieron los elevados costes de la energía sobre el poder adquisitivo de los hogares. En comparación, la remuneración por asalariado, en términos reales, sólo creció marginalmente. El mayor ahorro de los hogares no contrarrestó estos efectos. La preferencia de los consumidores por mantener un patrón suave de gasto y su incidencia sobre la ratio de ahorro –en un contexto de mayor crecimiento de la renta y de tipos de interés más elevados en todos los plazos– fue compensado con creces por una disminución del ahorro por motivo de precaución derivada de la evolución del mercado de trabajo y, posiblemente, de la vigorosa dinámica del patrimonio neto de los hogares.

Gráfico 29 Indicadores de confianza

(saldos netos datos desestacionalizados)



Fuente: Encuestas de opinión de la Comisión Europea.
Nota: Todos los datos están ajustados por la media.

Desde una perspectiva por sectores, la aceleración de la actividad económica en el 2006 fue más pronunciada en la industria (excluida la construcción), mientras que el crecimiento del valor añadido en el sector de servicios de mercado avanzó de forma más moderada. Esta evolución es compatible con las significativas mejoras experimentadas en la confianza industrial desde el segundo semestre del 2005, mientras que las mejoras registradas en la confianza de los servicios han sido menos marcadas (véase gráfico 29).

Varias medidas de dispersión indican que el grado de divergencia de las tasas de crecimiento del PIB entre los países de la zona del euro se redujo ligeramente en el 2006 (véase recuadro 4). Si se compara con el año anterior, el crecimiento medio anual del PIB real se incrementó en la mayoría de los países de la zona del euro en el 2006 y se mantuvo estable en el resto de los países.

Recuadro 4

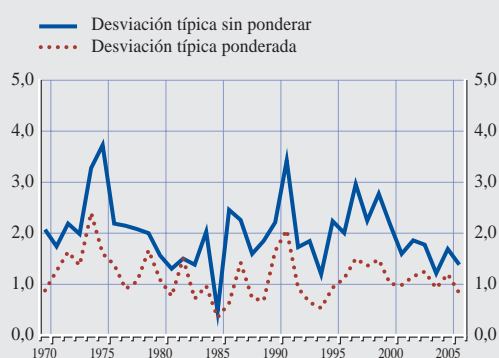
DIFERENCIALES DE CRECIMIENTO DEL PRODUCTO ENTRE LOS PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO

En una unión monetaria, existen diferencias en la evolución económica registrada por sus miembros. En este recuadro se presenta una breve panorámica de la magnitud de los diferenciales de crecimiento del producto entre los países de la zona del euro y de cómo han evolucionado a lo largo del tiempo. Asimismo, se mencionan algunos factores que determinan esas diferencias y se examinan sus repercusiones en la política económica.

La dispersión de las tasas de crecimiento del PIB real de los países de la zona del euro, medida por la desviación típica sin ponderar, ha fluctuado en torno a un nivel de 2 puntos porcentuales y no ha mostrado, en general, tendencias al alza o a la baja en los 35 últimos años (véase gráfico). En la dispersión ponderada del crecimiento del producto se observa el mismo patrón, aunque en este caso la desviación típica ha fluctuado en torno a 1 punto porcentual. No obstante, desde el inicio de la tercera fase de la UEM en 1999, la dispersión sin ponderar de los países de la zona del euro se ha reducido, mientras que la dispersión ponderada se ha mantenido prácticamente estable. La diferencia entre estas dos medidas refleja el hecho de que, en algunas economías más pequeñas de la zona, el crecimiento del PIB real se ha situado en niveles cercanos a la media de la zona del euro desde 1999.

Dispersión del crecimiento del PIB real de los países de la zona del euro

(en puntos porcentuales)



Fuente: Comisión Europea.

Notas: Las cifras para Alemania anteriores a 1991 corresponden a Alemania Occidental. Las cifras para el 2006 son estimaciones de la Comisión Europea. La zona del euro no incluye Eslovenia.

En algunos países de la zona del euro, el PIB real ha crecido en los últimos años sistemáticamente por encima o por debajo de la media de la zona. Concretamente, el crecimiento del producto en Grecia, España, Irlanda, Luxemburgo y Finlandia ha superado la media de la zona todos los años desde mediados de la década de los noventa. En cambio, en Alemania e Italia el PIB real creció menos que la media de la zona todos los años desde mediados de los noventa hasta el año 2005. La persistencia de estos diferenciales parece indicar que la dispersión de las tasas de crecimiento del PIB real de los países de la zona del euro refleja, en gran medida, diferencias estructurales de crecimiento y, en menor medida, diferencias cíclicas¹.

Es lógico y deseable que existan algunas diferencias en la evolución del crecimiento del producto en los países de la zona del euro, como sucede, por ejemplo, cuando tales diferencias se deben a los efectos de procesos de convergencia en países con menor renta o a tendencias demográficas dispares. Además, pueden producirse diferencias transitorias entre las tasas de crecimiento del producto de los países, debido, por ejemplo, a un proceso de ajuste encaminado a lograr el equilibrio en la unión monetaria tras una perturbación. Sin embargo, la persistencia

¹ Para más detalles, véase el recuadro titulado «Diferenciales de crecimiento del producto en la zona del euro: ¿son cíclicos o están determinados por la tendencia?», en el Boletín Mensual del BCE de octubre del 2005.

de estas diferencias también podría ser consecuencia de políticas económicas nacionales inapropiadas, de ineficiencias y rigideces estructurales o de mecanismos de ajuste, en los países o entre algunos países, que no funcionan bien y que se traducen en crecientes desequilibrios internos y en una evolución divergente de la competitividad.

La política monetaria única no puede influir en los diferenciales de crecimiento del producto entre los países de la zona del euro. La débil evolución del crecimiento del producto tendencial ha de afrontarse con políticas nacionales diseñadas adecuadamente que aborden cuestiones fiscales y estructurales. Estas políticas han de centrarse, sobre todo, en mejorar la capacidad de las economías nacionales para ajustarse a las perturbaciones y, en los países con un menor crecimiento, en fomentar elevados niveles de productividad y de utilización del factor trabajo, así como en seguir desarrollando el mercado único, manteniendo al mismo tiempo una situación macroeconómica estable.

MEJORAS EN CURSO EN EL MERCADO DE TRABAJO

La situación del mercado de trabajo de la zona del euro mejoró significativamente en el 2006, pues el empleo creció a una tasa intertrimestral comprendida entre el 0,3% y el 0,5% (véase cuadro 4), lo que supuso un incremento de más de dos millones de puestos de trabajo. Este comportamiento parece ser acorde con el patrón de crecimiento económico, con la contención de los costes laborales reales y con el posible impacto de recientes medidas de política laboral que han posibilitado la expansión del trabajo a tiempo parcial y el empleo por cuenta propia. Además, como, durante la última recesión, una parte del ajuste en el mercado laboral se pro-

dujo a través del descenso de las horas trabajadas por asalariado (tanto a tiempo parcial como a tiempo completo), el crecimiento del empleo también se ha visto respaldado por un repunte de las horas trabajadas en el pasado reciente. Desde una perspectiva por sectores, el empleo se incrementó sustancialmente en los servicios y en la construcción, y terminó el prolongado descenso observado en la industria (excluida la construcción).

La tasa de paro, que empezó a descender a mediados del 2004, siguió disminuyendo en el 2006 y se situó en un nivel del 7,5% en el cuarto trimestre del año (véase gráfico 30). Cabe destacar que ésta es la primera vez que se han

Cuadro 4 Evolución del mercado de trabajo

(tasas de variación con respecto al período anterior; en porcentaje)

	2004	2005	2006	2004	2004	2005	2005	2005	2005	2005	2006	2006	2006	2006
				III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	
Población activa	1,0	0,5	.	0,3	0,2	0,1	-0,0	-0,1	0,2	0,3	0,1	0,1	.	
Empleo	0,8	0,8	.	0,3	0,3	0,1	0,1	0,2	0,3	0,5	0,5	0,3	.	
Agricultura ¹⁾	-1,2	-1,4	.	1,5	-1,1	-1,3	0,0	0,1	0,1	0,2	0,7	-1,8	.	
Industria ²⁾	-0,5	-0,1	.	-0,0	0,1	-0,2	0,0	-0,2	0,3	0,1	0,3	0,2	.	
- excl. construcción	-1,3	-1,3	.	-0,4	0,1	-0,7	-0,4	-0,1	-0,0	-0,1	0,1	-0,0	.	
- construcción	1,5	2,7	.	1,1	0,2	1,0	0,9	-0,3	0,9	0,6	0,7	0,9	.	
Servicios ³⁾	1,4	1,2	.	0,4	0,5	0,3	0,1	0,3	0,3	0,7	0,5	0,4	.	
Tasas de desempleo⁴⁾														
Total	8,8	8,6	7,8	8,8	8,8	8,8	8,7	8,4	8,4	8,2	7,8	7,7	7,5	
Menores de 25 años	18,2	17,7	16,5	18,2	18,1	18,2	17,7	17,3	17,4	17,2	16,4	16,5	16,1	
De 25 años o mayores	7,5	7,4	6,7	7,5	7,5	7,5	7,4	7,2	7,2	7,0	6,7	6,6	6,4	

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.

Recuadro 5

EVOLUCIÓN DE LA PRODUCTIVIDAD EN LA ZONA DEL EURO Y NECESIDAD DE REFORMAS ESTRUCTURALES

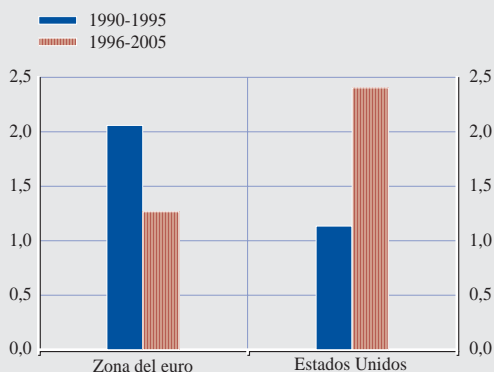
Las mejoras en la productividad son un determinante clave del crecimiento económico y de los incrementos de la renta per cápita medio y largo plazo. En vista de ello, en este recuadro se examina la evolución de la productividad del trabajo en la zona del euro durante los quince últimos años y se discute la necesidad de emprender políticas que contribuyan al avance del crecimiento de la productividad en el futuro. La productividad se mide en términos de la productividad del trabajo, que se define como el producto real por unidad de factor trabajo. El factor trabajo, a su vez, se mide de dos maneras, bien en términos del total de horas trabajadas o bien por el número de personas ocupadas¹.

En los diez últimos años, la evolución de la productividad de la zona del euro ha sido decepcionante. Se puede observar una reducción en el crecimiento de la productividad de la zona del euro frente a Estados Unidos, independientemente de si el factor trabajo se mide por hora trabajada o por persona ocupada². El crecimiento medio interanual de la productividad del trabajo por hora trabajada se redujo desde un 2,1% en el período 1990-1995 hasta el 1,3% en el período 1996-2005³. Este crecimiento contrasta con un incremento del 1,1% al 2,4% registrado en el crecimiento de la productividad del trabajo por hora trabajada en Estados Unidos durante el mismo período (véase gráfico A). Si se mide en términos de personas ocupadas, el crecimiento de la productividad del trabajo en la zona del euro disminuyó desde el 1,7% en el período

- 1 Cabe mencionar que, si bien desde el punto de vista económico se prefiere utilizar el total de horas trabajadas, las estimaciones de las horas trabajadas están expuestas a errores de medición. Si bien los datos contienen información pertinente para comparar las tendencias a lo largo del tiempo, no son adecuados para efectuar comparaciones entre países relativas al nivel de horas trabajadas en un año dado.
- 2 Como consecuencia de la reducción tendencial de la media de horas trabajadas, el crecimiento de la productividad del trabajo en la zona del euro tiende a ser más bajo si se mide por persona ocupada.
- 3 Véase también el artículo titulado «Evolución de la productividad del trabajo en la zona del euro: tendencias agregadas y comportamientos sectoriales», en el Boletín Mensual de julio del 2004, y el recuadro titulado «Evolución de la calidad del trabajo en la zona del euro y sus efectos en el crecimiento de la productividad del trabajo», en el Boletín Mensual del BCE de octubre del 2005.

Gráfico A Crecimiento de la productividad del trabajo por hora trabajada

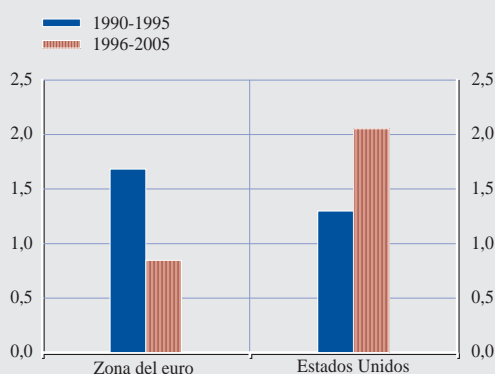
(tasas de variación media interanual)



Fuentes: Groningen Growth and Development Centre y cálculos del BCE.

Gráfico B Crecimiento de la productividad del trabajo por persona ocupada

(tasas de variación media interanual)



Fuentes: Groningen Growth and Development Centre y cálculos del BCE.

1990-1995 hasta el 0,8% en el período 1996-2005, mientras que el indicador estadounidense correspondiente pasó del 1,3% al 2,1% (véase gráfico B)⁴. Así pues se ha producido un cambio de sentido en el crecimiento de la productividad del trabajo (tanto por hora trabajada como por persona ocupada) entre los dos períodos, y la zona del euro ha sido superada por Estados Unidos en los diez últimos años. Si bien los factores cíclicos han podido influir parcialmente en esta evolución, no puede ignorarse el papel desempeñado por las tendencias estructurales.

La desaceleración observada en el crecimiento de la productividad del trabajo en la zona del euro es atribuible, en parte, a la mayor utilización del factor trabajo. Algunas reformas concretas del mercado de trabajo emprendidas en algunos países de la zona del euro, como la reducción de la brecha fiscal y el impuesto implícito por la jubilación anticipada⁵, así como la relajación de la legislación relativa a la protección del empleo (especialmente en la década de los noventa) y el fomento del trabajo a tiempo parcial, podrían haber sido uno de los factores determinantes de esta evolución. Estas medidas, cuyo objetivo era ampliar las oportunidades de empleo, en particular de los trabajadores poco cualificados, de las mujeres, de los jóvenes y de los mayores, han tenido un evidente efecto positivo en las tasas de empleo (véase cuadro A).

Sin embargo, los impuestos y las prestaciones, así como la protección del empleo, siguen siendo significativamente inferiores en Estados Unidos. Como consecuencia, la tasa de empleo total de la zona del euro está claramente por debajo de la registrada en Estados Unidos (véase cuadro A). La necesidad de elevar los niveles de empleo en la zona del euro continuará, hasta cierto punto, ejerciendo presión sobre el crecimiento de la productividad del trabajo en la zona del euro. No obstante, es probable que esta aparente disyuntiva entre el empleo y la productividad sea transitoria. Aún así, pone de manifiesto la crucial importancia de establecer el marco institucional adecuado para que mejore la innovación, y su difusión, en la zona del euro, con el fin de potenciar el crecimiento de la productividad del trabajo.

Otro importante factor que determina la evolución divergente del crecimiento de la productividad del trabajo en la zona del euro y en Estados Unidos es el mayor aumento de la intensidad del capital (servicios de capital por hora trabajada) en este último país, que refleja una inversión más elevada en equipo relacionado con las tecnologías de la información y las comunicaciones (TIC), en particular en el sector servicios (véase cuadro A). Si se observa la evolución por sectores, parece que la productividad de la zona del euro no sigue el mismo ritmo que la de Estados Unidos, sobre todo en el campo de los servicios que utilizan TIC, que incluyen los sectores de

Cuadro A Algunos indicadores estructurales

	Zona del euro ¹⁾		Estados Unidos	
	1995	2005	1995	2005
Mercado de trabajo				
(en porcentaje)				
Tasa de empleo total	58	64	73	72
Tasa de empleo femenino	47	55	66	66
Tasa de empleo de mayores	33	40	55	61
Participación del trabajo a tiempo parcial	12,7	17,0	14,2	12,8
Innovación				
Inversión en TIC (en porcentaje del PIB) ²⁾	1,9	2,2	3,4	3,7
Inversión en I+D (en porcentaje del PIB) ³⁾	1,8	1,9	2,5	2,7

Fuente: Eurostat y OCDE.

1) Las cifras que corresponden a la zona del euro son medias ponderadas.

2) Los datos corresponden al 2003.

3) Los datos corresponden al 2004.

4 En este análisis se utilizan datos de la base de datos denominada Total Economy Database del Groningen Growth and Development Centre (GGDC). Los datos del GGDC, que están disponibles en www.ggdc.net, se basan en fuentes de la OCDE, pero también incluyen cálculos adicionales (que tienen en cuenta, sobre todo, las diferencias en los ajustes por calidad).

5 El impuesto implícito se define como la pensión «perdida» por retrasar la jubilación (en términos de valor actual) en relación con las rentas del trabajo.

comercio al por mayor, de comercio al por menor y de intermediación financiera (véase cuadro B). Además, el papel del sector productor de TIC de la zona del euro ha sido limitado, debido a su participación relativamente reducida en el PIB. En la zona del euro, la productividad del trabajo sólo ha sido más elevada que en Estados Unidos en los sectores tradicionales no TIC, pero esta primacía se ha visto claramente amenazada en los diez últimos años. Las características estructurales de la economía estadounidense –un mercado de trabajo más flexible, un grado mayor de competencia en los mercados de productos y menores barreras a la entrada de nuevas empresas, así como un mercado de capitales más eficiente– han sido, aparentemente, más propicias para aprovechar las oportunidades brindadas por las nuevas tecnologías⁶.

Cuadro B Crecimiento de la productividad del trabajo por hora trabajada, por sectores¹⁾

(media anual de las contribuciones, en puntos porcentuales)

	Zona del euro ¹⁾		Estados Unidos	
	1990-1995	1996-2003	1990-1995	1996-2003
Todos los sectores	2,3	1,5	1,0	2,5
Sector productor de TIC	0,3	0,4	0,7	0,9
Industria	0,2	0,2	0,5	0,6
Servicios	0,1	0,2	0,2	0,3
Sector utilizador de TIC	0,5	0,4	0,3	1,3
Industria	0,2	0,1	0,0	0,1
Servicios	0,3	0,3	0,3	1,1
Sector no TIC	1,5	0,7	0,1	0,3
Industria	0,5	0,3	0,2	0,2
Servicios	0,6	0,2	-0,2	0,1
Otros	0,5	0,3	0,0	0,0

Fuentes: Groningen Growth and Development Centre y cálculos del BCE.

1) Pueden producirse discrepancias en las cifras, debido al redondeo.

En los quince últimos años, la zona del euro ha realizado avances continuos y significativos en la relajación de la regulación sobre los mercados de productos y en la creación de un entorno económico más favorable a las empresas. Además, la adopción de la Directiva de Servicios por el Parlamento Europeo en diciembre del 2006 contribuirá, sin duda, a mejorar la situación en este área. No obstante, la ampliación y profundización del mercado interior sigue siendo una tarea prioritaria, ya que el entorno regulador existente en la zona del euro continúa siendo demasiado complejo, sobre todo si se compara con Estados Unidos, y, por consiguiente, supone un obstáculo para la innovación y para las ganancias en la productividad del trabajo. Esto podría explicar, en parte, por qué los niveles de inversión en I+D y en capital riesgo –dos motores fundamentales de la innovación– aún se sitúan significativamente por debajo de los observados en Estados Unidos.

No obstante, para aprovechar todas las ventajas de un entorno regulador más eficiente, estas medidas han de ir acompañadas de actuaciones para mejorar el nivel de educación y de conocimientos técnicos de la población activa. El avance tecnológico se traduce en que los empleos pasan de los trabajadores poco cualificados a los trabajadores muy cualificados a través de un proceso de «destrucción creativa». Por ello, las medidas que fomentan la mejora de las cualificaciones y la formación permanente contribuyen a la innovación y facilitan la utilización de tecnologías avanzadas. Hasta ahora, la inversión en capital humano en Europa ha sido inadecuada para una economía «intensiva en conocimiento». En el 2004, por ejemplo, en la zona del euro sólo el 23% de la población con edades comprendidas entre 25 y 64 años tenían un nivel de educación terciario, frente al 39% de Estados Unidos.

En resumen, el entorno regulador desempeña un papel fundamental a la hora de explicar la evolución de la productividad del trabajo. En general, pese a los significativos avances logrados

6 Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del SEBC, «Competition, productivity and prices in the euro area services sector», Occasional Paper n.º 44 del BCE, abril del 2006; y R. Gómez-Salvador, A. Musso, M. Stocker y J. Turunen, «Labour productivity developments in the euro area», Occasional Paper n.º 53 del BCE, octubre del 2006.

en algunas áreas, las reformas estructurales en la zona del euro no han sido lo suficientemente profundas y su aplicación ha sido demasiado lenta como para promover una «economía basada en el conocimiento», cuyo objetivo es impulsar el crecimiento de la productividad del trabajo y fomentar la creación de empleo. Ambos retos y sus soluciones se encuentran claramente identificados, sobre todo en el contexto de la renovada estrategia de Lisboa. En estos momentos, el desafío radica en acelerar el ritmo general de las reformas.

2.5 EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

MEJORA PRESUPUESTARIA EN EL 2006

La evolución de las finanzas públicas en la zona del euro fue relativamente favorable en el 2006, en un contexto de sólido crecimiento del producto y de ingresos extraordinarios. Según se indica en las actualizaciones de los programas de estabilidad de los países de la zona del euro, la

ratio media de déficit de las Administraciones Públicas se situó en torno al 2% del PIB, frente al 2,4% registrado en el 2005 (véase cuadro 5). En lo que respecta a los cinco países sujetos a procedimiento de déficit excesivo en el 2006, se estima que Alemania, Grecia y Francia han reducido o mantenido su déficit público por debajo del valor de referencia del 3% del PIB, aunque ello se deba a las importantes medidas tempora-

Cuadro 5 Situación presupuestaria de la zona del euro

(en porcentaje del PIB)

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

	2004	2005	2006
Zona del euro	-2,8	-2,4	-2,1
Bélgica	0,0	-2,3	0,0
Alemania	-3,7	-3,2	-2,1
Irlanda	1,5	1,1	2,3
Grecia	-7,8	-5,2	-2,6
España	-0,2	1,1	1,4
Francia	-3,7	-2,9	-2,7
Italia	-3,4	-4,1	-5,7
Luxemburgo	-1,1	-1,0	-1,5
Países Bajos	-1,8	-0,3	0,1
Austria	-1,2	-1,5	.
Portugal	-3,2	-6,0	-4,6
Finlandia	2,3	2,7	2,9

Deuda bruta de las Administraciones Públicas

	2004	2005	2006
Zona del euro	69,8	70,8	69,6
Bélgica	94,3	93,2	87,7
Alemania	65,7	67,9	68,0
Irlanda	29,7	27,4	25,1
Grecia	108,5	107,5	104,1
España	46,2	43,1	39,7
Francia	64,4	66,6	64,6
Italia	103,9	106,6	107,6
Luxemburgo	6,6	6,0	7,5
Países Bajos	52,6	52,7	50,2
Austria	63,8	63,4	.
Portugal	58,6	64,0	67,4
Finlandia	44,3	41,3	39,1

Fuentes: Comisión Europea (para los años 2004-2005), programas de estabilidad actualizados (para el 2006) 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.

les de reducción del déficit en el caso de Grecia y Francia. Dos países, Italia y Portugal, continúan registrando déficit muy superiores al 3% del PIB. Según las estimaciones más recientes, en el caso de Italia el déficit ascendió al 4,4% del PIB (muy por debajo de la cifra declarada en el programa de estabilidad actualizado); si se excluyen los efectos de las medidas transitorias que han hecho aumentar el déficit, éste habría ascendido al 2,4% del PIB. También persistieron importantes desequilibrios presupuestarios, aunque inferiores al límite de déficit del 3% del PIB, en Luxemburgo y Austria, mientras que se estima que en Bélgica, Irlanda, España, Países Bajos y Finlandia la situación presupuestaria estará equilibrada o registrará superávit.

Al comparar los objetivos presupuestarios para el 2006 que figuran en las últimas actualizaciones de los programas de estabilidad con las publicadas a finales del 2005 y en el primer semestre del 2006, se observa que el déficit de la zona del euro era inferior, en promedio, en unos 0,2 puntos porcentuales del PIB. Esta cifra refleja el hecho de que se han obtenido resultados notablemente mejores de lo previsto en Alemania (en donde se estima que el déficit se redujo por debajo del valor de referencia del 3% del PIB un año antes de lo planificado) y que varios otros países de la zona del euro ya registraban una situación presupuestaria saneada.

En este contexto, la ratio de deuda de la zona del euro se redujo en el 2006, por primera vez desde el 2002, ligeramente por debajo del 70% del PIB. Esta reducción refleja, a su vez, descensos de las ratios de deuda en la mayoría de los países, con las excepciones más notables de Italia –que se ha convertido en el país con la ratio de deuda más alta– y Portugal.

Esta evolución presupuestaria fue resultado, principalmente, del sólido crecimiento del producto y de los ingresos extraordinarios y, sólo en cierta medida, de un saneamiento de las finanzas públicas efectivo. La mejora del saldo presupuestario estructural (saldo ajustado de ciclo, excluidas las medidas singulares y aisladas y otras medidas de carácter transitorio), esti-

mada en torno al 0,4% para el 2006, podría reflejar, en parte, los ingresos extraordinarios antes mencionados y, por consiguiente, magnificar el ritmo al que efectivamente se ha producido el saneamiento. La pujanza de los ingresos públicos podría tener su origen en diversos factores, entre ellos un incremento de los beneficios empresariales, el sólido comportamiento de los mercados bursátiles y, en algunos países, el aumento de los precios de la vivienda o una mayor eficacia de la administración tributaria. Estos factores han impulsado al alza los ingresos tributarios derivados de los impuestos sobre la renta y el patrimonio, pero la contribución exacta de cada uno de ellos no resulta fácil de determinar. La evolución agregada de la zona del euro oculta diferencias sustanciales entre unos países y otros, especialmente, entre los que registran déficit excesivos o importantes desequilibrios presupuestarios. Grecia y Portugal declararon notables mejoras del saldo estructural; también se prevé que se hayan producido progresos en Alemania y, en menor medida en Francia. Por el contrario, en Luxemburgo, el saldo estructural experimentó un considerable deterioro. La evolución presupuestaria se reflejó también en el volumen de deuda pública emitida (véase recuadro 6).

Recuadro 6

EVOLUCIÓN DE LA EMISIÓN DE DEUDA PÚBLICA Y DE LOS DIFERENCIALES DE RENDIMIENTO DE LOS BONOS EN LA ZONA DEL EURO

En el 2006 se redujo la emisión de deuda pública, al igual que las ratios de déficit y de deuda en relación con el PIB, en la mayoría de los países de la zona del euro, en un contexto de fortalecimiento de la actividad económica. De hecho, las actualizaciones del 2006 de los programas de estabilidad indicaban, para ese año, el primer descenso de la ratio de deuda pública de la zona del euro desde el año 2002, hasta algo menos del 70% del PIB. En términos netos, el endeudamiento público de la zona creció un 2,1% en el 2006, frente al 4,1% del 2005 (véase cuadro A)¹.

Cuadro A Emisiones de deuda pública en la zona del euro

(tasas de variación interanual; fin de período)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Total Administraciones Públicas	3,5	2,6	2,6	4,1	4,7	5,3	4,1	2,1
A largo plazo	5,7	3,3	2,2	2,9	3,9	5,7	4,9	3,1
A tipo de interés fijo		5,1	5,2	3,9	5,1	6,0	4,6	3,1
A tipo interés variable		-4,0	-16,1	-9,4	-6,2	5,0	9,6	2,8
A corto plazo	-17,2	-6,5	8,1	19,3	13,8	2,1	4,9	-8,3

Fuente: BCE.

Al analizar la estructura de los saldos vivos de deuda pública se observa que, en el 2006, la mayor parte de la emisión de valores públicos correspondió a las Administraciones Centrales, con el 93,5% del saldo vivo, mientras que el 6,5% restante fue emitido por otras Administraciones Públicas. No obstante, este último sector se ha tornado más activo. Entre 1999 y el 2006, el porcentaje de deuda pública emitida por las Administraciones Centrales se redujo de forma constante, al tiempo que prácticamente se duplicó el porcentaje de emisiones realizadas por otras Administraciones Públicas.

Un factor importante por el que la emisión de deuda pública a largo plazo resultó más atractiva que la deuda a corto plazo en el 2006 fue la reducción del diferencial entre los tipos de interés a largo y a corto plazo. Por consiguiente, aunque la tasa de crecimiento anual de la deuda pública a largo plazo descendió del 4,9% en el 2005 al 3,1% en el 2006, en el caso de la deuda a corto plazo, dicha tasa registró una caída más acusada y, de hecho, se tornó negativa en el 2006, como resultado de las amortizaciones netas de este tipo de valores.

Así pues, los países de la zona del euro siguieron mostrando una orientación a largo plazo en la gestión de su deuda. De hecho, la deuda a largo plazo representaba alrededor del 92,9% del saldo vivo de la deuda pública en el 2006, es decir, ligeramente por encima de la cifra del 2005, mientras que el porcentaje de este tipo de valores a corto plazo fue sólo del 7,1% (véase cuadro B). El cuadro B indica la mayor parte de la deuda pública a largo plazo emitida por las Administraciones Públicas fue a tipo de interés fijo. A pesar del ligero incremento observado en el 2006, el porcentaje de emisiones a tipo de interés variable se ha reducido con el tiempo, desde el 10,6% en 1999 hasta el 8% en el 2006. En general, las tendencias recientes en la estruc-

¹ Las tasas de crecimiento se calculan a partir de las operaciones financieras y, por lo tanto, excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Para más detalles, véanse las notas metodológicas relativas a los cuadros 4.3 y 4.4 de la sección «Estadísticas de la zona del euro» del Boletín Mensual del BCE.

Cuadro B Estructura de los saldos vivos de la deuda pública en la zona del euro

(en porcentaje del total de deuda emitida por las Administraciones Públicas; fin de período)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Administración Central	96,9	96,7	96,3	95,4	94,7	94,3	93,9	93,5
<i>Deuda a largo plazo</i>	89,3	89,8	89,0	87,2	85,8	85,7	86,0	86,5
<i>Deuda a corto plazo</i>	7,6	6,9	7,2	8,2	8,9	8,6	7,9	7,0
Otras Administraciones Públicas	3,1	3,3	3,7	4,6	5,3	5,7	6,1	6,5
<i>Deuda a largo plazo</i>	3,0	3,2	3,6	4,5	5,2	5,6	6,0	6,4
<i>Deuda a corto plazo</i>	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Total Administraciones Públicas								
<i>A largo plazo</i>	92,3	93,0	92,6	91,7	91,0	91,3	92,0	92,9
A tipo interés fijo	79,2	81,1	82,4	82,0	82,1	82,6	83,1	84,9
A tipo interés variable	10,6	10,0	8,8	8,1	7,6	7,6	7,9	8,0
<i>A corto plazo</i>	7,7	7,0	7,4	8,3	9,0	8,7	8,0	7,1
Total Administraciones Públicas								
En mm de euros	3.451,5	3.549,4	3.771,3	3.946,2	4.149,0	4.388,0	4.602,0	4.705,3

Fuente: BCE.

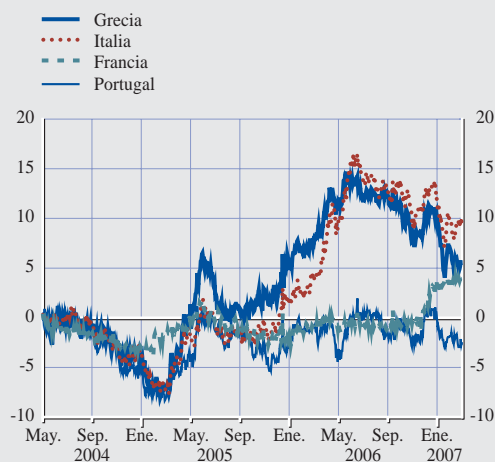
tura de financiación del sector público reflejan los notables beneficios que ha traído consigo la adopción de políticas económicas más orientadas a la estabilidad en la última década, que, a su vez, han contribuido a los bajos niveles registrados por los tipos de interés a largo plazo en los últimos años. El beneficio más visible es la proporción significativamente menor del presupuesto público dedicada al pago de intereses.

En lo que respecta a las diferencias entre países, los rendimientos de la deuda pública a diez años de Alemania han sido hasta ahora los más bajos registrados, en promedio, en los países de la zona del euro, básicamente porque su liquidez es mayor y, por tanto, son bonos de referencia. El gráfico muestra las variaciones acumuladas en los diferenciales de rendimiento de la deuda pública de los países que estaban sometidos a un procedimiento de déficit excesivo a finales del 2006 frente a los bonos alemanes.

Las diferencias entre los rendimientos de la deuda pública en los distintos países de la zona del euro reflejan discrepancias en la situación de liquidez y en el riesgo de crédito. En los países que no eran objeto de un procedimiento de déficit excesivo, los diferenciales de la deuda pública continuaron siendo bajos, y no se registraron movimientos significativos en el transcurso del 2006. Por el contrario, durante el primer semestre del año se incrementaron los diferenciales de Italia y Grecia. Además, en el caso de Italia, el incremento fue muy acusado tras las elecciones celebradas en la primavera, en un entorno de incertidumbre por sus resultados. En el segundo semestre del 2006, los diferenciales se redujeron en ambos países, aunque no volvieron a situarse en los niveles observados a comienzos del año.

Variación acumulada en algunos diferenciales de rendimiento de la deuda pública frente a Alemania

(en puntos básicos, datos diarios)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Nota: Se trata de variaciones acumuladas en los diferenciales, excluidos los días en los que se produjeron variaciones en el bono de referencia subyacente, ya que estas últimas suelen dar lugar a cambios bruscos en los diferenciales medidos. Datos disponibles desde mayo del 2004.

Cuadro C Calificación crediticia de la deuda soberana de los países de la zona del euro

(a finales del 2006)

Características de la deuda y del emisor	Calificaciones					
	S&P	Países	Moody's	Países	Fitch	Países
Máxima calidad	AAA	DE, FR, IE, ES, LU, NL, AT, FI	Aaa	DE, FR, IE, ES, LU, NL, AT, FI	AAA	DE, FR, IE, ES, LU, NL, AT, FI
Alta calidad	AA+	BE	Aa1	BE	AA+	BE
	AA		Aa2	IT, PT	AA	PT
	AA-	PT	Aa3		AA-	IT
Sólida capacidad de pago	A+	IT	A1	GR	A+	
	A	GR	A2		A	GR
	A-		A3		A-	

Fuentes: Standard and Poor's (S&P), Moody's y Fitch.

En el 2006 no se modificaron las calificaciones crediticias de la deuda soberana en la zona del euro, salvo en el caso de Italia. En efecto, en octubre Standard & Poor's rebajó la calificación de la deuda soberana de Italia, de AA- a A+, mientras que Fitch la rebajó de AA a AA- (véase cuadro C)². El anuncio de la rebaja de la calificación de la deuda italiana tuvo un efecto reducido sobre el diferencial de rendimientos frente a Alemania. Los diferenciales de Portugal y Francia frente a Alemania se mantuvieron más o menos estables durante todo el período.

2 La evidencia disponible apunta a la importancia de las variables fiscales como factores determinantes de las calificaciones crediticias de la deuda soberana. Véase «What 'Hides' Behind Sovereign Debt Ratings?» de A. Afonso, P. Gomes y P. Rother, 2007, Working Paper n.º 711 del BCE, enero del 2007.

PERSPECTIVAS PARA LAS FINANZAS PÚBLICAS EN EL 2007

Las actualizaciones de los programas de estabilidad correspondientes a finales del 2006 apuntan a un nuevo descenso del déficit medio de la zona del euro para el 2007, hasta el 1,4% del PIB, reflejando una mejora estructural de alrededor de 0,4 puntos porcentuales. Para el conjunto de la zona del euro, el saneamiento presupuestario previsto se basa tanto en medidas de estímulo de los ingresos como en medidas de contención del gasto. No obstante, las proyecciones tanto de los ingresos como de los gastos son más altas que en la ronda anterior de actualizaciones de los programas de estabilidad, de lo que se deduce que se prevé, al menos en parte, que los ingresos extraordinarios serán de carácter permanente y se destinarán a financiar partidas adicionales de gasto. Se espera que la ratio media de deuda de la zona del euro descienda hasta el 68% del PIB, principalmente como consecuencia del aumento del superávit primario.

Se espera que el saneamiento de las finanzas públicas en la zona del euro en el 2007 sea, en gran medida, resultado de las medidas de ajuste adoptadas en Alemania e Italia. En Alemania, la contención sostenida del gasto y los aumentos de los impuestos indirectos están contribuyendo al ajuste fiscal. Las proyecciones indican que el déficit público de Italia se reducirá hasta algo menos del 3% del PIB, en consonancia con el plazo impuesto en la correspondiente recomendación del Consejo; ello podría explicarse, en gran medida, por la batería de medidas de ajuste, basadas principalmente en los impuestos, que contempla el presupuesto para el 2007 y por la desaparición de los factores transitorios de incremento del déficit. Portugal, el otro país que registró un déficit superior al 3% en el 2006, que tiene de plazo para corregir su déficit excesivo hasta el 2008, prevé continuar con sus medidas de saneamiento, aunque, no obstante, incluye como objetivo un déficit notablemente superior al valor de referencia del 3% del PIB para el 2007. En la mayoría de los países

que registran desequilibrios fiscales, las medidas de saneamiento previstas para alcanzar los objetivos presupuestarios a medio plazo son limitadas.

ES NECESARIO CENTRAR LAS ESTRATEGIAS FISCALES EN EL FORTALECIMIENTO DE LAS MEDIDAS DE SANEAMIENTO DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

Si bien las actualizaciones de los programas de estabilidad correspondientes al 2006 indican, en general, que las autoridades tienen previsto mantener el rumbo para alcanzar una situación presupuestaria saneada, también se observa que los objetivos presupuestarios no siempre conllevan un ajuste suficiente o que no se han especificado con detalle medidas concretas y creíbles a adoptar. Ello supone un riesgo para el futuro. Con el favorable impulso del crecimiento económico y el auge de los ingresos que caracterizan la situación fiscal en la mayoría de los países, es necesario evitar la complacencia y centrar la atención en las medidas de saneamiento de las finanzas públicas. Es preciso aprovechar al máximo la perspectiva de que, a corto plazo, continúen «los buenos tiempos» para alcanzar situaciones presupuestarias saneadas y lograr que la ratio de deuda pública se reduzca lo más rápidamente posible, habida cuenta, también, de los retos que plantea la demografía para la sostenibilidad fiscal. Es importante que en todos los países se cumplan escrupulosamente los compromisos adquiridos en el marco del Pacto para la Estabilidad y el Crecimiento, a fin de dar más credibilidad al marco fiscal de la UE.

La experiencia de otros tiempos confirma que la complacencia es el principal riesgo para las políticas fiscales en una fase de recuperación. Como ocurrió en los primeros años de la UEM, los ingresos extraordinarios obtenidos en las fases de recuperación del ciclo pueden hacer que las autoridades se sientan tentadas a aplicar recortes tributarios sin la financiación necesaria y/o a flexibilizar las medidas de contención del gasto. Para evitar que se repitan los errores cometidos en el pasado y que se produzcan desequilibrios macroeconómicos, es esencial

que todos los países se abstengan de adoptar políticas fiscales procíclicas menos restrictivas y traten de sanear las finanzas públicas en la actual fase de recuperación. De lo contrario, quedará muy poco margen para el funcionamiento de los estabilizadores automáticos en la siguiente desaceleración, lo que obligará a aplicar de nuevo políticas fiscales procíclicas más restrictivas. De no lograrse un saneamiento suficiente de las finanzas públicas, podrían intensificarse las tensiones en la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento en la siguiente desaceleración.

Los países miembros con desequilibrios fiscales que no se encuentren en situación de déficit excesivo deberían acelerar el saneamiento de las finanzas públicas con ayuda de medidas creíbles y alcanzar sus objetivos a medio plazo antes de lo previsto en las actualizaciones de los programas de estabilidad. De hecho, como se postula en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento revisado, el entorno económico actual exige superar el valor de referencia del 0,5% en materia de ajuste.

Los países cuyo déficit sobrepase el valor de referencia del 3% del PIB habrán de adoptar todas las medidas necesarias para corregir la situación lo antes posible, aplicando de forma rigurosa las recomendaciones del Consejo. La mejora de las perspectivas fiscales plantea la posibilidad de derogar, en un futuro próximo, las decisiones relativas al déficit excesivo en varios países. A este respecto, es esencial que dicho déficit se corrija de forma sostenible, aplicando medidas de ajuste permanentes y creíbles. Después, será necesario seguir avanzando con rapidez hacia la consecución de los objetivos a medio plazo, de forma que haya margen de maniobra suficiente para evitar que vuelva a superarse el límite permitido en materia de déficit. En los países en los que las previsiones apuntan a un riesgo de incumplimiento de los objetivos, habrá que redoblar los esfuerzos para alcanzar las metas propuestas y evitar que haya que adoptar medidas adicionales con respecto a los procedimientos de déficit excesivo.

Los países miembros que ya han logrado una situación presupuestaria saneada deberán mantenerla o consolidarla. En unos pocos casos, en los que el saldo fiscal ya registra superávit y, al mismo tiempo, la demanda económica está en auge, una política fiscal más restrictiva podría ayudar a reducir los riesgos de recalentamiento.

Unos datos estadísticos de alta calidad y unas prácticas óptimas de presentación de estadísticas siguen siendo elementos esenciales para evaluar correctamente la situación presupuestaria y la necesidad de adoptar medidas de ajuste.

Por último, cabe recordar que el saneamiento de las finanzas públicas debe ser parte integrante de unos programas de reforma estructural exhaustivos y basados en la contención del gasto, coherentes con la estrategia de Lisboa. Con ello no sólo se ayudaría a atenuar los efectos negativos del ajuste sobre la demanda mediante un aumento de la confianza, sino que también se contribuiría a la sostenibilidad fiscal y al crecimiento del producto y del empleo en la zona del euro.

2.6 EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE CAMBIO Y DE LA BALANZA DE PAGOS

EL EURO SE APRECIÓ EN EL 2006 EN TÉRMINOS EFECTIVOS

La tendencia alcista del tipo de cambio efectivo nominal del euro comenzó en el cuarto trimestre del 2005 y se intensificó a lo largo del 2006. La apreciación del euro fue bastante generalizada en el primer semestre del 2006, reflejando fundamentalmente su apreciación frente al dólar estadounidense, el yen japonés, el renminbi chino y varias monedas asiáticas vinculadas formalmente o de facto a la moneda estadounidense. En el segundo semestre del año, el euro registró inicialmente un episodio de estabilización generalizada, fluctuando en torno a los altos niveles alcanzados a finales del primer semestre y, posteriormente, reanudó su escalada a finales de octubre. Al final del año, el euro cotizaba –en términos efectivos nominales– casi

un 5% por encima del nivel de comienzos de enero y un 2,5% por encima de la media del 2005.

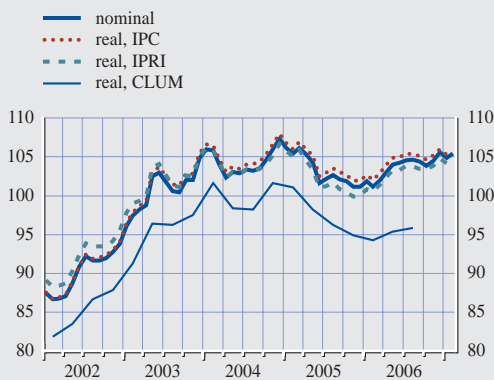
La fortaleza del euro durante la mayor parte del 2006 parece haber tenido su origen, entre otros factores, en la percepción de los mercados respecto a una mejora de la evolución económica general en la zona del euro. Si bien la evidencia más clara de un aumento del déficit por cuenta corriente de Estados Unidos podría haber impulsado la apreciación del euro frente al dólar estadounidense a principios de año, la atención de los mercados fue centrándose gradualmente en las diferencias en el ciclo económico y en la orientación futura de la política monetaria en las dos áreas económicas. Este cambio tuvo su origen, principalmente, en una mejora de las perspectivas económicas de la zona del euro, que contrastaba con la inquietud de los mercados ante la posibilidad de que la actividad económica en Estados Unidos experimentase una notable desaceleración. Hacia finales del año, ante la nueva evidencia de una desaceleración del ciclo económico en Estados Unidos, en un entorno de incrementos más moderados de los precios de consumo y de debilitamiento del mercado de la vivienda, volvieron a reducirse los diferenciales de tipos de interés frente a activos denominados en euros, y el euro se apreció nuevamente frente al dólar.

El yen japonés se depreció progresivamente frente al euro en el transcurso del 2006, a pesar del crecimiento económico sostenido que registró Japón durante el mismo período. Un factor que seguramente ha influido en la debilidad de la moneda japonesa ha sido el amplio diferencial de tipos de interés entre los activos denominados en yenes y los activos de otras grandes economías, que al parecer estimuló el desarrollo de un notable volumen de operaciones de «carry trade» en un entorno de baja volatilidad implícita de los tipos de cambio¹⁴.

El 29 de diciembre de 2006, el euro cotizaba a 1,32 dólares estadounidenses y a 156,93 yenes, es decir, un 11,4% y un 12,4%, respectivamente, por encima de los niveles registrados a princi-

Gráfico 32 Tipos de cambio efectivos nominal y real del euro ¹⁾

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

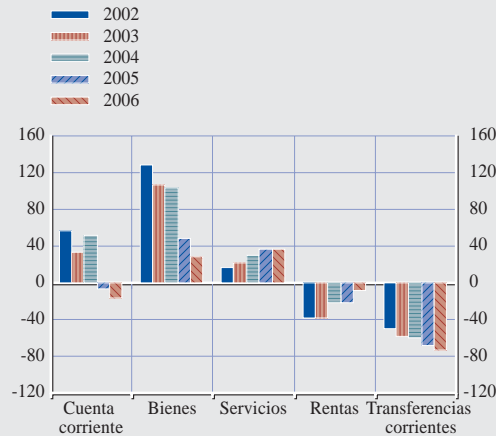


Fuente: BCE.

1) Un desplazamiento hacia arriba del índice TCE-24 representa una apreciación del euro. Los últimos datos mensuales disponibles corresponden a febrero del 2007 en el caso de los tipos de cambio efectivos nominales, y a enero del 2007 en el de los tipos de cambio efectivos reales. Por lo que respecta al TEC-24 real basado en los CLUM, las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre del 2006 y se basan, en parte, en estimaciones.

Gráfico 33 Balanza por cuenta corriente y sus componentes

(mm de euros; datos anuales; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

pios del año. El euro también se apreció considerablemente frente al dólar canadiense (11,2%), el dólar de Hong Kong (11,7%) y el renminbi chino (en torno a un 8%) y, en menor medida, alrededor de un 3% en promedio, frente al dólar australiano, el franco suizo, la corona noruega y la mayoría de las otras monedas asiáticas. Esas apreciaciones se compensaron, en parte, con las depreciaciones frente a la libra esterlina (2,2%) y a varias de las monedas de los nuevos Estados miembros de la UE, especialmente, la corona eslovaca (casi un 9%) y la corona checa (un 5,3%).

En los primeros dos meses del 2007, el tipo de cambio del euro permaneció prácticamente sin cambios en términos efectivos nominales.

Los tipos de cambio efectivos reales del euro –basados en diferentes indicadores de costes y precios– también se apreciaron en el 2006, aproximadamente en la misma magnitud que el tipo de cambio efectivo nominal (véase gráfico 32). En el último trimestre del 2006, el tipo de cambio efectivo real del euro, basado en los precios

de consumo, se situó casi un 3,5% por encima de los niveles observados un año antes.

LIGERO AUMENTO DEL DÉFICIT POR CUENTA CORRIENTE EN EL 2006

En el 2006, la balanza por cuenta corriente de la zona del euro registró un déficit de 16,2 mm de euros (un 0,2% del PIB), frente al déficit de 6,8 mm de euros (0,1% del PIB) contabilizado en el 2005. Este ligero incremento del déficit tuvo su origen, principalmente, en un descenso del superávit de la balanza de bienes (de 20,3 mm de euros), ya que, en términos nominales, las importaciones de bienes crecieron más rápidamente que las exportaciones (16,1% y 13,8%, respectivamente, en el 2006). El descenso del

14 El término «carry trade» se refiere a una estrategia comercial encaminada a aprovechar las ventajas del diferencial de tipos de interés entre dos áreas monetarias contrayendo préstamos en una moneda con tipo de interés más bajo e invirtiendo en una moneda con tipo de interés más alto, lo que les permite ganar «carry». Estas estrategias resultan rentables mientras la moneda con un tipo de interés más alto no se deprecie frente a la moneda con tipo de interés más bajo hasta un punto tal que anule la ventaja que reporta la diferencia entre los tipos de interés.

superávit de la balanza de bienes sólo se compensó en parte con menores déficit en las balanzas de rentas y transferencias corrientes, mientras que el superávit de la balanza de servicios se mantuvo prácticamente estable (véase gráfico 33).

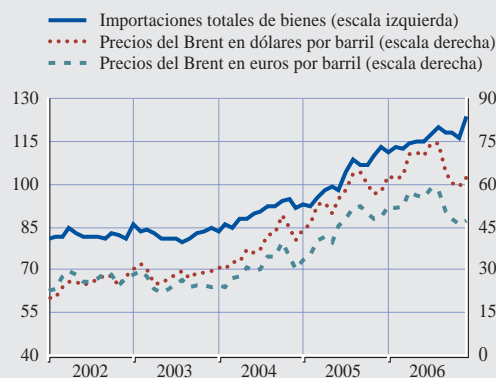
El comercio de bienes con países no pertenecientes a la zona del euro experimentó una notable expansión en el 2006. Por lo que respecta a las importaciones, aumentaron en términos reales en el transcurso del año como resultado del repunte de la actividad económica en la zona del euro y de la apreciación del euro. No obstante, las alzas de los precios de importación del petróleo y de otras materias primas distintas del petróleo fueron los principales factores determinantes del incremento de las importaciones nominales y, por lo tanto, de la reducción del superávit de la balanza de bienes (véase gráfico 34).

Aunque el efecto de la subida de los precios del petróleo en la balanza comercial de la zona del euro se compensó, en parte, con la apreciación del euro frente al dólar estadounidense, el déficit del comercio de petróleo siguió aumentando y se situó en 181 mm de euros (más del 2% del PIB) en el período de doce meses transcurrido hasta octubre del 2006, es decir, 39 mm de euros por encima del nivel registrado un año antes. Un aspecto más positivo que cabe destacar es que a la zona del euro parece haberle beneficiado el reciclaje de los ingresos provenientes del petróleo —a través de una mayor demanda de los países exportadores de petróleo—, que habría compensado, en parte, la transferencia de riqueza que suponen los elevados precios de importación.

Por lo que se refiere a las exportaciones, los aumentos tanto de los precios de exportación como de las exportaciones reales contribuyeron al crecimiento de las exportaciones nominales en el 2006. Las exportaciones reales de bienes de la zona del euro se incrementaron vigorosamente a lo largo del año, debido fundamentalmente a la fortaleza de la demanda exterior. Destacan por su dinamismo las exportaciones a Asia (especialmente a China) y a los nuevos

Gráfico 34 Importaciones de bienes de la zona del euro y precios del Brent

(datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y Bloomberg.

Estados miembros de la UE, en un entorno de intensa actividad económica en esas regiones. Los precios de exportación se incrementaron menos que en el año anterior, debido, sobre todo, a que los incrementos de los precios de los bienes de equipo y la energía fueron menores. Al mismo tiempo, la apreciación del tipo de cambio efectivo del euro en el 2006 entrañó una caída de la competitividad en términos de precios y costes y parece haber contribuido a una pérdida adicional de cuota de mercado para las exportaciones de la zona del euro.

La tendencia decreciente de las cuotas de mercado de exportación de la zona del euro también tiene relación con factores estructurales de la economía mundial, como la creciente importancia de los nuevos interlocutores en los mercados de exportación mundiales. En el recuadro 7 se describe con más detalle cómo se está adaptando la zona del euro a un entorno económico cada vez más internacional y competitivo.

Recuadro 7

GLOBALIZACIÓN Y COMPETITIVIDAD DE LA ZONA DEL EURO¹

Si bien la globalización no es un fenómeno nuevo, existe un consenso cada vez mayor en que su impacto está transformando radicalmente la estructura de la producción y del comercio a escala mundial.

En el presente recuadro se evalúan los cambios recientes en la estructura de exportaciones de la zona del euro y de otras grandes economías en el contexto de la globalización². Utilizando el índice de Balassa de ventajas comparativas reveladas (véase cuadro), que muestra valores superiores a la unidad si las exportaciones de un país correspondientes a un sector dado son mayores que la media mundial, se observa que, durante el período comprendido entre los años 1993 y 2004, la zona del euro tenía una estructura de exportaciones relativamente diversificada, especializándose principalmente en exportaciones de bienes de equipo y de bienes intensivos en investigación, así como de bienes intensivos en trabajo. La especialización parcial de la zona del euro en la producción intensiva en trabajo es sorprendente a primera vista, ya que la ratio capital-trabajo de la zona del euro es alta en relación con muchas economías en desarrollo. Por consiguiente, los resultados del cuadro siguiente podrían estar sujetos a algunas limitaciones. En primer lugar, el índice de Balassa, que no está ajustado por los bienes intermedios importados del exterior, resulta un tanto engañoso, ya que las ventajas comparativas están relacionadas, probablemente, con los procesos y las actividades que se realizan en cada sector. En segundo lugar, la clasificación en los cuatro grupos que aparecen en el cuadro se basa en categorías de exportaciones relativamente amplias.³

Por el contrario, las tres grandes economías industrializadas que compiten con la zona del euro –Japón, Reino Unido y Estados Unidos– no tienen ventaja comparativa revelada en las exportaciones intensivas en trabajo; en cambio su especialización es mucho mayor en productos

- 1 El presente recuadro se basa en U. Baumann y F. di Mauro, «Globalisation and euro area trade: interactions and challenges», Occasional Paper n.º 55 del BCE.
- 2 Las cifras agregadas ocultan importantes diferencias en la estructura y en el comportamiento del comercio exterior entre los distintos países que integran la zona del euro.
- 3 Véase una medida alternativa de la especialización relativa de las exportaciones en «Relative export structures and vertical specialisation, a simple cross-country index», Documento de trabajo del Banco de Portugal, enero del 2007.

Ventaja comparativa revelada por intensidad de factores¹⁾

(Índice²⁾; media 1993-2004)

Las exportaciones son predominantemente	Zona del euro ³⁾	Estados Unidos	Reino Unido	Japón	China	Economías dinámicas de Asia	PECO
Intensivas en materias primas	0,5	0,7	0,6	0,1	0,6	0,7	1,6
Intensivas en trabajo	1,1	0,7	0,9	0,5	2,2	1,2	1,2
Intensivas en capital	1,2	0,9	1,0	1,5	0,4	0,5	1,2
Intensivas en investigación	1,1	1,4	1,2	1,4	0,9	1,3	0,5

Fuente: Base de datos CHELEM del Centre d'Études Prospectives et d'Information Internationales (CEPII) y cálculos del BCE.

1) Véase en el anexo A (cuadro A3), del Occasional Paper n.º 55 del BCE, una lista de los sectores que se incluyen en cada una de las categorías de intensidad de factores.

2) Índice de ventaja comparativa revelada de Balassa, que calcula la especialización relativa de las exportaciones de cada país basándose en cuatro grupos de productos (sectores intensivos en materias primas, sectores intensivos en trabajo, sectores intensivos en capital y sectores intensivos en investigación) con respecto a las medias mundiales utilizando la fórmula siguiente: $RC_{Ak,j} = (X_{k,j} / \sum X_{k,j}) / (X_{w,j} / \sum X_{w,j})$. El numerador representa la participación del sector j en las exportaciones totales del país k , y el denominador corresponde a la participación porcentual del sector j en las exportaciones mundiales totales.

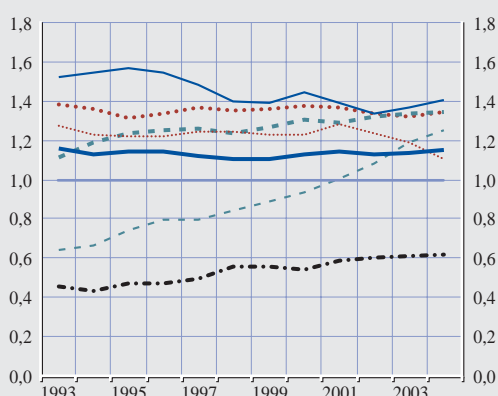
3) Sólo se consideran las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro.

Gráfico A Evolución de la ventaja comparativa revelada

(índice¹⁾: datos anuales)

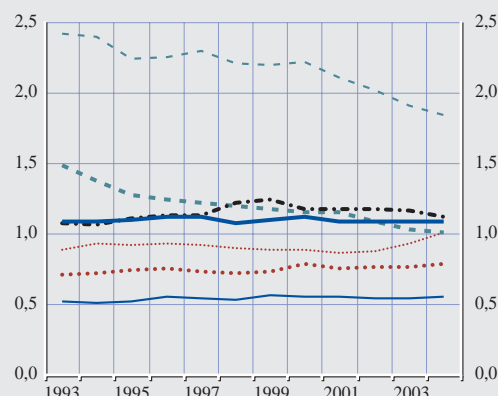
1 Predominantemente exportaciones intensivas en investigación

— Zona del euro Reino Unido
..... Estados Unidos - - - China
- - - EDA - - - PECO
— Japón



1 Predominantemente exportaciones intensivas en trabajo

— Zona del euro Reino Unido
..... Estados Unidos - - - China
- - - EDA - - - PECO
— Japón



Fuentes: CHELEM y cálculos del BCE.

Nota: Índice de ventaja comparativa revelada de Balassa (para más detalles sobre la construcción del índice, véase nota 2 del cuadro anterior).

intensivos en investigación. Además, Japón también se especializa en bienes predominantemente intensivos en capital, lo que refleja su elevado *stock* de capital. No es sorprendente que China, otras economías asiáticas, a las que en este recuadro se denominará economías dinámicas de Asia (EDA)⁴, y los países de Europa Central y Oriental (PECO)⁵ se especialicen en bienes intensivos en trabajo, lo que refleja su intensidad relativa en factores. Las EDA, a pesar de su ventaja comparativa en las actividades intensivas en trabajo, también se especializan en productos intensivos en investigación en mayor medida que la zona del euro. Los PECO, cuya falta de ventaja comparativa revelada en bienes intensivos en investigación refleja claramente los bajos niveles de inversión en I+D⁶, presentan un nivel relativamente alto de especialización en bienes intensivos en materias primas.

La especialización de las exportaciones de la zona del euro y de otros países desarrollados en sectores intensivos en investigación ha variado muy poco con el tiempo en comparación con algunas de las principales economías emergentes, como China, que están avanzando rápidamente en esos sectores (véase gráfico A1)⁷. Tampoco se han producido grandes cambios en la especialización de las economías más industrializadas en bienes intensivos en trabajo, que, en el caso de la zona del euro, sigue siendo relativamente alta (véase gráfico A2).

4 India, Indonesia, RAE de Hong Kong, Singapur, Corea del Sur, Taiwán, Malasia, Filipinas y Tailandia.

5 Comunidad de Estados Independientes (Armenia, Azerbaiyán, Belarús, Georgia, Kazajstán, Kirguistán, República de Moldova, Federación de Rusia, Tayikistán, Turkmenistán, Ucrania, Uzbekistán), Estonia, Lituania, Letonia, antigua Yugoslavia, (posteriormente Bosnia y Herzegovina, Croacia, Macedonia, Serbia, Montenegro y Eslovenia), Albania, Bulgaria, antigua Checoslovaquia, (posteriormente República Checa y Eslovaquia), Hungría, Polonia, Rumanía, Turquía.

6 El gasto interior bruto medio en I+D en los PECO es, en promedio, inferior al 1% del PIB, en comparación con el 1,9% de la zona del euro, el 2,6% de Estados Unidos y el 3,2% de Japón (fuente: OECD Science, Technology and Industry. Scoreboard 2005 y Eurostat, Structural Indicators Database).

7 Si bien en este cambio podría haber influido el peso específico relativamente grande de las economías industrializadas en comparación con las economías emergentes, también podría reflejar un proceso de convergencia tecnológica en estas últimas.

Si bien la atención de la zona del euro se centra principalmente en los productos de tecnología media, como la maquinaria y el equipo, los vehículos de motor, los productos químicos y los productos eléctricos, también se especializa en algunos de los sectores de la demanda mundial en rápido crecimiento, como los productos farmacéuticos, los instrumentos médicos, ópticos y de precisión, así como las aeronaves y la industria aeroespacial. No obstante, su especialización en sectores de crecimiento más lento, como los productos minerales no metálicos es también muy intensa. En general, la zona del euro no está muy especializada en un sector concreto, sino que su estructura de exportaciones está relativamente diversificada si se compara con otras economías industrializadas, lo que, posiblemente, protege la producción agregada de la zona del euro en períodos de escasa demanda mundial en cualquier sector. Pese al hecho de que, en general, la especialización de las exportaciones de la zona del euro en sectores intensivos en investigación apenas ha variado con el tiempo, los datos más desagregados indican que los exportadores de la zona han intensificado, sin embargo, su especialización en algunos sectores de alta tecnología (como los productos farmacéuticos y los instrumentos médicos, ópticos y de precisión, así como en las tecnologías de la información y las comunicaciones), en los que la demanda mundial ha registrado un sólido crecimiento. Por el contrario, en otros países desarrollados, como Japón o Estados Unidos, se ha observado un descenso de la especialización en este campo, posiblemente debido a la intensa competencia de las economías emergentes de Asia y al estallido de la burbuja tecnológica en el año 2000.

Otros factores podrían haber influido también positivamente en la competitividad de las exportaciones de la zona del euro. Encuestas recientes, estudios empíricos y modelos teóricos sugieren que a las empresas les beneficia invertir en el exterior. Por lo tanto, la intensa actividad de las empresas de la zona del euro en materia de inversión directa extranjera podría contribuir a incrementar la productividad total de la zona⁸.

De cara al futuro, si bien las economías se han especializado hasta ahora en sectores de tecnología baja y media baja y en algunos sectores de alta tecnología, parece probable que, en el futuro, intensifiquen su especialización en sectores de tecnología media alta, lo que expondría algunos de los baluartes tradicionales de la zona del euro, como los vehículos de motor, la maquinaria y el equipo, a una mayor competencia y a la necesidad de ajustes futuros posiblemente grandes. De hecho, según los indicios, esto ya está sucediendo con la especialización de las exportaciones de los PECO, China y las EDA, que ha comenzado a aumentar en la última década en los sectores de tecnología media, incluidos los vehículos de motor y el material de transporte, así como otra maquinaria y equipo.

Esta evaluación inicial del comportamiento de las exportaciones de la zona del euro debería complementarse con una consideración explícita de la vertiente de las importaciones, ya que la globalización ha tenido un fuerte impacto en la penetración de las importaciones y en su composición en los distintos países. La liberalización del comercio y la expansión de las redes de producción internacionales han contribuido a un fuerte incremento de esa penetración en las principales economías industrializadas durante la última década. Entre los años 1991 y 2005, las importaciones reales de bienes y servicios en relación con el PIB se triplicaron con creces en Estados Unidos y casi se duplicaron en Japón, mientras que la evolución en la zona del euro

8 Véase el artículo titulado «Germany in the globalisation process», en el Monthly Report del Deutsche Bundesbank de diciembre del 2006; A. Bernard, J. Jenson y P. Schott (2005): «Importers, exporters, and multinationals: a portrait of firms in the US that trade goods», NBER Working Paper 11404; y E. Helpman, M. Melitz y S. Yeepee (2004): «Exports versus FDI», *American Economic Review*, 94, pp. 300-316.

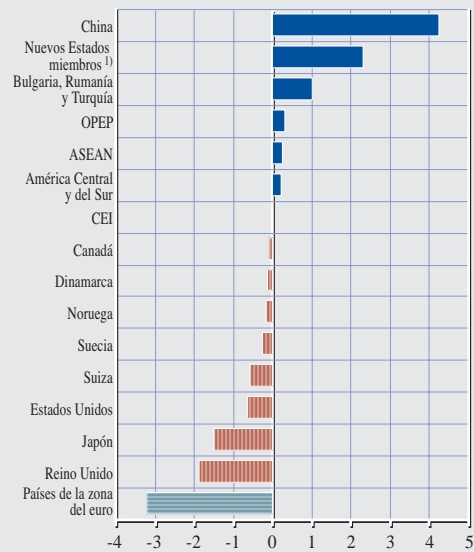
y en el Reino Unido se situó, aproximadamente, entre estos dos valores. Además, el aumento general de la penetración de las importaciones ha ido acompañado de un fuerte incremento de las importaciones procedentes de países en desarrollo. Para la zona del euro, ello ha significado un cambio relativo, en el sentido de que ha disminuido la importancia de los intercambios con socios comerciales de la zona y otras economías industrializadas y ha aumentado el peso específico de las economías emergentes, de costes más bajos, como proveedores de bienes (véase gráfico B). Tal cambio ha sido especialmente notorio en el caso de los bienes intermedios y de capital. De todo ello se desprende claramente que las economías emergentes están cobrando importancia para los procesos de producción. Esta tendencia se asocia a otra más generalizada a que las exportaciones de la zona del euro tengan un mayor contenido en productos importados.

En resumen, si bien la zona del euro ya está enfrentándose a una creciente competencia de las economías emergentes, todavía habrá que realizar otros ajustes. En comparación con Estados Unidos, que parece estar avanzando con más decisión hacia los productos intensivos en investigación, la zona del euro sigue especializándose, en parte, en bienes intensivos en trabajo. Además, las economías emergentes están cobrando importancia como competidores en la exportación no sólo en los sectores más intensivos en trabajo –como cabría pensar considerando su dotación relativa de factores–, sino también, cada vez más, en tecnología y bienes intensivos en capital. Al mismo tiempo, la zona del euro está perdiendo terreno en algunos sectores que han sido sus baluartes tradicionales, como la maquinaria y el equipo, como lo corrobora la evidencia de un fuerte aumento de las importaciones de bienes de equipo de los nuevos Estados miembros de la UE, que parecen estar desplazando parcialmente a las importaciones provenientes de otros países de la zona del euro.

Para que los nuevos ajustes frente al cambio estructural culminen con éxito es necesario evitar el proteccionismo, ya que con ello sólo se conseguiría prolongar aún más los períodos de ajuste. Por el contrario, es más probable alcanzar los objetivos asegurándose de que dicho cambio estructural se produzca en un entorno que permita reducir al mínimo las pérdidas transitorias de bienestar (como los aumentos transitorios del desempleo) y facilite una transferencia flexible de recursos hacia sectores nuevos y en expansión. Esta es la mejor forma en que puede hacer frente una economía a los retos que plantea la globalización. Para ello es necesario, una vez más, emprender reformas estructurales en la zona del euro, así como incrementar el gasto en I+D, a fin de facilitar la innovación necesaria para desarrollar nuevos y prometedores campos de especialización.

Gráfico B Variación de las cuotas de importación en el sector manufacturero de la zona del euro por países de origen

(variaciones en puntos porcentuales, 1995-2005)



Fuente: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Basado en el comercio en términos nominales. Proporción que representan las importaciones de la zona del euro provenientes de un país o región divididas por las importaciones totales (de dentro y de fuera) de la zona.

1) Países que se incorporaron a la UE en el 2004.

ENTRADAS NETAS TOTALES DE INVERSIONES DIRECTAS Y DE CARTERA EN EL 2006

En la cuenta financiera, el agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro registró entradas netas por importe de 109,2 mm de euros en el 2006, frente a las salidas netas de 45,4 mm de euros contabilizadas en el 2005. Este cambio de signo fue resultado, principalmente, de una notable caída de las entradas netas de inversiones directas y de un aumento mayor de las entradas netas de inversiones de cartera en forma tanto de acciones y participaciones como de valores distintos de acciones (véase gráfico 35).

Excluidos los efectos de una sola transacción de gran magnitud asociada a la reestructuración de una gran empresa de la zona del euro en el 2005, el aumento del déficit de la cuenta de inversiones directas en el 2006 es atribuible a un incremento de las inversiones directas en el exterior realizadas por residentes en la zona del euro en forma de acciones y otras participaciones en los nuevos Estados miembros de la UE, así como en el Reino Unido y en Estados Unidos. Al mismo tiempo, los flujos de inversiones directas en la zona del euro se duplicaron con creces en com-

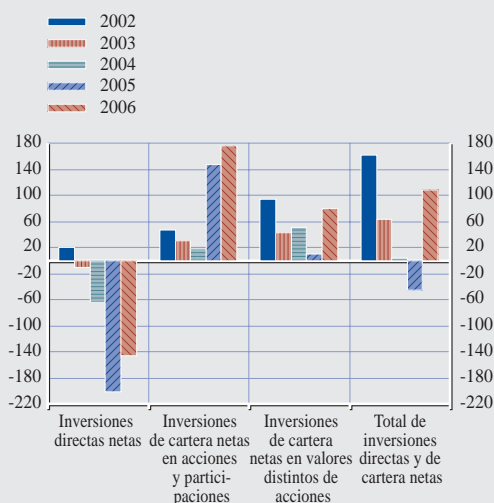
paración con los bajos niveles registrados en el 2004 y en el 2005, posiblemente como consecuencia, en parte, de las expectativas de los mercados respecto a una mejora de las perspectivas económicas de la zona del euro.

Si, una vez más, se excluyen los efectos de la reestructuración antes mencionada, el aumento de las entradas netas de inversiones de cartera en el 2006 tuvo su origen en un incremento de las compras netas de valores de renta variable de la zona del euro por no residentes, al que contribuyeron los favorables resultados obtenidos por las empresas de la zona, que vieron aumentar sus beneficios, y el hecho de que los rendimientos de ese tipo de valores fueran más elevados en la zona del euro que en Estados Unidos. La evidencia cada vez más clara de una mejora de las perspectivas económicas de la zona del euro a lo largo del año podría haber sido uno de los principales factores determinantes de esta evolución.

Por lo que se refiere a la renta fija, las entradas netas de valores distintos de acciones ascendieron a 79,2 mm de euros (frente a lo 8,7 mm de euros registrados en el 2005), debido a un acu-

Gráfico 35 Inversiones directas y de cartera de la zona del euro

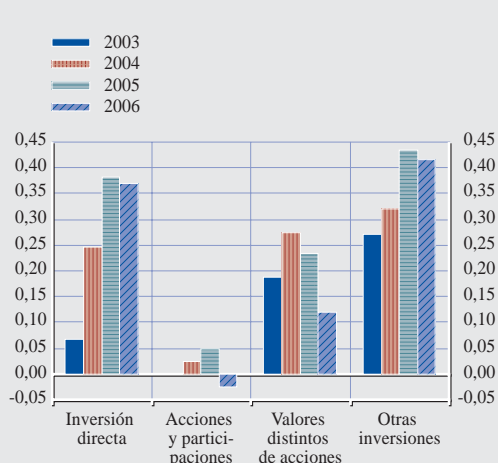
(mm de euros; datos anuales)



Fuente: BCE.

Gráfico 36 Flujos de salida de recursos financieros de la zona del euro hacia los nuevos Estados miembros de la UE

(en porcentaje del PIB de los nuevos Estados miembros)



Fuente: BCE.

Nota: Los datos correspondientes al 2006 se basan en los tres primeros trimestres.

sado incremento de las compras de bonos y obligaciones de la zona del euro por parte de no residentes.

En cuanto a la distribución geográfica de las inversiones de cartera, tomando como base los flujos acumulados en los tres primeros trimestres del 2006, se observa que Estados Unidos, los centros financieros extraterritoriales y los países de Asia, excluido Japón, fueron los principales receptores de las inversiones de cartera de la zona del euro en valores de renta variable. Los inversores de la zona realizaron, asimismo, grandes adquisiciones netas de valores de renta fija emitidos en estas regiones y en el Reino Unido. Es posible que las empresas manufactureras de la zona del euro hayan seguido reubicando parte de su producción, especialmente en los nuevos Estados miembros de la UE, dado que los flujos de inversión directa extranjera hacia estos países (medidos como porcentaje de su PIB) han venido aumentando en los cuatro últimos años.

NUEVO DETERIORO DE LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL EN EL 2006

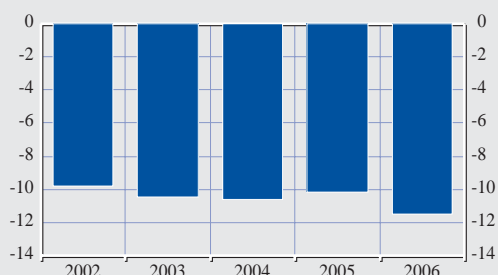
Los datos sobre la posición de inversión internacional de la zona del euro frente al resto del mundo, disponibles hasta el tercer trimestre del 2006, indican que la zona registró pasivos netos por importe de 965 mm de euros (que representan el 11,5% del PIB de la zona), frente a los

pasivos netos de 811 mm de euros (10,1% del PIB) contabilizados a finales del 2005 (véase gráfico 37). El aumento de los pasivos netos en el 2006 tuvo en gran parte su origen en un incremento de las posiciones deudoras netas en inversiones de cartera (de 145 mm de euros) y otras inversiones (de 83 mm de euros), que sólo se compensaron parcialmente con un incremento de la posición acreedora neta en inversiones directas (de 70 mm de euros) y en activos de reserva (de 5 mm de euros).

Dado que el déficit por cuenta corriente de la zona del euro ascendió a sólo 20 mm de euros en el 2006, el incremento de la posición deudora neta internacional se debió en gran medida a los efectos de revalorización derivados de variaciones en el precio de los activos y de fluctuaciones en los tipos de cambio.

Gráfico 37 Posición de inversión internacional neta

(en porcentaje del PIB)



Fuente: BCE.

Nota: Los datos corresponden a los saldos vivos a fin de período. Para el 2006, los datos se refieren al final del tercer trimestre.

3 EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA EN LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE NO PERTENECIENTES A LA ZONA DEL EURO

ACTIVIDAD ECONÓMICA

El crecimiento del PIB real en los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro se aceleró de forma notable en el 2006 (véase cuadro 6)¹⁵. Si bien esta pauta de actividad económica más intensa se observó, en general, en todos los países, las tasas de crecimiento interanual variaron considerablemente de unos a otros. En los países que se incorporaron a la Unión Europea en mayo del 2004, el mayor crecimiento del producto se registró en Estonia y en Letonia, con cifras superiores al 11,4%. La República Checa, Lituania y Eslovaquia también registraron elevadas tasas de crecimiento del PIB real, entre el 6,1% y el 8,3%, mientras que Malta registró las tasas más bajas. En los otros países, Dinamarca, Suecia y el Reino Unido, el crecimiento se aceleró en comparación con el 2005 y se situó en un nivel próximo al de la zona del euro en el 2006.

En la mayoría de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, la demanda interna fue el motor de la actividad económica. El consumo privado se vio estimulado por un creciente aumento de la renta real disponible, como consecuencia del vigoroso crecimiento de

los salarios y del descenso del desempleo, y por el auge de los precios de la vivienda. El crecimiento de la formación bruta de capital fijo mostró una aceleración, favorecido, entre otros factores, por un periodo prolongado de favorables condiciones financieras, la mejora del clima económico y, en algunos países, la notable afluencia de flujos de inversión directa extranjera (IDE). En la mayoría de los países, la rápida expansión del crédito, consecuencia en parte de la favorable situación financiera, también contribuyó al sólido crecimiento de la demanda interna.

El crecimiento de las exportaciones se aceleró en muchos países, sustentado en la solidez de la demanda de los principales socios comerciales y las cuantiosas entradas de IDE registradas en los últimos años. No obstante, en la mayoría de los países, el crecimiento de las importaciones continuó a ritmo acelerado, debido al dina-

15 Los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, a los que se hace referencia en esta sección son los 13 países de la UE que no formaban parte de la zona a finales de diciembre del 2006 (es decir, la República Checa, Dinamarca, Estonia, Chipre, Letonia, Lituania, Hungría, Malta, Polonia, Eslovenia, Eslovaquia, Suecia y Reino Unido).

Cuadro 6 Crecimiento del PIB real

(tasas de variación interanual)

	2003	2004	2005	2006	2006 I	2006 II	2006 III	2006 IV
República Checa	3,6	4,2	6,1	6,1	6,4	6,2	5,9	5,8
Dinamarca	0,4	2,1	3,1	3,2	3,5	3,0	3,0	3,1
Estonia	7,1	8,1	10,5	11,4	11,6	11,8	11,0	11,2
Chipre	1,8	4,2	3,9	3,8	3,5	4,2	3,8	3,6
Letonia	7,2	8,7	10,6	11,9	13,1	11,1	11,9	11,7
Lituania	10,3	7,3	7,6	7,5	7,9	8,3	6,9	7,0
Hungría	4,1	4,9	4,2	3,9	4,4	4,0	3,9	3,4
Malta	-2,3	1,1	3,0	2,9	3,0	2,6	2,7	3,1
Polonia	3,8	5,3	3,5	5,8	4,8	5,6	5,9	6,6
Eslovenia	2,7	4,4	4,0	5,2	4,9	5,2	5,9	5,8
Eslovaquia	4,2	5,4	6,0	8,3	6,7	6,7	9,8	9,6
Suecia	1,8	3,6	2,9	4,7	4,4	5,0	4,5	4,9
Reino Unido	2,7	3,3	1,9	2,7	2,4	2,7	2,9	3,0
UE-10 ¹⁾	4,1	5,2	4,8	5,9	5,5	5,8	6,1	6,2
UE-13 ²⁾	2,7	3,6	2,7	3,6	3,3	3,6	3,7	3,8
Zona del euro	0,8	1,8	1,5	2,8	2,2	2,8	2,7	3,3

Fuente: Eurostat.

1) El agregado UE-10 incluye los datos correspondientes a los diez países que se incorporaron a la UE el 1 de mayo de 2004.

2) El agregado UE-13 incluye los datos correspondientes a los 13 Estados miembros de la Unión Europea no pertenecientes a la zona del euro durante el periodo transcurrido hasta finales de diciembre del 2006.

mismo de la demanda interna y al contenido relativamente alto de productos importados en las exportaciones de muchos de ellos. Como resultado, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB real en el 2006 fue, en general, neutra para el conjunto de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y sólo en Hungría, Malta, Eslovaquia y Suecia fue notablemente positiva. Las elevadas tasas de crecimiento de las importaciones y las exportaciones observadas en muchos países sugieren que, si bien se ha recorrido ya un largo camino, la integración comercial de los países que se incorporaron a la UE en mayo del 2004 es todavía un proceso en marcha.

Junto al mayor vigor de la actividad económica, la situación del mercado de trabajo continuó mejorando en el 2006 en muchos de esos Estados miembros, si bien se observan notables diferencias entre unos países y otros. Mientras que el desempleo siguió siendo muy elevado en Polonia y Eslovaquia, en otros países como Dinamarca, los Estados Bálticos y el Reino Unido, la situación del mercado de trabajo se endureció. En la mayoría de los países que pertenecen a la UE desde mayo del 2004, el creci-

miento del empleo siguió siendo más moderado de lo que cabría pensar a juzgar por el rápido crecimiento del producto. Ello se debió a que el crecimiento del PIB real se apoyó principalmente en la adopción de nuevas tecnologías y el fuerte crecimiento de la productividad como resultado, entre otros factores, de la notable afluencia de flujos de IDE en los últimos años. Los obstáculos de carácter estructural, como los desajustes geográficos y el grado de cualificación entre la oferta y la demanda de trabajo persisten en muchos de los países que se incorporaron a la Unión Europea en mayo del 2004. Dichos obstáculos, a los que hay que sumar los flujos migratorios, que contribuyeron a las tensiones observadas en los mercados de trabajo, amenazan con convertirse en un lastre para el crecimiento en los países en los que ha comenzado a registrarse escasez de mano de obra.

EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS

La inflación medida por el IAPC aumentó significativamente en el 2006 en casi todos los países miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro (véase cuadro 7). Las tasas más elevadas siguieron registrándose en los Estados Bálticos que más crecieron, Hungría y

Cuadro 7 Inflación medida por el IAPC

(tasas de variación interanual)

	2003	2004	2005	2006	2006 I	2006 II	2006 III	2006 IV
República Checa	-0,1	2,6	1,6	2,1	2,4	2,5	2,4	1,1
Dinamarca	2,0	0,9	1,7	1,9	2,0	2,0	1,8	1,6
Estonia	1,4	3,0	4,1	4,4	4,4	4,5	4,4	4,5
Chipre	4,0	1,9	2,0	2,2	2,3	2,6	2,6	1,5
Letonia	2,9	6,2	6,9	6,6	7,0	6,5	6,6	6,2
Lituania	-1,1	1,2	2,7	3,8	3,3	3,6	4,0	4,2
Hungría	4,7	6,8	3,5	4,0	2,4	2,7	4,6	6,4
Malta	1,9	2,7	2,5	2,6	2,6	3,4	3,2	1,1
Polonia	0,7	3,6	2,2	1,3	0,9	1,4	1,5	1,3
Eslovenia	5,7	3,7	2,5	2,5	2,3	3,1	2,5	2,3
Eslovaquia	8,4	7,5	2,8	4,3	4,2	4,6	4,8	3,5
Suecia	2,3	1,0	0,8	1,5	1,2	1,9	1,5	1,4
Reino Unido	1,4	1,3	2,0	2,3	2,0	2,2	2,4	2,7
UE-10 ¹⁾	1,9	4,1	2,5	2,4	2,0	2,4	2,7	2,5
UE-13 ²⁾	1,6	2,2	2,1	2,3	1,9	2,2	2,4	2,5
Zona del euro	2,1	2,1	2,2	2,2	2,3	2,5	2,2	1,8

Fuente: Eurostat.

1) El agregado UE-10 incluye los datos de los diez países que se incorporaron a la UE el 1 de mayo de 2004.

2) El agregado UE-13 incluye los datos de los trece Estados miembros de la Unión Europea no pertenecientes a la zona del euro durante el período transcurrido hasta finales de diciembre del 2006.

Eslovaquia, y se situaron en niveles próximos o ligeramente superiores a la media de la zona del euro en los otros Estados miembros del grupo. La inflación media fue inferior al 2% en Dinamarca, Polonia y Suecia, mientras que, en la República Checa, no pasó del 2,1% en el 2006.

La tendencia alcista de la inflación observada en el 2006 en los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro fue atribuible, en parte, a los cambios en los precios administrados y en los impuestos indirectos que tuvieron lugar en varios países como la República Checa, Letonia, Lituania, Hungría, Malta y Eslovaquia. Además, el notable repunte de los precios de la energía fue, en gran medida, la causa del aumento de la inflación en el verano del 2006. En varios países, también influyó en la tendencia de la inflación los incrementos de los precios de los alimentos, que comenzaron a crecer a una tasa más rápida en el 2006, tras los aumentos muy moderados o descensos experimentados en el 2005. No obstante, en la mayoría de los países, el rápido crecimiento de la demanda interna también contribuyó a las presiones inflacionistas subyacentes.

En los países en los que existe un grado significativo de flexibilidad cambiaria, la apreciación de la moneda tuvo un impacto moderador generalizado sobre los precios de importación y, dado el relativamente elevado grado de apertura de estos países, también influyó, en última instancia, en la inflación general. Dada la pujante actividad económica en la mayoría de los Estados miembros de la Unión Europea no pertenecientes a la zona del euro, la evolución de los salarios en el 2006 fue, en promedio, dinámica. El crecimiento de los salarios nominales fue especialmente pronunciado en los países que registraron las mayores tasas de crecimiento del PIB (es decir, los Estados Bálticos), donde excedió las ganancias de productividad y contribuyó a intensificar las presiones inflacionistas.

POLÍTICAS FISCALES

Las políticas fiscales aplicadas en los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro siguieron siendo heterogéneas en el 2006. Tres países (Dinamarca, Estonia y Suecia) registraron un superávit presupuestario, mientras que los diez restantes registraron déficit (véase cuadro 8). Con la excepción de Hungría, los saldos presupuestarios del 2006 se situaron, en general, en los niveles previstos o incluso fueron mejores que los objetivos establecidos en los programas de convergencia actualizados enviados a finales del 2005. Sin embargo, en muchos casos, ello se debió a la mejor situación de partida a finales del 2005 y a un aumento de los ingresos tributarios, que a su vez podría explicarse, en parte, porque el crecimiento del PIB fue mayor de lo esperado. Los avances en materia de saneamiento estructural de las finanzas públicas parecen haberse estancado en la mayoría de los países. Se estima que sólo Malta ha logrado un cambio positivo en el saldo presupuestario ajustado por el ciclo de al menos un 0,5% del PIB (excluidas las medidas excepcionales y otras de carácter temporal). Por el contrario, en varios países incluso se relajó el tono de la política fiscal, de forma procíclica, a pesar del fuerte crecimiento del producto.

A finales del 2006, la República Checa, Hungría, Malta, Polonia, Eslovaquia y el Reino Unido estaban sometidos a procedimientos de déficit excesivo. Según se indica en sus respectivos programas de convergencia actualizados para 2006-2007, la ratio de déficit público se redujo en todos estos países, salvo en Hungría y Eslovaquia, situándose en el 2006 por debajo del 3% del PIB en Malta y en el Reino Unido. En Polonia, al igual que en el 2005, se registró una ratio de déficit inferior al valor de referencia. Sin embargo, si se excluye la exención estadística de no considerar los sistemas obligatorios de pensiones de capitalización públicos dentro del sector de Administraciones Públicas (que expira en el 2007), la ratio de déficit habría sobrepasado el umbral del 3%.

Por lo que se refiere a las principales decisiones del Consejo ECOFIN con respecto al pro-

Cuadro 8 Situación presupuestaria

(en porcentaje del PIB)

	Superávit (+) / déficit (-) de las Administraciones Públicas			Datos de los programas de convergencia para el 2006
	2003	2004	2005	
República Checa	-6,6	-2,9	-3,7	-3,5
Dinamarca	1,1	2,7	4,9	4,1
Estonia	1,9	2,3	2,3	2,6
Chipre	-6,3	-4,4	-2,3	-1,9
Letonia	-1,2	-1,0	0,0	-0,4
Lituania	-1,3	-1,5	-0,5	-1,2
Hungría	-7,2	-6,7	-7,8	-10,1
Malta	-10,0	-5,0	-3,4	-2,6
Polonia	-4,7	-3,9	-2,5	-1,9
Eslovenia	-2,8	-2,3	-1,4	-1,6
Eslovaquia	-3,7	-3,0	-3,1	-3,7
Suecia	0,1	1,8	3,0	3,0
Reino Unido	-3,3	-3,2	-3,3	-2,8
UE-10 ¹⁾	-5,1	-3,8	-3,4	-3,4
UE-13 ²⁾	-3,0	-2,3	-2,0	-1,9
Zona del euro	-3,1	-2,8	-2,4	-1,9

	Deuda bruta de las Administraciones Públicas			Datos de los programas de convergencia para el 2006
	2003	2004	2005	
República Checa	30,1	30,7	30,4	30,6
Dinamarca	44,4	42,6	35,9	28,6
Estonia	5,7	5,2	4,5	3,7
Chipre	69,1	70,3	69,2	64,7
Letonia	14,4	14,5	12,1	10,7
Lituania	21,2	19,4	18,7	18,4
Hungría	58,0	59,4	61,7	67,5
Malta	70,2	74,9	74,2	68,3
Polonia	43,9	41,8	42,0	42,0
Eslovenia	28,5	28,7	28,0	28,5
Eslovaquia	42,7	41,6	34,5	33,1
Suecia	51,8	50,5	50,4	46,5
Reino Unido	38,9	40,4	42,4	43,7
UE-10 ¹⁾	41,6	41,0	40,7	41,2
UE-13 ²⁾	41,1	41,8	42,4	42,7
Zona del euro	69,3	69,8	70,8	69,6

Fuentes: Comisión Europea (para el período 2004-2006), programas de convergencia actualizados 2006-2007 (para el 2006) y cálculos del BCE.

Notas: Los datos se basan en la definición de procedimiento de déficit excesivo. Los saldos presupuestarios (datos de la Comisión) excluyen los ingresos procedentes de la venta de licencias UMTS. En el caso de Dinamarca, Polonia y Suecia, los datos incluyen los fondos de pensiones del segundo pilar. El efecto de mejora estimado de estos fondos es el siguiente: Dinamarca 1% del PIB, Polonia 2% del PIB y Suecia 1,1% del PIB. Al igual que en la actualización de los programas de convergencia y que en las previsiones de la Comisión del otoño del 2006, las cifras de Hungría han dejado de incluir los fondos de pensiones del segundo pilar.

1) El agregado UE-10 incluye los datos correspondientes a los diez países que se incorporaron a la Unión Europea el 1 de mayo de 2004.
2) El agregado UE-13 incluye los datos correspondientes a los 13 Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro durante el período transcurrido hasta finales de diciembre del 2006.

cedimiento de déficit excesivo adoptadas en el 2006, cabe señalar la exención otorgada a Chipre en julio, después de que el país declarase una ratio de déficit público inferior al valor de referencia del 3% del PIB en el 2005. Por el contrario, el Consejo inició un procedimiento de déficit excesivo en el caso del Reino Unido en enero del 2006, y exhortó al país a corregir esta situación, a más tardar, antes de que concluyera

el ejercicio financiero 2006/2007. En septiembre del 2006, Hungría presentó un programa de convergencia revisado –que el Consejo le había solicitado en enero– en el que se proyectaba un déficit del 10,1% del PIB en 2006, cifra notablemente superior al objetivo inicial. En la recomendación del Consejo de octubre del 2006, se prorrogó en un año, hasta el 2009, el plazo concedido a Hungría para que corrigiese su déficit

Cuadro 9 Algunas partidas de la balanza de pagos

(en porcentaje del PIB)

	Cuenta corriente + cuenta de capital				Flujos netos de IDE				Inversiones de cartera netas			
	2003	2004	2005	2006 ¹⁾	2003	2004	2005	2006 ¹⁾	2003	2004	2005	2006 ¹⁾
República Checa	-6,2	-6,5	-1,9	-4,5	2,1	3,7	8,2	3,8	-1,4	2,1	-2,4	-2,2
Dinamarca	3,3	2,4	3,9	2,4	0,1	0,4	-0,7	-0,6	-7,0	-6,0	-4,3	-5,9
Estonia	-11,1	-11,7	-9,5	-10,2	8,1	6,0	16,8	1,5	1,8	6,2	-15,8	-7,8
Chipre	-2,0	-4,1	-5,1	-5,1	2,4	2,5	4,3	3,8	1,9	7,2	-0,8	-3,2
Letonia	-7,5	-11,9	-11,2	-19,7	2,3	3,9	3,7	5,8	-2,0	1,7	-0,7	0,0
Lituania	-6,4	-6,4	-5,9	-10,4	0,8	2,3	2,7	4,8	1,5	0,9	-1,0	-0,9
Hungría	-8,0	-8,1	-5,9	-5,6	0,6	3,3	4,7	6,2	3,5	6,7	4,0	2,9
Malta ²⁾	-3,7	-6,4	-6,3	-7,6	8,3	7,6	11,4	25,9	-32,3	-38,2	-46,0	-62,9
Polonia	-2,1	-3,8	-1,4	-1,4	2,0	4,7	2,1	3,1	1,1	3,7	4,1	-0,8
Eslovenia	-1,4	-3,1	-2,4	-3,4	-0,6	0,9	-0,2	-0,2	-0,9	-2,4	-5,9	-4,6
Eslovaquia	-0,5	-3,3	-8,6	-7,9	2,2	3,3	3,7	6,7	-1,7	2,1	-2,1	2,9
Suecia	7,3	6,9	6,3	6,1	-5,3	-2,6	-3,0	0,5	-2,2	-6,5	1,1	-11,8
Reino Unido	-1,2	-1,5	-2,2	-3,0	-2,2	-1,0	4,7	2,3	5,3	-4,6	-3,4	0,6
UE-10 ³⁾	-4,6	-5,6	-4,3	-5,3	2,2	4,6	4,8	4,7	0,5	2,8	0,9	-1,0
UE-13 ⁴⁾	-0,6	-1,2	-1,4	-1,8	-1,5	0,0	3,6	1,8	2,7	-3,4	-2,1	-2,7
Zona del euro	0,6	0,9	0,0	-0,3	-0,2	-0,8	-2,5	-1,5	1,0	0,9	2,0	1,2

Fuente: BCE.

1) Las cifras de Estonia, Malta, Suecia y Reino Unido correspondientes al 2006 representan la suma de cuatro trimestres, hasta el tercer trimestre del 2006, ya que no se dispone de datos más recientes.

2) En el caso de Malta, las abultadas salidas netas de inversiones de cartera reflejan las actividades financieras de los bancos internacionales que operan desde este país. Dichas salidas se compensan casi totalmente con las entradas de otras inversiones.

3) El agregado UE10 incluye los datos correspondientes a los diez países que se incorporaron a la Unión Europea el 1 de mayo de 2004; suma acumulada de cuatro trimestres hasta el tercer trimestre del 2006.

4) El agregado UE13 incluye los datos correspondientes a los 13 Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro durante el período transcurrido hasta finales de diciembre del 2006; suma acumulada de cuatro trimestres hasta el tercer trimestre del 2006.

excesivo. En relación con Polonia, el Consejo adoptó una decisión en noviembre del 2006, en la que se afirmaba que las medidas adoptadas por las autoridades polacas estaban siendo insuficientes para corregir el déficit excesivo antes del final del plazo del 2007.

La ratio de deuda pública siguió situándose muy por debajo del 60% del PIB en 2006 en la mayoría de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro. En Chipre y Malta, dicha ratio se mantuvo por encima del valor de referencia del 60%, pese a que se redujo en el 2006, mientras que en Hungría, se incrementó de forma acusada, situándose por encima del 67% del PIB. En el resto de países la ratio de deuda se redujo o se mantuvo prácticamente estable en la mayoría de los casos.

EVOLUCIÓN DE LA BALANZA DE PAGOS

La balanza por cuenta corriente y de capital de los Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro varió considerablemente entre unos países y otros en el 2006 (véase cua-

dro 9), aunque en general se observó un deterioro en comparación con el 2005. Mientras que Dinamarca y Suecia registraron abultados superávits, el Reino Unido y los países que se incorporaron a la Unión Europea en mayo del 2004 contabilizaron déficit. En comparación con las cifras del 2005, estos déficit aumentaron en la mayoría de los países, especialmente en Letonia, cuyo déficit se situó en torno al 20% del PIB en el 2006. Estonia y Lituania contabilizaron déficit superiores al 10% del PIB. En la República Checa, Chipre, Hungría, Malta y Eslovenia, el déficit se situó entre el 4% y el 8% del PIB, y en el resto de los países se registraron déficit más moderados.

En muchos de los países que se incorporaron a la Unión Europea en mayo del 2004, estos déficit pueden justificarse, en parte, como un corolario del proceso de convergencia, en la medida en que reflejan inversiones en la capacidad productiva, que no hubiera sido posible llevar a cabo exclusivamente con ahorro interno. No obstante, los abultados déficit por cuenta

corriente y de capital registrados en algunos de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro podrían ser indicativos de riesgos para la sostenibilidad de las posiciones exteriores, especialmente, si tienen su origen en un auge del consumo público o privado, en una fuerte expansión del crédito o en la inversión residencial.

En comparación con el 2005, las entradas netas de IDE en 2006 aumentaron en la mayoría de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro. En conjunto, aunque las entradas netas de IDE siguieron constituyendo una importante fuente de financiación en varios de esos Estados, especialmente en los Estados Bálticos, con frecuencia no bastaron para cubrir el déficit por cuenta corriente y de capital. Al mismo tiempo, las entradas netas de inversiones de cartera continuaron siendo negativas o prácticamente neutras en todos los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, salvo en Hungría y Eslovaquia. En estos dos países, las entradas netas de inversiones de cartera tuvieron principalmente su origen en un aumento de las entradas netas de valores distintos de acciones –en algunos casos, asociadas en parte a los diferenciales de rendimiento– si bien las entradas netas de acciones y participaciones también fueron relevantes. Otros flujos de inversiones fueron, en gran medida, positivos en la mayoría de los países que se incorporaron a la UE en mayo del 2004, fundamentalmente como consecuencia de los préstamos de los bancos matriz a sus filiales en la región.

EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE CAMBIO

En el 2006, la evolución de los tipos de cambio en los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro tendió a reflejar, en gran medida, la naturaleza de los regímenes cambiarios vigentes en cada país. Las monedas de Dinamarca, Estonia, Chipre, Letonia, Lituania, Malta, Eslovenia y Eslovaquia participaron en el MTC II con una banda de fluctuación estándar de $\pm 15\%$ en torno a sus paridades centrales frente al euro, salvo en el caso de la corona danesa, en que se aplica una banda más estrecha de $\pm 2.25\%$. Los acuerdos sobre la par-

ticipación en el MTC II de los países que se incorporaron al mecanismo en los años 2004 y 2005 (es decir, todos los mencionados anteriormente, salvo Dinamarca) se basaron en diversos compromisos en materia de política suscritos por las respectivas autoridades, que contemplaban, entre otras medidas, la aplicación de políticas fiscales prudentes, el fomento de la moderación salarial y la evolución de los salarios en línea con el crecimiento de la productividad, la contención del crecimiento del crédito y la puesta en marcha de nuevas reformas estructurales. La incorporación al MTC II también se vinculó, en algunos casos, a compromisos unilaterales por parte de los países afectados de mantener bandas de fluctuación más estrechas, que no suponían ninguna obligación adicional para el BCE. Concretamente, se acordó que la corona estonia y el litas lituano podrían incorporarse al MTC II con sus sistemas de *currency board* actualmente en vigor. Las autoridades maltesas manifestaron su intención de mantener el tipo de cambio de la lira en su paridad central frente al euro, mientras que las autoridades letonas indicaron que mantendrían el tipo de cambio del lats en la paridad central frente al euro con una banda de fluctuación de $\pm 1\%$.

La participación en el MTC II ha sido relativamente estable en la mayoría de los casos. La corona danesa, la corona estonia, la libra chipriota, el lats letón, el litas lituano, la lira maltesa y el tólar esloveno se mantuvieron muy estables frente al euro en el 2006. A comienzos del 2007 y, hasta el 2 de marzo de 2007, estas monedas –excluido el tólar esloveno, cuyo tipo de cambio frente al euro quedó fijado irrevocablemente tras la ampliación de la zona del euro el 1 de enero de 2007– cotizaban continuamente en su paridad central o en niveles muy próximos a ella. Sólo la corona eslovaca experimentó un grado de volatilidad relativamente elevado (véase cuadro 10). Tras las elecciones parlamentarias celebradas en Eslovaquia y un período de turbulencia en los mercados internacionales de capital, la corona sufrió presiones a la baja durante el mes de julio y, por primera vez, cotizó temporalmente por debajo de su paridad central en el MTC II. Sin embargo, gracias a las inter-

Cuadro 10 Evolución del MTC II

Moneda	Fecha de incorporación	Tipo más alto	Tipo central	Tipo más bajo	Desviación máxima (%)	
					Al alza	A la baja
DKK	1.1.1999	7,62824	7,46038	7,29252	0,09	0,15
EEK	28.6.2004	17,9936	15,6466	13,2996	0,00	0,00
CYP	2.5.2005	0,673065	0,585274	0,497483	0,00	2,01
LVL	2.5.2005	0,808225	0,702804	0,597383	0,74	0,98
LTL	28.6.2004	3,97072	3,45280	2,93488	0,00	0,00
MTL	2.5.2005	0,493695	0,429300	0,364905	0,00	0,00
SIT	28.6.2004	275,586	239,640	203,694	0,02	0,08
SKK	28.11.2005	44,2233	38,4550	32,6868	0,68	10,93

Fuente: BCE.

Nota: Una desviación a la baja (al alza) corresponde a un movimiento hacia el tipo más bajo (más alto) y representa una apreciación (depreciación) de la moneda frente al euro. Para las desviaciones máximas declaradas con respecto a cada uno de los tipos centrales, el período de referencia abarca desde el 2 de enero de 2006 hasta el 2 de marzo de 2007.

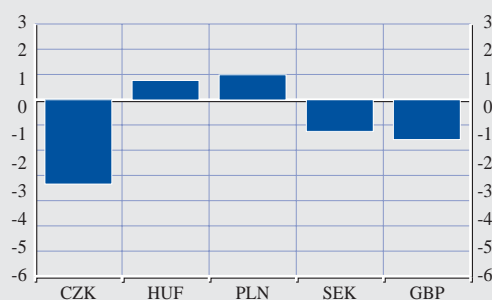
venciones del Národná banka Slovenska, a la renovada confianza de los mercados en la política económica del nuevo gobierno, a la favorable evolución macroeconómica y a un aumento de la tolerancia al riesgo a escala mundial, la corona eslovaca se apreció a partir de mediados de julio. El 28 de diciembre de 2006, el Národná banka Slovenska intervino en el mercado de divisas para aliviar las presiones que impulsaban la apreciación. Sin embargo, a comienzos del 2007, la corona eslovaca continuó apreciándose y, el 2 de marzo de 2007, cotizaba un 10,7% por encima de su paridad central en el MTC II.

Las monedas de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro que no participan en el MTC II evolucionaron de forma diferenciada en cada país (véase gráfico 38). En el 2006, la corona checa y la corona sueca se apreciaron gradualmente frente al euro, pero perdieron terreno a comienzos del 2007, situándose el 2 de marzo del 2007 un 3% y un 1,1%, respectivamente, por encima de los niveles observados a comienzos del 2006. A pesar de algunas fluctuaciones en el segundo semestre del 2006, la libra se apreció a partir de los primeros días de julio de ese año, respaldada por la positiva evolución económica en el Reino Unido y por las expectativas de una subida de los tipos de interés. El 2 de marzo del 2007, la libra esterlina se situaba un 1,4% por encima del nivel observado en enero del 2006. Durante el mismo período, el forint húngaro y el zloty

polaco se depreciaron ligeramente y experimentaron cierta volatilidad en sus tipos de cambio. En el primer semestre del 2006, ambas monedas sufrieron una acusada depreciación frente al euro ante el aumento, a escala mundial, de la aversión al riesgo en los mercados emergentes. En Hungría, la tendencia depreciatoria del forint podría también haberse debido a la situación presupuestaria y a la inquietud de los mercados por los desequilibrios externos que registraba el país. Sin embargo, a partir de los primeros días de julio del 2006, tanto el forint como el zloty comenzaron a apreciarse frente al euro, respaldados por el aumento de la tolerancia al riesgo a nivel mundial y, en el caso de Hungría, por la

Gráfico 38 Variaciones del tipo de cambio del euro frente a las monedas de la UE no pertenecientes al MTC II

(en porcentaje)



Fuente: BCE.

Nota: Un valor positivo (negativo) representa una depreciación (apreciación) de la moneda frente al euro. Las variaciones corresponden al período comprendido entre el 2 de enero de 2006 y el 2 de marzo de 2007.

subida de los tipos de interés oficiales y la puesta en práctica de un plan de saneamiento de las finanzas públicas. El 2 de marzo del 2007, el forint húngaro y el zloty polaco se habían estabilizado prácticamente frente al euro en comparación con los niveles observados a principios del 2006.

EVOLUCIÓN FINANCIERA

Entre enero del 2006 y febrero del 2007, la evolución de los rendimientos de la deuda pública a largo plazo en la mayoría de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro fue similar a la de la zona del euro, observándose un incremento en la primera parte del año, al que siguió un ligero descenso a partir de junio del 2006. En febrero del 2007, los tipos de interés a largo plazo de dichos Estados miembros eran, en promedio, 60 puntos básicos más altos que a comienzos del 2006. El mayor incremento se produjo en Letonia (unos 150 puntos básicos), como consecuencia, en gran medida, del deterioro de las perspectivas de inflación. En los otros Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro, los tipos de interés a largo plazo aumentaron menos que en la zona del euro. En comparación con los tipos vigentes en la zona del euro, los diferenciales de rendimiento de la deuda pública en dichos Estados miembros eran, en promedio, más bajos en febrero del 2007 que a comienzos del 2006. El diferencial de tipos de interés a largo plazo siguió siendo comparativamente amplio en Hungría, situándose en febrero del 2007 en torno a 285 puntos básicos. En este país, la evolución de las finanzas públicas y los desequilibrios externos tendieron a mantener los diferenciales de los bonos a largo plazo en niveles elevados.

El comportamiento de los mercados bursátiles en los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro fue favorable entre enero del 2006 y febrero del 2007. Las subidas más acusadas de las cotizaciones bursátiles se produjeron en Estonia, Chipre y Polonia, países en los que se obtuvieron resultados claramente superiores a los registrados, en promedio, en la zona del euro, medidos por el índice Dow Jones

Gráfico 39 Crédito al sector privado en el 2006

(tasas de variación interanual; en porcentaje del PIB)



Fuentes: BCE, Eurostat, Banco Central de Chipre y Bank of England.
 Nota: No se dispone de datos sobre el crédito en porcentaje del PIB para el Reino Unido. Los datos correspondientes a la tasa de crecimiento interanual del crédito se refieren a medias mensuales.

EURO STOXX. Sin embargo, los mercados bursátiles de todos los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro reaccionaron negativamente frente a las turbulencias que experimentaron los mercados mundiales a finales de febrero.

En el 2006, el crecimiento del crédito al sector privado siguió siendo elevado en todos los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro (situándose en una media del 24%, en tasa interanual, para el grupo en su conjunto). Hacia finales del 2006, el crecimiento interanual del crédito pareció reducirse o estabilizarse en muchos países, aunque, con frecuencia, se mantuvo en niveles relativamente altos. Un factor que podría explicar esta evolución serían los aumentos de los tipos de interés aplicados por el BCE y por la mayoría de los bancos centrales nacionales de los países no pertenecientes a la zona del euro en el 2006 (véase más adelante) y el resultante endurecimiento del tono de la política monetaria. La

expansión crediticia más dinámica se registró en los Estados Bálticos, cuyas economías crecen a un ritmo muy rápido (casi un 60% a finales del 2006 en Letonia) (véase gráfico 39). En la República Checa, Hungría, Polonia, Eslovenia y Eslovaquia, el crecimiento del crédito al sector privado aumentó a tasas interanuales cercanas o superiores al 20% a finales del 2006. La rápida expansión del crédito registrada en estas economías en proceso de convergencia ha de considerarse necesariamente en el contexto de la profundización financiera. De hecho, el crédito al sector privado en relación con el PIB se mantiene en niveles muy inferiores a la media de la zona del euro en todos los países que se incorporaron a la Unión Europea en mayo del 2004, con la excepción de Chipre y Malta. No obstante, la rápida expansión del crédito también entraña riesgos en forma de recalentamiento y excesivos desequilibrios externos e internos. Resulta especialmente preocupante la gran proporción, cada vez mayor, de préstamos denominados en moneda extranjera. En Dinamarca, Suecia y el Reino Unido, la tasa de crecimiento del crédito al sector privado también aumentó en el 2006 en comparación con el 2005, situándose entre el 12% y el 15% a finales del 2006.

POLÍTICA MONETARIA

El objetivo principal de la política monetaria en todos los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro es la estabilidad de precios. No obstante, las estrategias de política monetaria varían considerablemente de un país a otro (véase cuadro 11).

En el 2006, la política monetaria y los regímenes cambiarios de estos Estados se mantuvieron prácticamente invariables, aunque, en algunos países, se hicieron determinados ajustes en los marcos de política monetaria con miras a la futura integración monetaria.

Por lo que respecta a las decisiones de política monetaria entre enero del 2006 y febrero del 2007, la mayoría de los bancos centrales que participan en el MTC II adoptaron medidas que endurecieron las condiciones monetarias. Estas

medidas fueron, con frecuencia, reflejo de las aplicadas por el BCE que, en el 2006, elevó el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del Euro sistema en un total de 125 puntos básicos, hasta el 3,5%. A mediados de febrero del 2006, el Danmarks Nationalbank incrementó el tipo de interés oficial en 10 puntos básicos, hasta el 2,5%, como consecuencia de las salidas de capital registradas en los primeros días del mes, que tuvieron su origen, entre otros factores, en las compras de acciones extranjeras y otros valores realizadas por los inversores institucionales daneses. Posteriormente, el banco central de Dinamarca siguió los movimientos de los principales tipos oficiales del BCE y elevó su tipo oficial del 2,5% al 3,75%. El Eesti Pank y el Lietuvos bankas, que no tienen tipos de interés oficiales, dado sus sistemas de *currency board* en vigor, adoptaron automáticamente los cambios de orientación de la política monetaria del BCE. Además, el Eesti Pank adoptó varias medidas de política preventivas para el sector financiero, incluido un aumento del coeficiente de reservas obligatorias del 13% al 15% para hacer frente a los posibles riesgos para la estabilidad financiera derivados del fuerte y sostenido crecimiento del crédito, especialmente, en forma de hipotecas. El Banco Central de Chipre elevó su tipo de interés oficial en 25 puntos básicos, hasta el 4,5%, en el contexto de un endurecimiento de la política monetaria por parte del BCE y de un aumento de las presiones inflacionistas. En un nuevo intento por restringir la liquidez de la economía, el Latvijas Banka incrementó su tipo de interés oficial en dos etapas, del 4% al 5%, y amplió la base de reservas mínimas para incluir a los pasivos de las entidades de crédito con plazo superior a dos años. El Banco Central de Malta elevó su tipo central de intervención tres veces, por un total de 75 puntos básicos, hasta el 4%, en un contexto de reducción del diferencial de tipos de interés a corto plazo frente al euro, que favoreció a la lira maltesa. El Národná banka Slovenska incrementó su tipo de interés oficial en cuatro etapas, del 3% al 4,75%, principalmente como consecuencia de las revisiones al alza de sus previsiones de inflación, debido al aumento de los precios de la

Cuadro II Estrategias oficiales de política monetaria de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro en el 2006

	Estrategia de política monetaria	Moneda	Características
República Checa	Objetivo de inflación	Corona checa	Objetivo: 3%, sin permitir que la inflación se desvíe de este objetivo en más de un punto porcentual en cualquier dirección. Tipo de cambio de flotación controlada.
Dinamarca	Objetivo de tipo de cambio	Corona danesa	Participa en el MTC II con una banda de fluctuación de $\pm 2,25\%$ en torno a una paridad central de 7,46038 coronas danesas por euro.
Estonia	Objetivo de tipo de cambio	Corona estonia	Participa en el MTC II con una banda de fluctuación de $\pm 15\%$ en torno a una paridad central de 15,6466 coronas estonias por euro. Estonia mantiene su sistema de <i>currency board</i> como compromiso unilateral.
Chipre	Objetivo de tipo de cambio	Libra chipriota	Participa en el MTC II con una banda de fluctuación de $\pm 15\%$ en torno a una paridad central de 0,585274 libras chipriotas por euro.
Letonia	Objetivo de tipo de cambio	Lats letón	Participa en el MTC II con una banda de fluctuación de $\pm 15\%$ en torno a una paridad central de 0,702804 lats letones por euro. Letonia mantiene una banda de fluctuación de $\pm 1\%$ como compromiso unilateral.
Lituania	Objetivo de tipo de cambio	Litas lituana	Participa en el MTC II con una banda de fluctuación de $\pm 15\%$ en torno a una paridad central de 3,45280 litas lituanas por euro. Lituania mantiene su sistema de <i>currency board</i> como compromiso unilateral.
Hungría	Combinación de objetivos de tipo de cambio y de inflación	Forint húngaro	Objetivo de tipo de cambio: vinculación al euro con una paridad central de 282,36 forint por euro y una banda de fluctuación de $\pm 15\%$. Objetivo de inflación: 3,5% (± 1 punto porcentual) al final del 2006 y 3% (± 1 punto porcentual) objetivo a medio plazo a partir del 2007.
Malta	Objetivo de tipo de cambio	Lira maltesa	Participa en el MTC II con una banda de fluctuación de $\pm 15\%$ en torno a una paridad central de 0,429300 liras maltesas por euro. Malta mantiene el tipo de cambio frente al euro sin variación respecto a la paridad central como compromiso unilateral.
Polonia	Objetivo de inflación	Zloty polaco	Objetivo de inflación: 2,5%, ± 1 punto porcentual (tasa de variación interanual del IPC) a partir del 2004. Régimen cambiario de flotación libre.
Eslovenia	Estrategia, basada en dos pilares, con seguimiento de indicadores monetarios, reales, externos y financieros de la situación macroeconómica.	Tólar esloveno	Participó en el MTC II con una banda de fluctuación de $\pm 15\%$ en torno a una paridad central de 239,640 tólares por euro. El 1 de enero de 2007 se incorporó a la zona del euro.
Eslovaquia	Objetivo de inflación en las condiciones del MTC II	Corona eslovaca	Participa en el MTC II con una banda de fluctuación de $\pm 15\%$ en torno a una paridad central de 38,4550 coronas eslovacas por euro. Para el período 2006-2008 el objetivo de inflación se ha fijado en los siguientes valores: por debajo del 2,5% para finales del 2006 y por debajo del 2% para finales del 2007 y finales del 2008.
Suecia	Objetivo de inflación	Corona sueca	Objetivo de inflación: incremento del IPC del 2% con un margen de tolerancia de ± 1 punto porcentual. Régimen cambiario de flotación libre.
Reino Unido	Objetivo de inflación	Libra esterlina	Objetivo de inflación: 2% medido por el incremento interanual del IPC ¹⁾ . En caso de desviación de más de un punto porcentual, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra debe dirigir una carta abierta al Ministro de Hacienda. Régimen cambiario de flotación libre.

Fuente: SEBC.

1) El IPC es idéntico al IAPC.

energía. Finalmente, el Banka Slovenije, que había tenido que armonizar su tipo de interés de referencia (el tipo de interés de las Letras a 60 días en tólares) con los niveles vigentes en la zona del euro antes de adoptar la moneda única el 1 de enero de 2007, lo redujo gradualmente en el primer semestre del 2006, manteniéndolo estable en el 3,5% a partir de agosto (véase también capítulo 3).

Por lo que respecta a las monedas que no participan en el MTC II, la mayoría de los bancos centrales de la UE no pertenecientes a la zona del euro elevaron sus tipos de interés oficiales, debido principalmente a su preocupación por la inflación. El Česká národní banka aumentó su tipo principal de refinanciación en 50 puntos básicos, hasta el 2,5%, básicamente en respuesta a las perspectivas de inflación. El Magyar Nemzeti Bank incrementó su tipo de interés oficial en cinco etapas diferentes, por un total de 200 puntos básicos hasta situarlo en el 8%, principalmente por el deterioro de las perspectivas de inflación. El Banco de Inglaterra también elevó el tipo de interés oficial en un total de 75 puntos básicos, hasta el 5,25%. En este caso, la subida obedeció, fundamentalmente, a la evolución de las tasas de crecimiento y al elevado nivel de la inflación que, probablemente, se mantuvo durante algún tiempo por encima del objetivo fijado por el banco central. El Sveriges Riksbank incrementó su tipo de interés de referencia del 1,5% al 3,25%, a fin de garantizar que la tasa de inflación se mantuviera en valores próximos al nivel fijado como objetivo.

El Narodowy Bank Polski fue el único banco central de la UE no perteneciente a la zona del euro ni participante en el MTC II que redujo el tipo de interés oficial –en dos etapas, del 4,5% al 4%– como consecuencia de un descenso de la inflación mayor de lo previsto y de unas perspectivas de inflación más favorables.



CAPÍTULO 2

OPERACIONES Y ACTIVIDADES COMO BANCO CENTRAL

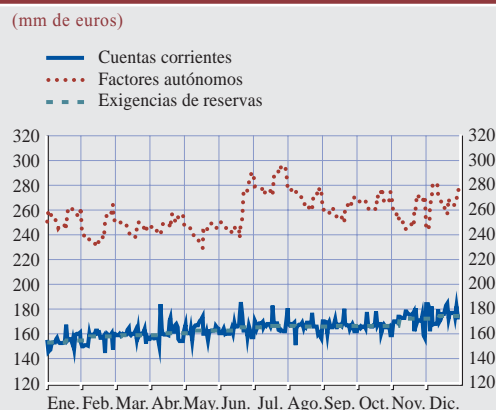
I OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA, OPERACIONES EN DIVISAS Y ACTIVIDADES DE INVERSIÓN

I.1 OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA

En el 2006, el marco operativo para la aplicación de la política monetaria única¹ continuó funcionando satisfactoriamente, confirmando los buenos resultados obtenidos con las nuevas características introducidas en el mismo en marzo del 2004. El EONIA siguió mostrando niveles muy bajos de volatilidad: la desviación típica del diferencial entre el EONIA y el tipo mínimo de puja se situó en 5 puntos básicos en el 2006, el mismo nivel que en el 2005 y 4 puntos básicos por debajo del nivel registrado en el 2004. La reducida volatilidad de los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario contribuyó a señalar claramente la orientación de la política monetaria. Pese a la estabilidad general del mercado monetario, el diferencial entre el EONIA y el tipo mínimo de puja volvió a ampliarse en el 2006. A fin de contener esta ampliación, el BCE elevó la adjudicación de referencia² en determinadas operaciones principales de financiación (OPF).

La evolución observada en el 2006 brindó la oportunidad de comprobar nuevamente la capacidad del marco operativo para neutralizar, en un período de mantenimiento de reservas, el impacto de cambios en las expectativas respecto a los tipos de interés oficiales del BCE³. En todos los períodos de mantenimiento que precedieron a un aumento de los tipos de interés en el 2006, el diferencial medio entre el EONIA y el tipo mínimo de puja se situó entre 7 y 8 puntos básicos, a excepción del período de mantenimiento que finalizó el 8 de agosto, durante el cual se mantuvo en 5 puntos básicos. Estos diferenciales fueron comparables a los observados en períodos de mantenimiento que no fueron seguidos de un incremento de los tipos de interés oficiales del BCE y en los cuales el diferencial medio se situó en 8 puntos básicos. En comparación con la situación anterior a la modificación del marco operativo en marzo del 2004, en la que el diferencial medio durante los períodos de mantenimiento en los que se producía un aumento de los tipos de interés se situaba en 17 puntos básicos, muy por encima del nivel habitual, la experiencia del 2006 sugiere que la

Gráfico 40 Factores de liquidez en la zona del euro en el 2006



Fuente: BCE.

modificación del marco operativo ha contribuido de forma significativa a proteger a los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario del impacto de cambios en las expectativas de tipos de interés.

EVALUACIÓN Y GESTIÓN DE LA LIQUIDEZ

La gestión de la liquidez del Eurosistema 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 ha de adjudicarse en las OPF semanales y, potencialmente, en otras operaciones de mercado abierto, como las operaciones de ajuste. Las necesidades de liquidez del sistema bancario se definen como la suma de las reservas exigidas a las entidades de crédito, el exceso de reservas (saldos mantenidos por las entidades en sus cuentas corrientes en los BCN que están por encima de las exigencias de reser-

1 Puede encontrarse una descripción detallada del marco operativo en la publicación del BCE titulada «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», septiembre del 2006.

2 La adjudicación de referencia es el importe de adjudicación que se precisa normalmente para establecer una situación de equilibrio en el mercado monetario a corto plazo, teniendo en cuenta las previsiones completas de liquidez del Eurosistema. La adjudicación de referencia publicada se redondea al múltiplo de 500 millones de euros más cercano.

3 Según el marco operativo modificado en marzo del 2004, los cambios en los tipos de interés oficiales del BCE sólo se aplican al inicio del siguiente período de mantenimiento.

vas) y los factores autónomos. Estos últimos son un conjunto de partidas del balance del Eurosistema que influyen en las necesidades de liquidez de las entidades de crédito, pero que normalmente no están bajo el control directo de la gestión de liquidez del Eurosistema, como son los billetes en circulación, los depósitos de las Administraciones Públicas y los activos exteriores netos.

En el 2006, las necesidades diarias de liquidez del sistema bancario de la zona del euro ascendieron, en promedio, a 422,4 mm de euros, lo que representa un incremento del 12% con respecto al 2005. En promedio, las exigencias de reservas se situaron en 163,7 mm de euros, el exceso de reservas en 0,7 mm de euros y los factores autónomos en 257,9 mm de euros. De entre los factores autónomos, los billetes en circulación registraron una tasa de crecimiento interanual del 12% en el 2006, frente a un 15% en el 2005. El 28 de diciembre de 2006, los billetes alcanzaron un máximo histórico de 629,2 mm de euros.

OPERACIONES PRINCIPALES DE FINANCIACIÓN

Las OPF son operaciones semanales de inyección de liquidez con vencimiento a una semana, ejecutadas mediante subastas a tipo de interés variable con un tipo mínimo de puja y con adjudicación a tipo de interés múltiple. Las OPF son las operaciones de mercado abierto más importantes del Eurosistema, puesto que desempeñan un papel fundamental para controlar los tipos de interés, gestionar la liquidez del mercado y señalar la orientación de la política monetaria con el nivel del tipo mínimo de puja.

En el 2006, a fin de ayudar a las entidades de crédito a preparar sus pujas en las OPF semanales, el BCE siguió publicando con periodicidad semanal una previsión del importe medio diario de los factores autónomos y de la adjudicación de referencia. El objeto de esta política de comunicación es evitar que se produzcan en el mercado percepciones erróneas respecto a si las decisiones de adjudicación en las OPF están destinadas o no a conseguir una situación de liquidez equilibrada.

Los importes adjudicados en las OPF en el 2006 oscilaron entre 280 mm de euros y 338 mm de euros. El promedio de entidades participantes en una OPF fue de 377, lo que muestra un ligero aumento del nivel de participación desde la implantación del nuevo marco en marzo del 2004. La liquidez inyectada mediante las OPF representó, en promedio, un 73% de la liquidez neta total suministrada por el Eurosistema mediante operaciones de política monetaria. El diferencial medio entre el tipo marginal y el tipo mínimo de puja fue de 5,5 puntos básicos, frente a 5,3 puntos básicos en el 2005 y 1,6 puntos básicos en el 2004.

Habiendo observado una ampliación del diferencial entre el tipo marginal y el tipo mínimo de puja, en octubre del 2005 el BCE inició una política consistente en adjudicar en todas las OPF, salvo en la última de un período de referencia, una cantidad superior en 1 mm de euros a la adjudicación de referencia. Posteriormente, entre octubre del 2005 y marzo del 2006, el diferencial se estabilizó, en promedio, en 5 puntos básicos, aunque volvió a ampliarse en abril del 2006, alcanzando los 9 puntos básicos al final del mes. Al igual que en octubre del 2005, el BCE volvió a comunicar su preocupación respecto a dicha ampliación y decidió adjudicar una cantidad superior en 2 mm de euros a la adjudicación de referencia. El BCE extendió esta medida a la última OPF del período de mantenimiento, sin renunciar a establecer una situación equilibrada al final del período de mantenimiento de reservas. Con esta política se estrechó el diferencial y el BCE pudo volver progresivamente a la adjudicación de referencia en septiembre del 2006. Cuando el diferencial volvió a ampliarse en octubre, el BCE adjudicó una cantidad superior en 1 mm de euros a la adjudicación de referencia, y mantuvo esta política hasta diciembre del 2006, mes en el que incrementó gradualmente la cantidad adjudicada por encima del valor de referencia, a fin de facilitar el funcionamiento del mercado monetario a corto plazo a finales del año.

OPERACIONES DE AJUSTE

Como consecuencia de las modificaciones del marco operativo efectuadas en marzo del 2004,

se ha elevado el número de días entre la última OPF y el último día de un período de mantenimiento de reservas, lo que ha incrementado el riesgo de que se produzcan errores en las previsiones de los factores autónomos de liquidez realizadas por el Eurosistema y, por ende, mayores desequilibrios de liquidez. En el 2006, la diferencia absoluta entre la previsión a ocho días y el dato finalmente observado fue, en promedio, de 7,21 mm de euros. A fin de impedir que estos errores provocasen un elevado recurso a las facilidades permanentes, y para evitar que se produjesen amplios diferenciales entre el tipo de interés a un día y el tipo mínimo de puja, el Eurosistema llevó a cabo operaciones de ajuste el último día del período de mantenimiento de reservas, en los casos en los que se esperaban importantes desequilibrios de liquidez. En total, se efectuaron once operaciones de ajuste en el 2006, cinco para inyectar liquidez (17 de enero, 7 de febrero, 11 de abril, 10 de octubre y 12 de diciembre) y seis para absorber liquidez (7 de marzo, 9 de mayo, 14 de junio, 11 de julio, 8 de agosto y 5 de septiembre).

OPERACIONES DE FINANCIACIÓN A PLAZO MÁS LARGO

Las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) son operaciones de inyección de liquidez, de periodicidad mensual, que se adjudican normalmente el último miércoles del mes. Estas operaciones tienen un vencimiento habitual de tres meses, lo que permite a las entidades de crédito cubrir sus necesidades de liquidez durante un período de tiempo más largo. Al contrario que las OPF, las OFPML no se utilizan para señalar la orientación de la política monetaria del Eurosistema, y se instrumentan mediante subastas a tipo de interés variable en sentido estricto, con un importe de adjudicación anunciado previamente, por lo que el Eurosistema actúa como aceptante de tipos de interés.

En el 2006, las OFPML representaron, en promedio, el 27% de la liquidez neta total proporcionada por medio de operaciones de mercado abierto. El BCE adjudicó el importe previsto en todas las OFPML del 2006. El importe de adjudicación de cada operación se incrementó desde

30 mm de euros a 40 mm de euros en enero del 2006 y a 50 mm de euros en enero del 2007.

FACILIDADES PERMANENTES

Las dos facilidades permanentes que ofrece el Eurosistema, es decir, la facilidad marginal de crédito y la facilidad de depósito, tienen por objeto proporcionar o absorber liquidez a un día a tipos de interés que constituyen una banda de fluctuación para el tipo de interés interbancario a un día. En el 2006, la amplitud de esta banda se mantuvo sin cambios en 200 puntos básicos, centrada en el tipo mínimo de puja de las OPF. En el transcurso del año, los tipos de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se elevaron, en ambos casos, en un total de 125 puntos básicos, situándose al final del año en el 4,5% y el 2,5%, respectivamente.

En el 2006, el recurso medio diario a la facilidad marginal de crédito ascendió a 126 millones de euros, mientras que la utilización media diaria de la facilidad de depósito fue de 171 millones de euros. El reducido recurso a las facilidades permanentes en el 2006 fue similar al de años anteriores y es reflejo del alto grado de eficiencia del mercado interbancario, así como de la disminución de los desequilibrios de liquidez observados en el último día de cada período de mantenimiento de reservas. Dicha disminución es congruente con el recurso a las operaciones de ajuste, en los casos de notables errores en las previsiones de liquidez.

SISTEMA DE RESERVAS MÍNIMAS

Las entidades de crédito de la zona del euro han de mantener unas reservas mínimas en cuentas corrientes en los BCN. El importe de las reservas mínimas asciende al 2% de la base de reservas de la entidad, que se determina en función de las partidas de su balance. La exigencia de mantener unas reservas mínimas ha de cumplirse como promedio durante un período de mantenimiento. El sistema tiene dos funciones: en primer lugar, estabilizar los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario a través del mecanismo de promedios y, en segundo lugar, ampliar el déficit de liquidez, es decir, la demanda de financiación al Eurosistema por

parte de las entidades de crédito. El importe de las reservas mínimas exigidas se incrementó gradualmente en el 2006, hasta alcanzar la cifra de 174,3 mm de euros durante el último período de mantenimiento de reservas del año, frente a 153,3 mm de euros en el correspondiente período del año anterior.

ACTIVOS DE GARANTÍA ADMITIDOS EN LAS OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA

El Eurosistema ha de realizar sus operaciones de crédito con garantías adecuadas, con el fin de evitar pérdidas en dichas operaciones y garantizar la existencia de suficientes activos de garantía para las entidades de contrapartida. Asimismo, las operaciones de crédito han de efectuarse con eficacia y transparencia y deben asegurar la igualdad de acceso a todas las entidades de contrapartida del Eurosistema. Por estas razones, el Eurosistema admite como garantía una amplia gama de activos.

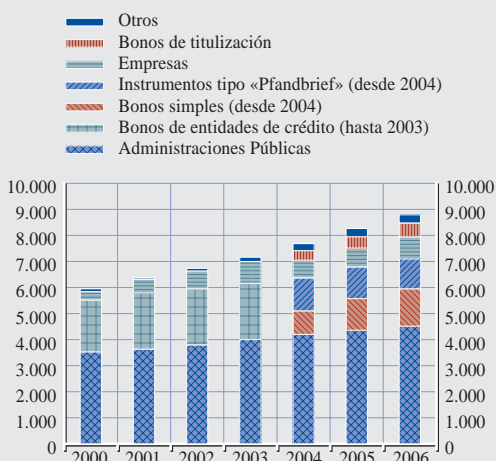
En el 2006, el importe medio de los activos negociables admitidos como garantía alcanzó un total de 8,8 billones de euros, lo que representa un 6% más que en el 2005 (véase gráfico 41). La deuda pública, cifrada en 4,5 billones de euros, constituyó un 52% del total, y el resto fueron instrumentos de renta fija tipo Pfand-

brief o bonos simples, emitidos ambos por entidades de crédito (2,6 billones de euros, o un 29%), renta fija privada (0,8 billones de euros, o un 9%), bonos de titulización (0,5 billones de euros, o un 6%), y otros tipos de bonos, como los emitidos por organizaciones supranacionales, (0,3 billones de euros, o un 4%). El importe medio de los activos negociables presentados como garantía por las entidades de contrapartida en las operaciones de crédito del Eurosistema se situó en 930 mm de euros en el 2006, frente a 866 mm de euros en el 2005 (véase gráfico 42).

El gráfico 43 muestra, para cada tipo de activo, la diferencia entre los activos admitidos como garantía (pero no necesariamente su peso en el balance de las entidades de contrapartida) y aquéllos efectivamente presentados como garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema. La deuda pública representó el 52% de los activos negociables admitidos, aunque tan sólo el 28% de los presentados. Sin embargo, los bonos simples de entidades de crédito constituyeron el 16% de los activos de garantía admitidos y el 32% de los presentados. Los bonos de titulización representaron el 6% de los activos de garantía admitidos y el 12% de los utilizados.

Gráfico 41 Activos de garantía negociables

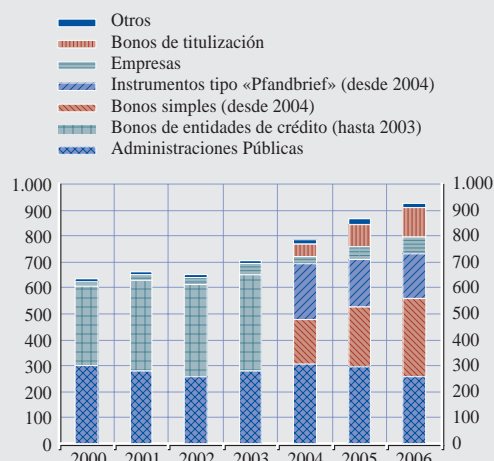
(mm de euros)



Fuente: BCE.

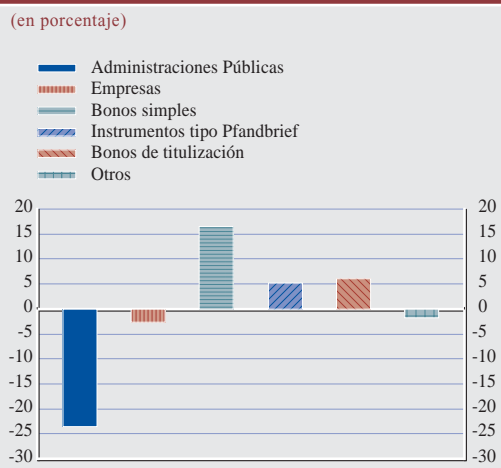
Gráfico 42 Utilización de activos de garantía negociables

(mm de euros)



Fuente: BCE.

Gráfico 43 Diferencia entre la proporción de activos de garantía negociables y la de activos de garantía presentados en el 2006



Fuente: BCE.

El Eurosistema siguió perfeccionando su sistema de activos de garantía en el 2006. En particular, los trabajos preparatorios para la introducción gradual de un sistema de activos de garantía único común a todas las operaciones de crédito del Eurosistema (también denominado «lista única») finalizaron según el calendario previsto por el Consejo de Gobierno en febrero del 2005.

El primer paso, relativo a los activos negociables, concluyó en el 2005. Los trabajos preparatorios para el segundo paso terminaron en el 2006 y, el 1 de enero de 2007, se incluyó una nueva clase de activos, los activos no negociables, que comprende especialmente los créditos (también denominados préstamos bancarios)⁴. El 31 de mayo de 2007, la lista única sustituirá completamente al sistema de dos listas de activos de garantía, que ha estado vigente desde el inicio de la Unión Monetaria.

El sistema de lista única de activos de garantía, establecido para sortear los inconvenientes que presentaba el sistema de dos listas ante el creciente grado de integración de los mercados financieros de la zona del euro, tiene por finalidad potenciar la igualdad de condiciones en la zona del euro, asegurar el trato equitativo para

las entidades de contrapartida y los emisores, y propiciar una mayor transparencia del sistema de activos de garantía. Asimismo, la lista única responde al aumento de la demanda de activos de garantía en los mercados privados al por mayor y al uso creciente de activos de garantía por el Eurosistema. De una forma más general, al dotar de mayor liquidez a una categoría entera de activos, como los préstamos bancarios, la lista única promueve el buen funcionamiento del sistema financiero de la zona del euro y refleja mejor el activo del balance de las entidades de contrapartida.

El Eurosistema ha definido unos criterios específicos de selección y un sistema de evaluación del crédito, que se aplicarán a los activos no negociables de la zona del euro y que garantizarán que estos activos cumplan criterios de calificación similares a los exigidos para los activos negociables. Para los préstamos bancarios está previsto un período transitorio hasta el 31 de diciembre de 2011, en el que un número limitado de criterios operativos y de selección seguirán siendo diferentes en los distintos países de la zona del euro. En particular, durante ese período transitorio, los BCN podrán establecer el importe mínimo de los préstamos bancarios admitidos en las operaciones nacionales, y podrán decidir si debe aplicarse una comisión por su gestión. Los activos de la lista «dos» que no cumplan los criterios de selección del sistema de activos de garantía único se eliminarán gradualmente antes del 31 de mayo de 2007.

Con arreglo a los nuevos criterios de selección de los bonos de titulización, que se vienen aplicando desde mayo del 2006, sólo se admiten los instrumentos basados en una «auténtica compraventa», con lo que se pretende excluir las estructuras, financiadas o no, a las que se les ha transferido sintéticamente el riesgo crediticio por medio de derivados de crédito. Además, se admiten únicamente los tramos que no están

4 Puede encontrarse información detallada en la publicación titulada «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», septiembre del 2006.

subordinados a otros tramos⁵. Los bonos de titulación, que eran admitidos anteriormente pero que no cumplían los nuevos criterios de selección, se siguieron admitiendo hasta el 15 de octubre de 2006. Las participaciones de los *fonds communs de créances* franceses continuarán admitiéndose durante un período transitorio hasta el final del 2008.

En septiembre del 2006, el Eurosistema decidió aceptar al mercado de valores a corto plazo europeo, o mercado STEP (*Short-Term European Paper*), como mercado no regulado en el sistema de activos de garantía de las operaciones de crédito del Eurosistema, en cuanto se publicasen las estadísticas de tipos de interés de STEP en la dirección del BCE en Internet. Los valores emitidos dentro de los programas de emisión que se ajusten a los requisitos del mercado STEP deberán cumplir los criterios generales de selección de los activos negociables.

Por otra parte, a partir del 1 de enero de 2007, los valores de renta fija internacionales representados mediante un certificado global al portador deberán emitirse bajo el mecanismo denominado «New Global Note» y depositarse en un Custodio Común (*Common Safekeeper*) para poder ser admitidos. Los valores de renta fija internacionales representados mediante un certificado global al portador que se emitieron bajo el mecanismo denominado «Classical Global Note» con anterioridad al 1 de enero de 2007 seguirán admitiéndose hasta su vencimiento.

GESTIÓN DE RIESGOS

El sistema de activos de garantía del Eurosistema tiene por objeto, entre otras cosas, traducir el requerimiento estatutario de utilizar garantías adecuadas en instrumentos y procedimientos concretos que permitan reducir los riesgos financieros de las operaciones temporales. Para lograr este objetivo, los activos de garantía aceptados en cada operación deben ser adecuados, en términos de calidad y cantidad, para asegurar que, en caso de incumplimiento de una entidad de contrapartida, con la consiguiente



realización de la garantía en el mercado, el Eurosistema tenga elevadas posibilidades de recuperar el importe total de la financiación otorgada a la entidad.

La reducción del riesgo en el marco de las operaciones temporales de inyección de liquidez del Eurosistema se basa en tres elementos:

- El Eurosistema utiliza activos de garantía de elevada calidad crediticia para sus operaciones. El sistema de evaluación del crédito del Eurosistema (ECAF) define los procedimientos, normas y técnicas que garantizan el cumplimiento del requisito de elevada calidad crediticia impuesto por el Eurosistema para todos los activos de garantía de la lista única. Para los activos de garantía admitidos en las operaciones de crédito del Eurosistema, el umbral de calidad crediticia se define en términos de una evaluación del crédito de «A»⁶. El ECAF garantiza la cohe-

⁵ Se considera que un tramo (o subtramo) no está subordinado a otros tramos (o subtramos) de la misma emisión si dicho tramo (o subtramo) recibe el pago (del principal y de los intereses) con prioridad (después de la ejecución) con respecto a otros tramos o subtramos o es el último en sufrir pérdidas en relación con los activos de garantía.

⁶ Se entiende por «A» una calificación mínima a largo plazo de «A-», de Fitch o Standard & Poor's, o de «A3», de Moody's.

rencia, la precisión y la comparabilidad de las cuatro fuentes de evaluación del crédito⁷ que utiliza. Con vistas a la implantación de la lista única de activos de garantía el 1 de enero de 2007, el Eurosistema concluyó el ECAF en el 2006, incluyendo los activos negociables y no negociables.

- Los activos de garantía deben valorarse con precisión y diariamente. Si no existe un precio de mercado válido para un determinado activo en el día hábil anterior a la fecha de valoración, el Eurosistema define un precio teórico. En abril del 2006 empezaron a funcionar dos centros de valoración del Eurosistema que han de proporcionar valoraciones teóricas: uno de ellos, gestionado por el Deutsche Bundesbank, para instrumentos de renta fija complejos, y otro, gestionado por la Banque de France, para bonos de titulación.
- Para hacer frente a los riesgos de mercado y de liquidez, a los activos de garantía, una vez valorados, se les aplican medidas de control de riesgos. Al tiempo que protegen al Eurosistema de los riesgos financieros derivados de sus operaciones, estas medidas evitan penalizar a las entidades de contrapartida y les permiten utilizar los activos de garantía de manera eficiente. En el 2006, también con vistas a la implantación de la lista única el 1 de enero de 2007, el Eurosistema estableció un marco metodológico unificado para la definición de los esquemas de recortes de valoración aplicables a los activos de garantía negociables y no negociables.

1.2 OPERACIONES EN DIVISAS

En el 2006, el BCE no efectuó ninguna intervención en el mercado de divisas. Sus operaciones en divisas estuvieron exclusivamente relacionadas con las actividades de inversión. Por otra parte, el BCE no llevó a cabo operaciones en divisas con las monedas no pertenecientes a la zona del euro que participan en el MTC II.

El acuerdo existente entre el BCE y el FMI, por el que el FMI puede iniciar, por cuenta del BCE, operaciones de derechos especiales de giro (DEG) con otros tenedores de DEG, se activó en tres ocasiones en el 2006.

1.3 ACTIVIDADES DE INVERSIÓN

Las actividades de inversión del BCE están organizadas a fin de garantizar que ningún dato de carácter confidencial relativo a las políticas del banco central pueda utilizarse a la hora de adoptar decisiones de inversión. Un conjunto de reglas y procedimientos, conocido como muralla china, separa las unidades de gestión del BCE que participan en las decisiones de inversión de otras unidades de gestión del BCE.

GESTIÓN DE LOS ACTIVOS EXTERIORES DE RESERVA

La cartera de reservas exteriores del BCE refleja las transferencias de reservas exteriores de los BCN de la zona del euro al BCE, y las operaciones en divisas y en oro realizadas por el BCE. La finalidad principal de las reservas exteriores del BCE es garantizar que, cuando lo necesite, el Eurosistema pueda disponer de liquidez suficiente para sus operaciones en divisas con monedas distintas de las de la UE. Los objetivos de la gestión de las reservas exteriores del BCE son, por orden de importancia, liquidez, seguridad y rentabilidad.

La cartera de reservas exteriores del BCE está compuesta por dólares estadounidenses, yenes japoneses, oro y DEG. Los activos en oro y los DEG no fueron gestionados activamente en el 2006. El BCE vendió en total en torno a 80 toneladas de oro en el transcurso del año. Estas ventas se efectuaron de conformidad con el Acuerdo sobre el Oro de los Bancos Centrales, publicado el 8 de marzo de 2004 y suscrito por

⁷ Las cuatro fuentes son las siguientes: agencias externas de evaluación del crédito (o agencias de calificación crediticia), sistemas internos de evaluación del crédito de los BCN, sistemas basados en las calificaciones internas de las entidades de contrapartida y herramientas externas de calificación desarrolladas por terceros. Cada fuente comprende distintos sistemas de evaluación de la calidad crediticia.

el BCE. Los ingresos totales procedentes de las ventas de oro se añadieron a la cartera de yenes japoneses.

El valor de los activos exteriores de reserva netos del BCE⁸ a los tipos de cambio y precios de mercado actuales disminuyó desde 43,5 mm de euros⁹ al final del 2005 hasta 42,3 mm de euros al final del 2006, de los que 32 mm de euros eran en divisas (yenes japoneses y dólares estadounidenses), y 10,3 mm de euros, en oro y DEG. Con los tipos de cambio vigentes al final del 2006, los activos en dólares estadounidenses representaban el 83% de las reservas de divisas, mientras que los activos en yenes japoneses constituían el 17%. La variación del valor de la cartera durante el 2006 se debió, básicamente, a la depreciación del dólar estadounidense y del yen japonés frente al euro, que sólo se compensó, en parte, con la apreciación del oro y con el rendimiento neto (incluidos ingresos por plusvalías e intereses) generado por la gestión de la cartera.

El nuevo marco operativo para la gestión de las reservas exteriores del BCE se puso en práctica sin contratiempos en enero del 2006. Ahora, cada BCN puede, por regla general, gestionar una única cartera denominada bien en dólares estadounidenses bien en yenes japoneses, aunque, en la actualidad, dos BCN gestionan cada uno dos carteras¹⁰. Esta modificación tenía por objeto lograr una mayor eficiencia en la ejecución descentralizada de las operaciones de inversión en el ámbito del Eurosistema.

En el 2006 prosiguieron los trabajos para ampliar la lista de los instrumentos en los que pueden invertirse las reservas exteriores. Se añadieron a la lista los *swaps* de divisas y los STRIPS¹¹ de Estados Unidos. También se avanzó en los trabajos para incluir los *swaps* de tipos de interés, habiéndose casi completado las pruebas internas de los sistemas. Se ha diseñado un proyecto piloto para establecer un programa automático de préstamo de valores (*Automatic Securities Lending Programme* – ASLP), y el BCE contratará el suministro de un ASLP para la cartera en dólares estadounidenses.

GESTIÓN DE LOS RECURSOS PROPIOS

La cartera de recursos propios del BCE comprende la parte desembolsada del capital suscrito de la institución, así como las cantidades mantenidas en cada caso en su fondo de reserva general y su provisión para los riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés y de precio del oro. Esta cartera tiene por objeto proporcionar al BCE los ingresos necesarios para hacer frente a sus gastos de explotación. El objetivo de gestión de esta cartera es generar a largo plazo un rendimiento superior al tipo de interés medio de las operaciones principales de financiación del BCE, y sus fondos se invierten en activos denominados en euros.

La cartera de recursos propios del BCE a los precios de mercado actuales se incrementó desde los 6,4 mm de euros registrados al final del 2005 hasta los 7,5 mm de euros alcanzados al final del 2006. La mayor parte de este aumento fue resultado de la inversión en la cartera de recursos propios de la provisión para los riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés y de precio del oro constituida por el BCE en el 2005. El rendimiento de las inversiones contribuyó también al incremento del valor de mercado de la cartera.

En el transcurso del año, los bonos de cupón cero y los pagarés de empresa de calidad elevada emitidos por entidades ya admitidas para la inversión de los recursos propios fueron añadidos a la lista de las opciones de inversión para la gestión de esta cartera. Por otra parte, se

8 Los activos exteriores de reserva netos se calculan como los activos exteriores de reserva, más los depósitos en moneda extranjera frente a residentes, menos las reducciones netas previstas, debidas a cesiones temporales y a operaciones a plazo, en las tenencias en moneda extranjera. Para una información detallada, véase www.ecb.int/stats/external/reserves/templates/html/index.en.html

9 La cantidad que figuraba en el Informe Anual del 2005 (41 mm de euros) sólo reflejaba los activos exteriores de reserva. En el presente Informe se utiliza la definición de activos exteriores de reserva netos que se detalla en la nota 8.

10 Para más detalles, véase el artículo titulado «Gestión de carteras del BCE», en el Boletín Mensual de abril del 2006.

11 STRIPS, acrónimo de «Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities», son valores creados por la separación del principal del bono de los pagos de los intereses en un bono del gobierno estadounidense.

amplió la lista de instrumentos de renta fija tipo Pfandbrief y de obligaciones sin garantía.

GESTIÓN DE RIESGOS

En sus actividades de inversión, el BCE está expuesto a riesgos financieros, como los riesgos de mercado, de crédito y de liquidez, que se gestionan mediante la aplicación de políticas y procedimientos estrictos y de un detallado sistema de límites, cuyo cumplimiento se vigila y comprueba diariamente¹². En el 2006 se perfeccionó el marco de gestión de riesgos del BCE para las operaciones de inversión. Por lo que se refiere a la gestión del riesgo de tipo de interés, los límites a la duración fueron sustituidos por límites vinculantes al valor en riesgo (VaR) relativo¹³ en relación con las referencias.

El principal riesgo al que está expuesto el BCE es el riesgo de mercado. El detalle del VaR de las carteras de inversión del BCE revela que, para cualquier nivel de confianza, más del 90% del riesgo de mercado se deriva de los riesgos de tipo de cambio y de precio del oro, y el resto, del riesgo de tipo de interés. El VaR estimado del riesgo de crédito del BCE es todavía más reducido que el del riesgo de tipo de interés, dado que el riesgo de crédito es mitigado por criterios de selección estrictos y por la aplicación de límites a los riesgos por país, por emisor y por entidad de contrapartida.

Los riesgos financieros vienen determinados, en gran medida, por el tamaño y la composición por monedas de las reservas exteriores del BCE y, en menor medida, por la asignación de activos dentro de las distintas carteras en divisas. Sin embargo, el reducido riesgo de tipo de interés es también reflejo de la duración modificada relativamente baja de las carteras de inversión del BCE.

¹² Véase nota 10.

¹³ El VaR para un nivel de confianza α y un horizonte temporal T se define como el importe de la pérdida que se excederá al final del horizonte temporal T con una probabilidad de $1-\alpha$. El cálculo del VaR para el riesgo de mercado.

2 SISTEMAS DE PAGO Y DE LIQUIDACIÓN DE VALORES

El Eurosistema tiene la función estatutaria de promover el buen funcionamiento de los sistemas de pago. El principal instrumento para llevarla a cabo lo constituye, junto con la vigilancia (véase sección 4 del capítulo 4), la prestación de servicios para garantizar la eficiencia y la solidez de los sistemas de pago y de compensación. Con esta finalidad, el Eurosistema creó TARGET, el sistema automatizado transeuropeo para la transferencia urgente de grandes pagos en euros con liquidación bruta en tiempo real. Los trabajos para desarrollar una segunda generación del sistema, que se denominará TARGET2, ya están muy avanzados. Está previsto que el primer grupo de países realice la migración a TARGET2 el 19 de noviembre de 2007.

En cuanto a la liquidación de valores, el Eurosistema y el mercado ofrecen distintos canales que facilitan la utilización de activos de garantía de forma transfronteriza. Además, el Eurosistema está valorando la posibilidad de proporcionar servicios de liquidación de valores en dinero de banco central a las Centrales Depositarias de Valores (CDV) en la plataforma compartida única de TARGET2, con procedimientos armonizados que se utilizarán para los servicios de pago (véase TARGET2-Valores).

2.1 EL SISTEMA TARGET

El sistema TARGET actual es un «sistema de sistemas». Está integrado por los sistemas de liquidación bruta en tiempo real (SLBTR) de 17 Estados miembros de la UE, el mecanismo de pagos del BCE y un mecanismo de interconexión que permite procesar pagos entre ellos.

En el 2006, TARGET siguió contribuyendo al funcionamiento fluido 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 ejecución de la política monetaria única. Asimismo, gracias a su extensa cobertura del mercado y a que ofrece un servicio de liquidación en tiempo real en dinero del

banco central, TARGET atrajo también otro tipo de pagos. En el 2006, el funcionamiento de TARGET fue fluido y satisfactorio, y se mantuvo la tendencia de procesar un número creciente de grandes pagos en euros, lo que está en consonancia con el objetivo del Eurosistema de promover la liquidación en dinero de banco central, al tratarse de un medio de pago especialmente seguro. En dicho año, el 89% del total de grandes pagos en euros se procesó a través de TARGET. Este sistema puede utilizarse para todas las transferencias en euros que se realicen entre entidades de crédito que estén conectadas, sin límite máximo ni mínimo de importe. Estas transferencias pueden efectuarse entre entidades de un mismo Estado miembro (pagos intra-Estado miembro), así como entre entidades de distintos Estados miembros (pagos entre Estados miembros).

Una encuesta efectuada en el año 2006 puso de manifiesto que, a 31 de diciembre de 2005, TARGET contaba con 10.564 participantes. En total, a través de TARGET puede accederse a unas 53.000 entidades, especialmente sucursales de participantes, utilizando para ello un código de identificación bancaria (BIC).

A raíz de su decisión de no integrarse en TARGET2, durante el 2006 el Sveriges Riksbank se preparó para la desconexión de su componente del sistema TARGET, E-RIX, a partir del 2 de enero de 2007.

OPERACIONES PROCESADAS POR TARGET

En el 2006, la media diaria de pagos procesados por TARGET aumentó un 10%, tanto en cuanto al número de operaciones como en cuanto a su importe. En el cuadro 12 se presentan los flujos de pago en TARGET en el 2006, comparándolos con los del año anterior. En el 2006, la disponibilidad total de TARGET, es decir, la posibilidad de los participantes de utilizar TARGET sin incidentes durante el horario de funcionamiento del sistema, alcanzó el 99,87%. El 96,75% de los pagos entre Estados miembros fue procesado en menos de cinco minutos.

Cuadro 12 Flujos de pagos en TARGET ¹⁾

Número de operaciones	2005	2006	Variación (%)
Pagos totales			
Total	76.150.602	83.179.996	9
Media diaria	296.306	326.196	10
Pagos intra-Estado miembro ²⁾			
Total	58.467.492	64.162.211	10
Media diaria	227.500	251.617	11
Pagos entre Estados miembros			
Total	17.683.110	19.017.785	8
Media diaria	68.806	74.580	8
Importe (mm de euros)			
Pagos totales			
Total	488.900	533.541	9
Media diaria	1.902	2.092	10
Pagos intra-Estado miembro ²⁾			
Total	324.089	348.764	8
Media diaria	1.261	1.368	8
Pagos entre Estados miembros			
Total	164.812	184.777	12
Media diaria	641	725	13

Fuente: BCE.

1) Los días operativos fueron 257 en el 2005, y 255 en el 2006.

2) Incluye los pagos de participantes remotos.

MEDIDAS DE CONTINGENCIA PARA PAGOS SISTÉMICAMENTE IMPORTANTES EN TARGET

Debido al papel crucial que desempeña el sistema TARGET en el mercado y a la amplia cobertura que ofrece, es fundamental que cuente con un nivel de protección adecuado frente a un amplio abanico de riesgos, a fin de garantizar que su funcionamiento sea fluido y seguro. Es de vital importancia que los pagos sistémicamente importantes –es decir, aquellos que podrían causar un riesgo sistémico si no se procesaran a su debido tiempo– se efectúen sin demora, aún en circunstancias anómalas. El Eurosistema ha establecido mecanismos de contingencia para que dichos pagos se procesen de forma adecuada, incluso en el caso de que TARGET no esté funcionando correctamente. En el 2006, los bancos centrales, a menudo con la participación de entidades de crédito, continuaron realizando diversas pruebas, que demostraron la eficacia de las medidas de contingencia de TARGET y que confirmaron que el

Eurosistema se encuentra en condiciones de garantizar que los sistemas de pago y los mercados financieros pueden seguir funcionando correctamente en una situación de crisis.

CONEXIÓN A TARGET DE LOS BCN DE LOS ESTADOS MIEMBROS QUE SE INCORPORARON A LA UE EN EL 2004

En octubre del 2002, el Consejo de Gobierno decidió que, tras la ampliación de la UE en el año 2004, se permitiría –pero no se obligaría– a los BCN de los nuevos Estados miembros conectarse al sistema TARGET. Dado el escaso tiempo de vida que le queda al actual sistema TARGET, y con el fin de ahorrar costes, el Eurosistema ha desarrollado alternativas a la plena integración que permiten a los BCN de los Estados miembros que se incorporaron a la UE en el 2004 conectar sus sistemas al sistema TARGET actual.

Siguiendo al Narodowy Bank Polski, que opera en TARGET desde el 2005 a través del SLBTR de la Banca d'Italia, el 20 de noviembre de 2006 el Eesti Pank se conectó a TARGET utilizando ese mismo SLBTR. Por otra parte, los bancos eslovenos han estado utilizando TARGET desde julio del 2005 por medio de un acceso remoto al componente alemán. Con motivo de la incorporación de Eslovenia a la zona del euro en enero del 2007, el Banka Slovenije decidió no desarrollar su propio SLBTR en euros por motivos de eficiencia y utilizar el del Deutsche Bundesbank para conectarse a TARGET. El Banka Slovenije comenzó sus operaciones como miembro del Eurosistema el 2 de enero de 2007.

RELACIONES CON LOS USUARIOS DE TARGET Y CON LOS GESTORES DE SLBTR DE OTRAS ÁREAS MONETARIAS

El SEBC mantiene una estrecha relación con los usuarios de TARGET, con el fin de prestar la debida atención a sus necesidades y de darles la respuesta adecuada. Al igual que en años anteriores, en el 2006 se celebraron reuniones periódicas entre los BCN conectados a TARGET y los grupos de usuarios nacionales. Asimismo, tuvieron lugar reuniones conjuntas del Grupo de Trabajo de TARGET2, del SEBC, y del Grupo

de Trabajo de TARGET, del sector bancario europeo, en las que se debatieron cuestiones relacionadas con la operativa del sistema. Los aspectos estratégicos se abordaron en el Grupo de Contacto sobre la Estrategia de Pagos en Euros, un foro en el que se encuentran representados los directivos de las entidades de crédito y de los bancos centrales. En su calidad de gestor del mayor SLBTR del mundo en términos del importe de las operaciones procesadas, el Eurosistema mantuvo en el 2006 estrechas relaciones con los gestores de SLBTR de otras áreas monetarias. La intensificación de estas interrelaciones, debido, por ejemplo, a las operaciones del sistema Continuous Linked Settlement (CLS), hace necesario un debate conjunto sobre cuestiones operativas.

2.2 TARGET 2

El 21 de julio de 2006, el Consejo de Gobierno publicó un «Comunicado sobre TARGET2», en el que se explicaban las ligeras modificaciones introducidas en la estructura de precios de los servicios básicos de TARGET2, se describían los componentes esenciales de la estructura de tarifas de los servicios prestados a los sistemas vinculados y se facilitaba información sobre las distintas formas de participación en TARGET2. En el comunicado también se especificaban el nuevo esquema de precios del servicio optativo de agrupación de liquidez y otros nuevos conceptos tarifables. De este modo, se garantiza que la estructura de precios de TARGET2 abarque todas las modalidades de acceso al sistema.

Por otra parte, el 22 de noviembre de 2006 el Consejo de Gobierno publicó su tercer informe de situación sobre TARGET2, en el que proporcionaba información actualizada a los participantes en el mercado acerca de las decisiones del Eurosistema relativas a la estructura de precios y a los aspectos jurídicos, así como de los procedimientos de contingencia y de las pruebas y actividades necesarias para la migración que han de llevarse a cabo próximamente. El informe también señalaba que las labores preparatorias estaban progresando según lo pre-

visto y confirmaba el 19 de noviembre de 2007 como fecha de entrada en funcionamiento de este sistema. Asimismo, se confirmaban las fechas de la segunda y tercera etapa de la migración (18 de febrero y 19 de mayo de 2008), después de las cuales habrá concluido la migración a TARGET2 de todos los bancos centrales y usuarios de TARGET.

Con respecto a la estructura de precios decreciente de los servicios básicos, el Consejo de Gobierno acordó añadir otro tramo de 12,5 céntimos de euro correspondiente a todos los pagos que excedan las 100.000 operaciones al mes. Esta modificación de la estructura de precios de los servicios básicos fue resultado de una revisión al alza del número de pagos estimado, después de que un análisis de la tendencia observada en años anteriores en el número de operaciones procesadas por el sistema TARGET sugiriera un crecimiento sostenible más elevado que el previsto inicialmente.

El Consejo de Gobierno también adoptó una decisión sobre los tres componentes de la estructura de precios para los sistemas vinculados. En primer lugar, se cobrará una tarifa fija de 12.000 euros anuales a cada sistema vinculado que efectúe la liquidación en dinero de banco central, con independencia de que liquide la operación en el SLBTR o en la aplicación de cuentas locales del banco central. Asimismo, se les aplicará una segunda tarifa fija, comprendida entre 5.000 euros y 50.000 euros anuales, en función de los importes brutos liquidados. En tercer lugar, los sistemas vinculados deberán abonar una tarifa por operación, a elegir entre una tarifa plana y una tarifa decreciente (que también tendrán un componente fijo).

También se acordó rebajar el precio del servicio de agrupación de liquidez, con el fin de que resulte más atractivo para las entidades de crédito¹⁴. Este servicio se considera de utilidad porque permite solventar la fragmentación de la liquidez inherente al sistema descentralizado de

¹⁴ Para más información, véase el «Comunicado sobre TARGET2» del BCE, publicado el 21 de julio de 2006 (<http://www.bde.es/prensa/notasinf/bce/2006/presbce69b.pdf>).

cuentas con el Eurosistema. Asimismo, dentro de un grupo de cuentas se aplicará el precio por grupo, lo que significa que se aplicará la tarifa decreciente a todas las órdenes de pago del grupo, como si fuesen enviadas desde una misma cuenta.

En términos de participación, TARGET2 ofrece las opciones «clásicas» de participación directa e indirecta. La participación también puede organizarse a través del denominado *multi-addressee access*, en el que un participante directo puede autorizar a sus sucursales y filiales, siempre que estén radicadas en el EEE y que pertenezcan al grupo, a que canalicen pagos a través de la cuenta principal del participante directo en el SLBTR, sin que éste intervenga. Además, cualquier cliente de un participante directo en TARGET2 que disponga de un BIC podrá enviar órdenes o recibir pagos a través de dicho participante (acceso mediante el denominado *addressable BIC access*). Desde el punto de vista técnico y operativo, este acceso es similar a la participación indirecta, con la diferencia de que, en ese último caso, el sistema reconoce al participante indirecto y, en consecuencia, se beneficia de las medidas de protección previstas en la legislación nacional pertinente por la que se aplica la Directiva sobre la firmeza de la liquidación, siempre que el ámbito de dicha legislación se extienda a los participantes indirectos.

En el 2006, los trabajos se centraron, además de en el desarrollo técnico de la plataforma compartida única, en el marco jurídico de TARGET2, en la elaboración de procedimientos operativos internos y en la definición de las pruebas que han de realizar los usuarios. Está previsto que estas pruebas comiencen en mayo del 2007, y que el primer grupo de países realice la migración a TARGET2 el 19 de noviembre de 2007. El 11 de julio de 2006 se puso a disposición de la comunidad bancaria un plan de acción centrado en los usuarios para informarles de los principales hitos del proyecto TARGET2.

En los sitios web del BCE y de los BCN se publica periódicamente información actualizada y relevante sobre TARGET2, por ejemplo:

- El 17 de febrero de 2006, el Eurosistema facilitó información sobre el solapamiento de la migración a TARGET2 con la migración a SWIFTNet Phase 2, y se recomendó que, aunque no hay dependencia técnica entre ambas, se finalizara la migración a SWIFTNet Phase 2 antes de comenzar la migración a TARGET2.
- Los perfiles nacionales de migración se actualizaron periódicamente entre abril y noviembre del 2006. Estos perfiles muestran, para cada banco central, qué módulo de la plataforma compartida única se utilizará y cómo realizarán la liquidación los sistemas vinculados desde el primer día posterior a la migración a TARGET2. Como complemento de estos perfiles, el 30 de octubre de 2006 se publicó una descripción general del uso de la aplicación nacional de cuentas locales por parte de los bancos centrales.
- El 7 de diciembre de 2006 se publicó la versión final del manual de usuario sobre el módulo de información y control de la plataforma compartida única, y, a lo largo de todo el año, se publicaron actualizaciones intermedias del libro 4 de las especificaciones funcionales detalladas para los usuarios sobre mensajes XML y sus correspondientes archivos de esquema XML.
- El 7 de noviembre de 2006 se publicó una versión preliminar del manual de pruebas para los usuarios de TARGET2, en el que se describen los procedimientos de prueba y los escenarios de certificación de los participantes. Por otra parte, el 31 de enero de 2007 se publicó en Internet una aplicación web para proporcionar información a los futuros participantes en TARGET2 acerca de las pruebas que se han de realizar.

2.3 TARGET2-VALORES

El 7 de julio de 2006, el BCE anunció que el Eurosistema estaba evaluando la posibilidad de prestar servicios de liquidación para las opera-

ciones con valores denominados en euros que se liquidan en dinero del banco central.

Actualmente, las CDV liquidan la parte en dinero de banco central de las operaciones con valores denominados en euros a través del SLBTR nacional conectado al sistema TARGET. Para que esto sea posible, los participantes en la CDV también deben participar en el SLBTR nacional del país en el que esté radicada la CDV, es decir, las instituciones que participan como miembro liquidador en más de una CDV deben mantener una cuenta de liquidación en cada componente de TARGET que corresponda.

Con la introducción de TARGET2 será técnicamente posible que cada participante en este sistema liquide, a través de una cuenta única, operaciones realizadas a través de cualquier CDV que ofrezca servicios de liquidación en dinero de banco central en euros. Es probable que la posibilidad que ofrece TARGET2 de centralizar la liquidación de efectivo en una cuenta única incremente la demanda del mercado para que también se centralice la liquidación de valores a través de una cuenta única de valores. Esto permitiría a los participantes en TARGET2 optimizar su gestión de la liquidez en las operaciones del mercado monetario garantizadas y no garantizadas y, por consiguiente, aprovechar plenamente las ventajas de TARGET2. La posibilidad de que los participantes en TARGET2 gestionen de manera integrada su cartera de valores y su cuenta de efectivo en TARGET2 se materializará si se implanta un servicio común del Eurosistema para la liquidación de valores. Esta plataforma sólo prestaría servicios de liquidación a las CDV, y éstas seguirían encargándose de otras funciones (como la gestión de los derechos corporativos, funciones de custodia, depósito y administración). Se tratará de lograr sinergias para el mercado con otros sistemas gestionados por el Eurosistema, en particular con TARGET2.

El Eurosistema anunció la posibilidad de implantar un nuevo servicio denominado TARGET2-Valores, y posteriormente se realizaron consultas con las CDV y otros participan-

tes en el mercado, tanto a escala nacional como europea. El 28 de septiembre se publicó un documento de carácter preliminar con las opiniones del mercado sobre TARGET2-Valores en el sitio web del BCE. Aunque todo el sector solicitó al Eurosistema más detalles sobre esta iniciativa, las entidades de crédito que consideraron que, en general, había más beneficios potenciales, superaron a las CDV. El proyecto obtuvo el firme apoyo de la Comisión Europea.

El 20 de octubre de 2006, el BCE anunció que el Consejo de Gobierno había invitado a su Comité de Sistemas de Pago y de Liquidación a redactar un estudio detallado para analizar la viabilidad operativa, económica, jurídica y técnica de TARGET2-Valores. Como parte de los preparativos previos a la decisión del Consejo de Gobierno relativa a la puesta en marcha del proyecto TARGET2-Valores, el BCE se puso en contacto con los participantes y las infraestructuras de mercado para presentarles las principales alternativas técnicas de este proyecto. A partir de diciembre del 2006 se celebraron varias reuniones con diversas partes interesadas para debatir una amplia variedad de temas relacionados con esta iniciativa.

Potencialmente, la implantación de TARGET2-Valores, que será propiedad exclusiva del Eurosistema y que también lo gestionará, permitirá lograr un considerable ahorro en los costes, como consecuencia del elevado nivel de eficiencia y de armonización técnica que alcanzarían todos los participantes en el mercado, especialmente en el ámbito de la gestión transfronteriza de activos de garantía, y representaría un paso importantísimo hacia la consecución de una única interfaz del Eurosistema con el mercado. Además, podría convertirse en la interfaz del sistema de gestión de activos de garantía del Eurosistema, facilitando, con ello, la gestión de la liquidez a escala paneuropea. Cabría esperar sinergias con otros sistemas administrados por el Eurosistema, en particular con TARGET2 y con soluciones para el uso transfronterizo de los activos de garantía.

2.4 PROCEDIMIENTOS DE LIQUIDACIÓN DE LOS ACTIVOS DE GARANTÍA

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

El importe de los activos de garantía transfronterizos mantenidos por el Eurosistema aumentó de 444 mm de euros en diciembre del 2005 a 514 mm de euros en diciembre del 2006. En conjunto, a finales del 2006 los activos de garantía transfronterizos representaban el 52,3% de los activos de garantía totales entregados al Eurosistema. En el 2006, el uso de activos de garantía transfronterizos superó por primera vez el de activos de garantía nacionales. Estas cifras confirman la tendencia observada en años anteriores de creciente integración de los mercados financieros de la zona del euro y de una mayor predisposición de las entidades de contrapartida a mantener en sus carteras activos emitidos en otro país de la zona del euro.

MODELO DE CORRESPONSALÍA ENTRE BANCOS CENTRALES

El MCBC sigue siendo el principal mecanismo para el movimiento transfronterizo de los activos de garantía que se utilizan en las operaciones de política monetaria y de crédito intradía que realiza el Eurosistema, representando en el 2006 el 39,7% de los activos de garantía totales entregados al Eurosistema. Los activos mantenidos en custodia a través del MCBC pasaron de 353 mm de euros a finales del 2005 a 414 mm de euros a finales del 2006.

Las labores de revisión de los procedimientos técnicos y operativos del MCBC, en las que se tuvo en cuenta el nuevo marco de activos de garantía aprobado por el Consejo de Gobierno en julio del 2005, finalizaron en el 2006. Este

marco también se ha revisado con el fin de permitir la integración de nuevos países de la zona del euro. En este contexto, el 21 de diciembre de 2006 se firmó el Acuerdo del MCBC con el Banka Slovenije.

Al no existir en el mercado una alternativa adecuada al MCBC, que fue concebido como un mecanismo transitorio a falta de otras soluciones de mercado en la zona del euro, el 3 de agosto de 2006 el Consejo de Gobierno acordó continuar ofreciendo este servicio con posterioridad al año 2007. El BCE también está estudiando posibles maneras de armonizar el marco operativo para la gestión de los activos de garantía del Eurosistema.

ENLACES ADMITIDOS ENTRE LOS SISTEMAS DE LIQUIDACIÓN DE VALORES

Los SLV nacionales pueden interconectarse mediante acuerdos contractuales y mecanismos operativos que permitan el movimiento transfronterizo entre sistemas de los valores admitidos. Una vez transferidos a otros SLV mediante estos enlaces, los valores se pueden utilizar de la misma manera que cualquier activo nacional, haciendo uso de los procedimientos locales. En la actualidad, las entidades de contrapartida disponen de 59 enlaces, pero sólo se utiliza activamente un número limitado de ellos. Además, estos enlaces abarcan sólo una parte de la zona del euro. Los enlaces pueden ser admitidos para las operaciones de crédito del Eurosistema si cumplen con los nueve estándares del Eurosistema como usuario¹⁵. El Eurosistema evalúa los nuevos enlaces o los cambios en los enlaces admitidos en relación con estos estándares. En el 2006 se evaluaron positivamente las mejoras introducidas en tres enlaces admitidos ya existentes. Por otra parte, se está evaluando el posible uso de algunos enlaces indirectos en los que una central depositaria actúa como intermediario, esto es, cuando participan más de dos CDV.

Los activos de garantía mantenidos a través de estos enlaces aumentaron de 91 mm de euros en

¹⁵ «Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations», enero de 1998.

diciembre del 2005 a 99 mm de euros en diciembre del 2006, pero sólo representaban el 10,5% de los activos de garantía totales (transfronterizos y nacionales) mantenidos por el Euro-sistema en el 2006.

3 BILLETES Y MONEDAS

3.1 CIRCULACIÓN DE BILLETES Y MONEDAS EN EUROS Y MANEJO DEL EFECTIVO

DEMANDA DE BILLETES Y MONEDAS EN EUROS

A finales del 2006 el número de billetes en euros en circulación era de 11.300 millones, por un importe de 628,2 mm de euros, lo que supuso un incremento del 9,5% en cuanto al número y del 11,2% en cuanto al importe, con respecto a los niveles de finales del 2005 (10.400 millones de billetes por un valor de 565,2 mm de euros). El importe de los billetes en circulación ha seguido creciendo desde la introducción del euro en el 2002, aunque a una tasa interanual en descenso (véanse gráficos 44 y 45). Se estima que entre el 10% y el 20% del importe total de los billetes en euros en circulación está en manos de no residentes en la zona, que continúan demandando billetes en euros principalmente como depósito de valor o como moneda paralela.

El fuerte crecimiento del número de billetes de 50, 100 y 500 euros en circulación se mantuvo en el 2006, con tasas del 12,5%, 9,6% y 13,2%, respectivamente. El número de billetes de las demás denominaciones creció a tasas comprendidas entre el 2,7% y el 8,2% (véase gráfico 46).

En el 2006, el número total de monedas en euros en circulación (es decir, la circulación neta, excluidas las reservas de los BCN) creció un

10,4%, hasta alcanzar los 69.500 millones, mientras que su importe se elevó un 7,4%, hasta los 17,9 mm de euros. El crecimiento relativamente intenso registrado en el número de monedas en circulación se debió principalmente a la fuerte y sostenida demanda de monedas de baja denominación, consecuencia de los niveles relativamente altos de extravío de piezas y de la acumulación.

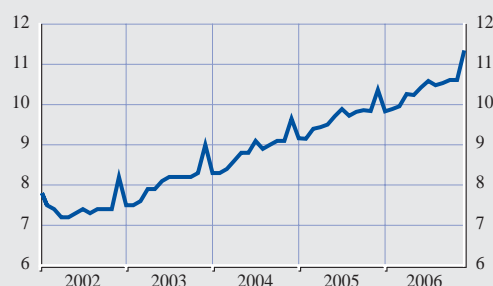
MANEJO DEL EFECTIVO POR EL EUROSISTEMA

Los pagos y los ingresos realizados con billetes en euros mantuvieron la ligera tendencia al alza observada en años anteriores. Durante el 2006, los BCN de la zona del euro pusieron en circulación 32.500 millones de billetes y retiraron 31.500 millones. La frecuencia de retirada¹⁶ de los billetes en circulación cayó ligeramente, desde 3,17 en el 2005 hasta 3,03 en el 2006. La autenticidad de todos los billetes en euros que retornan a los BCN de la zona del euro y su aptitud para volver a circular son debidamente comprobadas mediante máquinas de tratamiento de billetes totalmente automatizadas, a fin de mantener la calidad de los billetes en circulación. En este proceso, los BCN sustituyeron 5.200 millones de billetes (un incremento del 26,2%, con respecto al año anterior) por considerarse que no eran aptos para la circulación.

¹⁶ Definida como el número total de billetes retirados por los BCN en un período dado, dividido por el número medio de billetes en circulación durante ese período.

Gráfico 44 Número total de billetes en euros en circulación entre los años 2002 y 2006

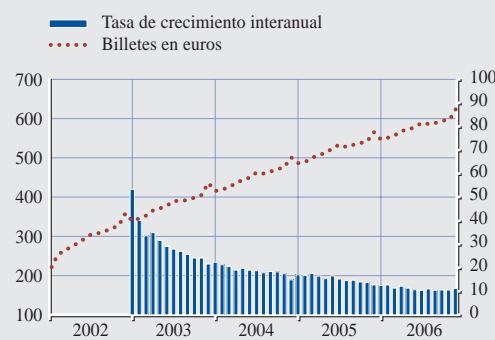
(miles de millones)



Fuente: BCE.

Gráfico 45 Importe total de los billetes en circulación entre los años 2002 y 2006

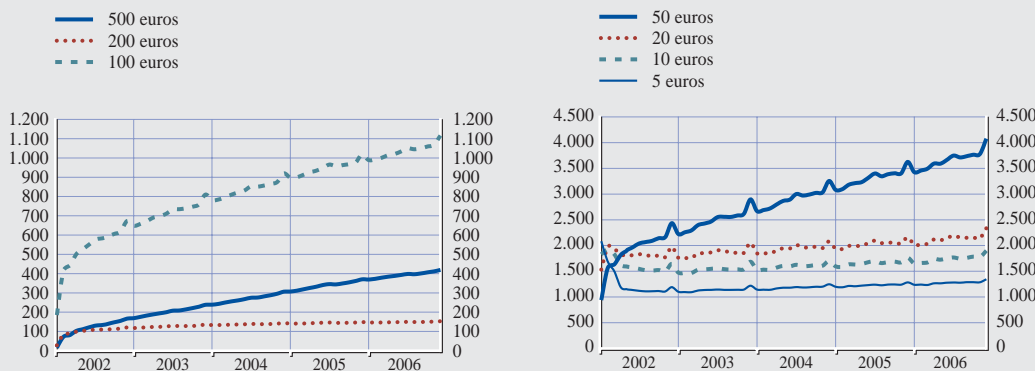
(mm de euros, escala izquierda; en porcentaje, escala derecha)



Fuente: BCE.

Gráfico 46 Número de billetes en euros en circulación entre los años 2002 y 2006

(millones)



Fuente: BCE.

3.2 FALSIFICACIÓN DE BILLETES Y ACTIVIDADES PARA SU DISUASIÓN

FALSIFICACIÓN DE BILLETES EN EUROS

En el 2006 se produjo un ligero descenso en el número de falsificaciones de billetes en euros retirados de la circulación, tras dos años en el que se mantuvo estable. El gráfico 47 muestra la tendencia de los billetes falsos retirados de la circulación, con datos tomados a intervalos semestrales desde la introducción de los billetes en euros. El número total de billetes falsos recibidos por los Centros Nacionales de Análisis¹⁷ fue, aproximadamente, de 565.000¹⁸. Un hecho significativo que se produjo en el 2006 fue el cambio en la distribución por denominaciones de los billetes falsos detectados. Antes del 2006, el billete de 50 euros era el más falsificado. Sin embargo, la proporción de billetes falsos de 50 euros detectados ha caído de forma pronunciada, y se ha observado un aumento equivalente en los billetes falsos de 20 euros y,

en menor medida, en los de 100 euros (véase cuadro 13). En consecuencia, el valor facial total de los billetes falsos retirados de la circulación, y, por lo tanto, el posible perjuicio financiero causado por las falsificaciones, se redujo en el 2006.

El público puede confiar en la seguridad del euro, pues es una moneda bien protegida, tanto por la sofisticación de sus elementos de seguridad como por la eficacia de los cuerpos y fuerzas de seguridad europeos y nacionales. No obstante, esta confianza no debe convertirse nunca en complacencia y el BCE aconseja al público que permanezca atento y que no deje de aplicar el método «toque-mire-gire»¹⁹.

DISUASIÓN DE LAS ACTIVIDADES DE FALSIFICACIÓN

En el 2006, el Eurosistema siguió colaborando estrechamente con Europol y la Comisión Europea (en particular, con la Oficina Europea de Lucha contra el Fraude, OLAF) en la lucha contra la falsificación del euro. El Eurosistema imparte cursos de formación sobre el reconocimiento y el tratamiento de billetes falsos a los pro-

Cuadro 13 Distribución de billetes falsos por denominación

	€5	€10	€20	€50
Porcentaje	1	4	40	34
	€100	€200	€500	Total
Porcentaje	18	2	1	100

Fuente: Eurosistema.

17 Centros establecidos en cada Estado miembro de la UE para el análisis inicial de los billetes falsos en euros a nivel nacional.

18 Esta cifra está sujeta a una corrección muy ligera debido a las últimas informaciones procedentes, sobre todo, de fuera de la UE.

19 Para más detalles, véase <http://www.ecb.int/bc/banknotes/security/html/index.es.html>

Gráfico 47 Número de billetes falsos en euros retirados de la circulación entre los años 2002 y 2006



fesionales en el manejo del efectivo. Estos cursos se realizan tanto en la UE como en otros países.

El Centro Internacional para la Disuasión de Falsificaciones sigue prestando su apoyo al Grupo de Bancos Centrales para la Disuasión de Falsificaciones (un grupo de 27 bancos centrales que colaboran bajo los auspicios del G-10) y ejerce de centro técnico para todos los miembros. Su principal función es prestar asistencia técnica y gestionar un sistema de comunicación centralizado que da servicio a todas las partes que trabajan en el ámbito de los sistemas de disuasión de falsificaciones.

3.3 EMISIÓN Y PRODUCCIÓN DE BILLETES

MARCO PARA LA DETECCIÓN DE BILLETES FALSOS Y LA SELECCIÓN DE BILLETES APTOS PARA LA CIRCULACIÓN

El marco para el reciclaje de billetes trata de la detección de billetes falsos y de la selección de billetes aptos para la circulación por parte de las entidades de crédito y otras entidades que participan a título profesional en el manejo de efectivo. El marco establece una política común para el reciclaje de los billetes en euros por el sector crediticio y define normas uniformes y estándares mínimos para procesar los billetes, que han de seguir las entidades de crédito y las entidades que participan a título profesional en el manejo de efectivo. Tras la decisión adoptada por el Consejo de Gobierno en diciembre del

2004, todos los BCN de la zona del euro, salvo dos, han efectuado ya la transposición nacional de este marco.

Las entidades de crédito y otras entidades que participan a título profesional en el manejo de efectivo dispondrán de un período de transición, que durará hasta finales del 2007, para adaptar sus máquinas de tratamiento de billetes a las nuevas exigencias. En vista de las significativas diferencias en las infraestructuras para el tratamiento de efectivo, en diciembre del 2006 el Consejo de Gobierno decidió ampliar el período transitorio de un año en algunos países de la zona del euro. El período transitorio se ampliará a dos años en el caso de Francia, por lo que expirará a finales del 2009, y a tres años en el de Grecia, España, Irlanda, Italia y Portugal, donde concluirá finales del 2010.

Un aspecto fundamental de este marco es la obligación de comprobar la autenticidad y la aptitud para volver a circular de los billetes que se dispensarán en los cajeros automáticos con máquinas utilizadas por el personal de las entidades que cumplan los estándares del Eurosistema. Los dispositivos utilizados por los clientes para depositar efectivo y las máquinas recicladoras de billetes también deben cumplir determinados estándares técnicos relativos a la verificación y posterior manejo de los billetes. La mayoría de los BCN de la zona del euro han facilitado a los fabricantes de máquinas la realización de pruebas para que comprueben sus equipos. Además, el BCE ha creado una página web en la que figuran todas las máquinas que han superado las pruebas comunes establecidas por el Eurosistema y que, por lo tanto, son adecuadas para reciclar los billetes.

En julio del 2006, el Consejo de Gobierno decidió establecer un régimen transitorio para la aplicación futura de este marco en los nuevos países de la zona del euro, que exige a los BCN de los Estados miembros que adopten el euro antes del 2010 la aplicación del marco en los doce meses siguientes a su incorporación a la zona del euro. Se iniciará entonces un período transitorio de un año para las entidades de

crédito y otras entidades que participan a título profesional en el manejo de efectivo. Los BCN de los Estados miembros que pasen a formar parte de la zona del euro a partir del 2010 tendrán que aplicar este marco antes de su incorporación, pero las entidades de crédito y las otras entidades que participan a título profesional en el manejo de efectivo dispondrán todavía de un año para la adaptación de sus equipos.

Al adaptar sus procedimientos a lo que establece el marco, las entidades de crédito y otras entidades que participan a título profesional en el manejo de efectivo mejorarán su capacidad para detectar posibles falsificaciones de billetes en euros. Ello contribuirá de modo efectivo a que cumplan con la obligación legal de retirar inmediatamente de la circulación posibles billetes falsos y de entregarlos a las autoridades competentes para que lleven a cabo una investigación más detenida. Además, facilitará a las entidades de crédito el suministro a sus clientes de billetes que estén en buenas condiciones, ayudándoles a distinguir entre billetes auténticos y billetes falsos.

ESTABLECIMIENTO DE UN PROGRAMA PILOTO DE CUSTODIA EXTERNA

El Consejo de Gobierno decidió en el 2006 iniciar en Asia un programa piloto de custodia externa. Se denomina custodia externa la figura de un depósito de billetes mantenido en un banco privado, que se encarga de su custodia. El BCE espera que el programa mencionado facilite la distribución internacional de billetes en euros y mejore el control de su circulación fuera de la zona del euro. Puesto que se estima que entre el 10% y el 20% del valor total de los billetes en euros en circulación está fuera de la zona del euro, el Eurosistema considera que es conveniente contar con información más precisa sobre estos billetes. Tras una licitación pública, se han seleccionado dos grandes bancos comerciales que participan en el mercado de billetes al por mayor, uno en Hong Kong y otro en Singapur, para que cada uno de ellos gestione el depósito correspondiente. El Deutsche Bundesbank será la contrapartida logística y administrativa de los bancos privados, que comenzarán

a operar con el programa piloto en el primer semestre del 2007. La custodia externa servirá para evaluar el funcionamiento de los bancos privados, su contribución a la información sobre los billetes en euros en circulación fuera de la zona del euro y su impacto en el mercado de billetes al por mayor. Sobre la base de este programa piloto, el Consejo de Gobierno decidirá en el 2008 sobre la continuidad de este tipo de programas.

DIÁLOGO CON EL CONSEJO EUROPEO DE PAGOS Y OTRAS PARTES INTERESADAS EN EL CICLO DEL EFECTIVO

Es importante disponer de información sobre las necesidades de las distintas partes interesadas –siendo el sector bancario la principal contrapartida de los BCN– para el buen funcionamiento del ciclo del efectivo en euros y la prestación de los servicios de efectivo adecuados por parte del Eurosistema. Los temas de actualidad relacionados con el efectivo, como la reducción integral de costes, se debaten con los participantes europeos en distintos foros como el Grupo de Usuarios de Efectivo en Euros y el Grupo de Trabajo sobre Efectivo del Consejo Europeo de Pagos.

La organización de la cadena de suministro del efectivo difiere de un país a otro dependiendo de las distintas circunstancias nacionales (v.g., la estructura del banco central y de los sistemas bancarios, el régimen jurídico, las pautas que sigue el público en materia de pagos, la infraestructura para el transporte de fondos y consideraciones geográficas). Como consecuencia, no es deseable la adopción de un modelo único para el suministro de efectivo en la zona del euro. Sin embargo, el Consejo de Gobierno decidió en septiembre del 2006 que debería establecerse un calendario y un plan de trabajo para lograr en el medio plazo una mayor convergencia en los servicios de efectivo que prestan los BCN.

ACUERDOS DE PRODUCCIÓN

En el 2006 se fabricaron 7.000 millones de billetes, en comparación con los 3.630 millones del 2005. El menor volumen de producción en el 2005 se debió, en gran medida, al empleo del

Cuadro 14 Asignación de la producción de billetes en euros en el 2006

Denominación	Cantidad (millones de billetes)	BCN responsable de la producción
€5	1.080,0	ES, FR, IE, AT, FI
€10	1.780,0	DE, GR, FR, NL
€20	1.940,0	DE, ES, FR, IT, PT
€50	1.920,0	BE, DE, ES, IT, NL
€100	280,0	IT, LU, AT
€200	-	-
€500	-	-
Total	7.000,00	

Fuente: BCE.

exceso de billetes acumulados desde el 2002, pues la incertidumbre en torno a la introducción del euro justificó un volumen de producción más elevado para hacer frente al suministro inicial.

El crecimiento de la producción en el 2006 fue consecuencia de los siguientes factores: i) un incremento de los billetes en circulación, ii) un aumento del número de billetes no aptos para la circulación, iii) la reducción del nivel de reservas de los BCN, y iv) la decisión de producir en el 2006 una parte de las necesidades futuras de billetes.

En el 2006, la asignación de la producción de billetes en euros continuó realizándose de manera descentralizada, con el procedimiento mancomunado adoptado en el 2002. Según este procedimiento, cada BCN de la zona del euro es responsable de producir, para determinadas denominaciones, la parte que le es asignada del total de billetes necesarios (véase cuadro 14).

LA SEGUNDA SERIE DE BILLETES EN EUROS

Tras la fase preparatoria en la que se establecieron los requerimientos de la nueva serie de billetes y en la que se elaboró un inventario de las posibles mejoras técnicas, el Consejo de Gobierno aprobó en el 2006 el plan general para el desarrollo de la nueva serie y el comienzo de la fase de validación industrial. Esta fase tiene por objeto someter a pruebas los distintos elementos de seguridad para evaluar su comportamiento e identificar sus posibles problemas en un entorno de producción a gran escala. La

mayor parte de las actividades de validación industrial se están efectuando en las fábricas de papel y de billetes acreditadas por el BCE para la producción de la serie actual. A partir de los resultados de la fase de validación industrial, se establecerán las especificaciones generales para la nueva serie de billetes y se iniciarán los trabajos relativos a su diseño.

El diseño de los nuevos billetes se basará en el tema «edades y estilos» de la primera serie y en él se utilizarán diversos elementos tomados de dicha serie. Se ha seleccionado ya un diseñador para que rediseñe la serie actual.

Se espera que el primer billete de la nueva serie se emita dentro de unos años. El calendario exacto y la secuencia de emisión dependerán, sin embargo, de los progresos efectuados en el desarrollo de los nuevos elementos de seguridad y de la situación de las falsificaciones. Las distintas denominaciones de la nueva serie se pondrán en circulación a lo largo de varios años.

4 ESTADÍSTICAS

El BCE, en colaboración con los BCN, desarrolla, recoge, compila, y publica una amplia gama de estadísticas que sirven de apoyo a la política monetaria de la zona del euro y a otras tareas del SEBC, además de ser utilizada por los mercados financieros y por el público en general. Al igual que en años anteriores, en el 2006 el proceso de elaboración de estadísticas –incluidas las relativas a los preparativos para la ampliación de la zona del euro y de la UE en el 2007– se desarrolló sin problemas. Un hito importante en la estrategia a medio plazo del BCE en materia de estadísticas se alcanzó a finales de mayo, cuando el BCE y Eurostat publicaron conjuntamente, por vez primera, las cuentas integradas, financieras y no financieras, de los sectores institucionales de la zona del euro, de periodicidad anual. También se mejoró sustancialmente la difusión de las estadísticas de la zona del euro, tras la puesta en funcionamiento del nuevo servicio *online* de divulgación de datos del BCE, denominado Statistical Data Warehouse. Además, el SEBC, en estrecha colaboración con el Comité de Estadísticas, siguió contribuyendo a la armonización de los conceptos estadísticos en Europa y a la revisión de las normas estadísticas internacionales.

4.1 ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO NUEVAS O MEJORADAS

A finales de mayo del 2006, el BCE y Eurostat publicaron conjuntamente, por vez primera, un conjunto de cuentas integradas, financieras y no financieras, de los sectores institucionales de la zona del euro, de periodicidad anual, correspondientes a los años 1999-2004. Estas cuentas pueden considerarse «cuentas nacionales» de la zona del euro. Entre otras cosas, permiten un análisis completo de las relaciones que existen entre la evolución financiera y no financiera de la economía y de las interrelaciones entre los diferentes sectores (hogares, sociedades no financieras, instituciones financieras y Administraciones Públicas), y entre esos sectores y el resto del mundo. Con la publicación de estas cuentas anuales se ha allanado el camino para

publicar un sistema completo de cuentas trimestrales integradas de los sectores institucionales de la zona del euro a mediados del 2007. El Eurosistema está preparando estas estadísticas junto con Eurostat y los respectivos institutos nacionales de estadística.

En septiembre del 2006, se publicaron en la dirección del BCE en Internet las primeras estadísticas mensuales de saldos vivos de valores europeos a corto plazo (STEP), que, a lo largo del 2007, se complementarán con estadísticas diarias sobre importes y tipos de interés (véase sección 3 del capítulo 4).

El marco jurídico para la recogida de estadísticas monetarias se amplió con un nuevo Reglamento dirigido a las instituciones de giro postal que reciben depósitos y forman parte del sector de sociedades no financieras. El Consejo de Gobierno también introdujo algunos cambios en las Orientaciones del BCE sobre cuentas financieras trimestrales y estadísticas de las finanzas públicas. Conforme a la práctica establecida de complementar los actos jurídicos del BCE con guías prácticas de compilación, el BCE publicó asimismo el documento titulado «Government Finance Statistics Guide».

Se está trabajando en varios ámbitos para ampliar aún más las estadísticas de la zona del euro en los próximos años. En particular, el Eurosistema siguió desarrollando en el 2006 un marco para la recopilación de estadísticas armonizadas sobre las instituciones distintas de IFM, que desempeñan un importante papel en los mercados financieros, como los fondos de inversión y las entidades especiales de financiación. Se han alcanzado notables progresos a este respecto y, actualmente, se está preparando un reglamento del BCE sobre los requerimientos de información estadística para los fondos de inversión. Además, el Eurosistema está considerando la necesidad y la viabilidad de mejorar los datos estadísticos de las empresas de seguros y los fondos de pensiones. El marco regulatorio de las estadísticas de los balances de las IFM y de las estadísticas de tipos de interés de las IFM también está siendo revisado, con el fin

de dar cabida a las demandas de los usuarios y a las nuevas realidades financieras y económicas. Las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro se han integrado en un marco único, que permite descomponer la evolución de las posiciones entre dos periodos en las debidas a operaciones, a los cambios de valoración resultantes de las variaciones de los precios y de los tipos de cambio, y a otros ajustes.

Al compilar las estadísticas de la zona del euro que requieren los usuarios de dentro y de fuera de la zona, el SEBC presta especial atención a la necesidad de mantener al mínimo las obligaciones de información. En este contexto, el BCE siguió trabajando en el 2006 en el desarrollo de una base de datos centralizada de valores (CSDB, en sus siglas en inglés), cuyos efectos deberían poder apreciarse en los próximos años. La CSDB, un proyecto estadístico que afecta al SEBC en su integridad, y en el que participan tanto el BCE como los BCN, es una base de datos única con información de referencia sobre todos y cada uno de los valores de la zona del euro que son relevantes para los fines estadísticos del SEBC. Está previsto que se utilice como instrumento para compilar y mejorar la calidad de una amplia gama de estadísticas financieras del SEBC.

En enero del 2007, el BCE publicó por vez primera indicadores de competitividad armonizados para los países de la zona del euro, basados en índices de precios de consumo. Estos indicadores se construyeron siguiendo la misma metodología y a partir de las mismas fuentes de datos que se utilizan para calcular el tipo de cambio efectivo real del euro.

Por último, en el Boletín Mensual del BCE se han incluido estimaciones del *stock* de capital y de la riqueza inmobiliaria de los hogares de la zona del euro.

4.2 OTRAS INNOVACIONES ESTADÍSTICAS

En septiembre del 2006, el BCE puso en funcionamiento en su sitio web un servicio *online* de difusión de datos más completo y fácil de usar para las estadísticas del SEBC, denominado Statistical Data Warehouse²⁰. El servicio se caracteriza por la presencia de interfaces fáciles de utilizar, que permiten a los usuarios buscar, ver y descargar rápidamente datos de la zona del euro, en algunos casos con un detalle por países. Además, ahora se puede acceder, a través de los sitios web del BCE y de los respectivos BCN, a un mayor número de cuadros estadísticos de la zona del euro y a los correspondientes datos nacionales, por ejemplo, a los cuadros de tipos de interés armonizados que aplican las IFM a los depósitos de los hogares y de las sociedades no financieras y a los préstamos otorgados a estos dos sectores.

Desde noviembre del 2006, los usuarios de las estadísticas de la zona del euro han tenido acceso también a una descripción exhaustiva de datos y metadatos en la Cartelera Electrónica de Divulgación de Datos del FMI²¹. Las descripciones de las estadísticas de la zona del euro fueron elaboradas por el BCE y Eurostat, con la asistencia del FMI. La página de la zona del euro que aparece en la Cartelera también permite acceder a un calendario anticipado de divulgación de datos y a las estadísticas de la zona del euro correspondientes a diversas categorías de datos.

Al igual que en años anteriores, el BCE presentó varias publicaciones estadísticas, como la titulada «Estadísticas del BCE: Panorámica general», las actas de la tercera conferencia del BCE sobre estadísticas («Financial statistics for a global economy», 4-5 de mayo de 2006), y «Differences in MFI interest rates across euro area countries». En el documento ocasional del BCE, titulado «Revision analysis for general economic statistics», se ofreció una valoración deta-

²⁰ <http://sdw.ecb.int/>

²¹ <http://dsbb.imf.org/Applications/web/euronote/>

llada de la fiabilidad de las principales estadísticas macroeconómicas de la zona del euro.

Otras publicaciones del BCE se han ampliado para incluir información estadística más completa, como el apéndice estadístico del denominado «Blue Book» («Payment and securities settlement systems in the European Union and in the acceding countries»). Tras una revisión exhaustiva de los datos recopilados, se introdujeron mejoras en la definición y la recogida de datos sobre pagos y valores, que se tradujeron en un adelanto de varios meses en la publicación. También se ha ampliado la gama de indicadores sobre integración financiera incluidos en el informe semestral del BCE titulado «Indicators of financial integration in the euro area» (véase sección 3 del capítulo 4).

En febrero del 2007, el BCE publicó su tercer informe anual de calidad sobre las estadísticas de balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro, que incluye evaluaciones cualitativas e indicadores cuantitativos que pueden ayudar a los usuarios cuando analizan esas estadísticas²².

El BCE continuó colaborando estrechamente con Eurostat y con otros organismos internacionales y participó activamente en la actualización en curso de las normas estadísticas internacionales, como el Sistema de Cuentas Nacionales (SNA 93, en sus siglas en inglés) y el Manual de Balanza de Pagos del FMI, así como en las revisiones de la Benchmark Definition of Foreign Direct Investment, de la OCDE, y de la nomenclatura de la CIU²³. También respalda y utiliza varias normas técnicas internacionales para el intercambio de datos²⁴.

4.3 PREPARATIVOS PARA LA AMPLIACIÓN DE LA ZONA DEL EURO

Las estadísticas desempeñan un papel importante en el seguimiento de la convergencia de los Estados miembros de la UE que no pertenecen todavía a la zona del euro y, por consi-

guiente, en la elaboración de los informes de convergencia (véase sección 1.2 del capítulo 5).

Los datos estadísticos necesarios para evaluar los progresos realizados por los Estados miembros en el cumplimiento de los criterios de convergencia en materia de estabilidad de precios, de evolución de las finanzas públicas, de tipos de cambio y de tipos de interés a largo plazo los facilita Eurostat. El BCE, junto con los BCN de los Estados miembros en cuestión, colabora con Eurostat proporcionando estadísticas de tipos de interés a largo plazo y recoge y compila datos estadísticos adicionales que complementan los cuatro indicadores básicos de convergencia.

Dado que la evaluación del proceso de convergencia depende, en gran medida, de la calidad y la integridad de las estadísticas en que se fundamenta, el BCE realiza un estrecho seguimiento de la compilación y la presentación de dichas estadísticas, especialmente de las estadísticas de las finanzas públicas. El BCE considera muy positivas las iniciativas de la Comisión Europea en relación con la adopción de un código de buenas prácticas para Eurostat y los institutos nacionales de estadística. Se prevé que el cumplimiento de dicho código fomente la independencia, la integridad y la responsabilidad de estas instituciones, factores cruciales para la producción de estadísticas fiables y de alta calidad en la UE.

22 http://www.ecb.int/pub/pdf/other/bop_intinvpos-2007en.pdf

23 Clasificación internacional industrial uniforme de todas las actividades económicas.

24 Por ejemplo, el Statistical Data and Metadata Exchange es una iniciativa respaldada por el BPI, el BCE, Eurostat, el FMI, la OCDE, las Naciones Unidas y el Banco Mundial, que tiene por objeto promover normas internacionales para el intercambio de información estadística.

5 INVESTIGACIÓN ECONÓMICA

El objetivo de la investigación económica que se realiza en el BCE, así como en el Eurosistema en su conjunto, es aportar una base empírica y conceptual sólida a la formulación de la política monetaria. La investigación económica llevada a cabo en el Eurosistema pretende, por tanto, ampliar el conocimiento acerca del funcionamiento de la economía de la zona del euro y proporcionar análisis, modelos y otras herramientas apropiadas para la ejecución de la política monetaria en la zona y el cumplimiento de otras funciones del Eurosistema.

5.1 PRIORIDADES DE INVESTIGACIÓN

En el BCE, la investigación económica se efectúa fundamentalmente en la Dirección General de Investigación, pero también en otras unidades de gestión, en concreto en la Dirección General de Economía. Un Comité de Coordinación de la Investigación coordina la investigación, establece las prioridades y reúne a todas las unidades que participan en la investigación económica, ya sea por el lado de la demanda o de la oferta. El Comité, cuyo nuevo mandato fue acordado en el 2006, elabora anualmente un informe de prioridades de la investigación futura y un resumen de las actividades desarrolladas en el BCE en su conjunto, que han de ser aprobados por el Consejo Ejecutivo. El informe de prioridades pone de relieve las deficiencias actuales en cuanto al conocimiento en cada área que se considera prioritaria, define los resultados y establece la división del trabajo entre las distintas unidades. El resumen analiza los resultados de la investigación en términos tanto de calidad académica como de relevancia desde el punto de vista de la política monetaria, comparando los resultados con los definidos con el anterior informe de prioridades.

En el 2006, el programa de investigación incluyó las seis áreas siguientes: predicción y desarrollo de modelos; análisis de la política monetaria; mecanismo de transmisión de la política monetaria; estabilidad financiera; eficiencia del sistema financiero europeo; y asuntos internacionales. A continuación se examina

brevemente una selección de estas áreas prioritarias.

Por lo que respecta a la predicción y al desarrollo de modelos, en el 2006 se siguieron dos líneas de investigación de especial interés. En primer lugar, se continuó con el desarrollo del nuevo modelo para toda la zona del euro (*area-wide model*), un modelo de equilibrio general dinámico y estocástico de última generación, cuya capacidad de predicción será pronto puesta a prueba. En segundo lugar, se comenzaron a utilizar con éxito modelos factoriales dinámicos para predecir el PIB a corto plazo (el PIB actual y el del siguiente trimestre). Una evaluación casi en tiempo real de su capacidad de predicción demostró que estos modelos se comportan muy bien en comparación con enfoques más tradicionales.

Dado el destacado papel del análisis monetario en la estrategia de política monetaria del BCE, se realizó un examen exhaustivo del desarrollo de modelos y herramientas utilizados para extraer información de los agregados monetarios. Los resultados de este ejercicio y de otros similares se debatieron en noviembre del 2006 en la cuarta conferencia del BCE sobre banca central, cuyo tema fue «El papel del dinero: dinero y política monetaria en el siglo XXI». En el verano del 2007 se publicará un volumen con los artículos presentados y un resumen de los debates que tuvieron lugar durante la conferencia.

A solicitud de los directores de investigación de los bancos centrales del Eurosistema, el Consejo de Gobierno aprobó en febrero del 2006 la creación de una red de investigación sobre la dinámica de los salarios. En esta red, cuya duración será de dos años, participan investigadores de 20 BCN de la Unión Europea y el BCE. El trabajo de la red se organiza conforme a cuatro líneas de investigación. La primera línea examina la caracterización empírica de la dinámica agregada, por países y sectorial de los salarios y de otros costes laborales no salariales en la zona del euro, así como el análisis estructural de sus determinantes y su interacción con la

dinámica de la inflación. La segunda línea de investigación supone el empleo de datos microeconómicos sobre salarios y pretende determinar la naturaleza y la magnitud de posibles rigideces en los salarios y en otras variables del mercado de trabajo en los países y sectores de la zona del euro, así como la relación entre salarios y fijación de precios a nivel de empresa. La tercera línea de investigación explora la posibilidad de realizar una encuesta ad hoc sobre salarios, otros costes laborales y el comportamiento de las empresas en lo que se refiere a la fijación de precios. La cuarta área de estudio se centra en la realización de un análisis general que combine los resultados de la demás áreas de trabajo de la red, con la intención de extraer consecuencias para la política monetaria de la zona del euro. Se espera que los resultados de todas las líneas de investigación se comuniquen a los órganos rectores del BCE a mediados del 2008.

A petición de la presidencia finlandesa de la UE, el BCE presentó en un debate de la reunión informal del ECOFIN, celebrada en Helsinki los días 28 y 29 de septiembre de 2006, el documento titulado «The role of financial markets and innovation for productivity and growth in Europe». En él se reconocían los considerables avances logrados en la integración financiera europea y sus favorables efectos sobre la productividad y el crecimiento económico. Sin embargo, también sugería que las políticas que persiguen la integración financiera podrían complementarse con políticas que promovieran la modernización del sistema financiero, es decir, que mejoraran las condiciones generales de los mercados financieros. Tal modernización supondría fomentar las innovaciones financieras, así como las mejoras institucionales y organizativas, para aumentar la eficiencia de los sistemas financieros, por ejemplo, mediante la reasignación de capital a los sectores con mejores perspectivas de crecimiento. En el documento se llega a la conclusión de que las condiciones en Europa pueden ser mejoradas, por ejemplo, en lo que se refiere a aspectos concretos del gobierno corporativo, a la eficiencia de algunos sistemas jurídicos para resolver conflictos financieros y a las características estructu-



rales de algunos sectores bancarios europeos, incluidas las tendencias a la concentración que se observan en los mercados locales al por menor y la importancia de la titularidad pública de los bancos. El documento del BCE también apoya que se continúe trabajando en la financiación mediante el capital riesgo y en las tendencias hacia la titulización.

Como parte de la segunda etapa de la red de investigación sobre mercados de capitales e integración financiera en Europa (*Research Network on Capital Markets and Financial Integration in Europe*), de cuyo funcionamiento se ocupan el BCE y el Center for Financial Studies, se celebraron dos conferencias en el 2006. La séptima conferencia sobre modernización del sistema financiero y crecimiento económico en Europa, organizada por el Deutsche Bundesbank, tuvo lugar en septiembre en Berlín. Uno de los resultados de la conferencia fue que las economías con mercados de capitales de mayor tamaño reaccionaban de forma más activa y se adaptaban con más rapidez a las innovaciones tecnológicas. Este efecto relacionado con el tamaño de los mercados de capitales seguía siendo significativo incluso teniendo en cuenta la proporción de bancos de titularidad pública y la eficiencia de los sistemas jurídicos. Por otra parte, una legislación sobre valores inadecuada afecta al desarrollo y a la liquidez de los mercados bursátiles. La octava conferencia de la red, que se celebró a finales de noviembre en Madrid, organizada por el Banco de España, abordó la integración y la estabilidad financieras en Europa. Una conclusión que cabe destacar de esta conferencia es que la correlación entre los riesgos de los bancos individuales en Europa parece haberse acentuado recientemente, en particular en lo que se refiere a los bancos de mayor tamaño. Además, en el caso de los países industrializados, se encontraron ciertos indicios de que las fusiones bancarias trans-

fronterizas, en contraposición con las fusiones de carácter nacional, pueden acrecentar el nivel de riesgo de los bancos compradores. Al mismo tiempo, sin embargo, las estimaciones disponibles sugerían que una mayor competencia bancaria podría realmente aumentar la estabilidad financiera.

En febrero del 2006, el Consejo de Gobierno, a propuesta de los directores de investigación de los bancos centrales del Eurosistema, autorizó la creación de un grupo de trabajo para estudiar la necesidad y la viabilidad de realizar una encuesta sobre la situación financiera y el consumo de las familias. En diciembre, este grupo de trabajo presentó un informe ante el Consejo de Gobierno en el que se defendía la utilidad de tal encuesta para el análisis y la formulación de políticas relativas a las principales funciones del Eurosistema, sobre todo la política monetaria, la estabilidad financiera y los sistemas de pago. La encuesta aportaría una nueva perspectiva, entre otros aspectos, de la vulnerabilidad de los hogares en relación con el precio de los activos; la propensión a consumir por encima de su riqueza; los efectos de la integración y la innovación financieras; y el impacto del envejecimiento y de las reformas de los sistemas de pensiones en los patrones de ahorro y consumo de los hogares. En algunos países de la zona del euro ya se llevan a cabo encuestas sobre la situación financiera de las familias, pero en estos momentos no existen datos comparables para toda la zona del euro. El Consejo de Gobierno decidió establecer una red para preparar una propuesta de encuesta totalmente terminada, que incluyera una especificación completa del cuestionario, así como las distintas formas de realizarla. Esta propuesta constituirá la base de un análisis coste-beneficio definitivo, que permitirá al Consejo de Gobierno determinar si la encuesta se llevará a cabo finalmente.

5.2 PUBLICACIONES Y CONFERENCIAS

La mayor parte de los resultados de las actividades de investigación realizadas en el BCE o en colaboración con los economistas de esta ins-

titución se presenta en la serie de documentos de trabajo del BCE y, en menor medida, en la serie de documentos ocasionales, así como en diversas conferencias y seminarios. En el 2006, el BCE publicó 137 documentos de trabajo. De ellos, 87 fueron escritos con la participación de expertos del BCE, mientras que 50 fueron escritos por personas no adscritas al BCE en el contexto del programa de investigadores visitantes, de redes de investigación del Eurosistema o de conferencias organizadas por el BCE. Las versiones impresas de los documentos de trabajo se distribuyen fundamentalmente a bibliotecas e instituciones, pero el principal canal de difusión de las series es el sitio web del BCE, donde se registraron casi 280.000 descargas de documentos de trabajo al mes durante el año 2006.

Además de esta manera de determinar la demanda de documentos de trabajo, la calidad de las series también puede evaluarse de otras formas. Los documentos de trabajo pretenden estimular el debate sobre los resultados de la investigación antes de su publicación final en revistas académicas y libros. El lugar último en que se publican los artículos es, con todo, un indicador importante de su calidad académica. De los documentos de trabajo publicados en el período 1999-2002, un 50% lo fueron en revistas académicas con evaluación previa y un 13% en libros. El impacto de la serie de documentos de trabajo también puede determinarse a partir del número de veces que aparecen citados en otros trabajos. Según las estadísticas de la base de datos Research Papers in Economics, cada documento de trabajo del BCE se cita un promedio de 3,4 veces en publicaciones académicas.

Desde noviembre del 2004, la Dirección General de Estudios ha elaborado un Boletín de Investigación, que es público desde su quinto número en diciembre del 2006. El fin de este Boletín de 12 páginas es informar a un gran número de personas, tanto expertos como no expertos, de la investigación que lleva a cabo el personal del BCE, o que se realiza en cooperación con ellos, sobre temas de importancia para los bancos centrales. Mientras que la serie de

documentos de trabajo se dirige fundamentalmente a los especialistas, los artículos del Boletín de Investigación, que reflejan la opinión de los distintos autores, pretenden comunicar los resultados de la investigación más puntera de modo conciso y accesible.

Además de las publicaciones y de las actividades mencionadas más arriba, el BCE mantuvo contactos durante todo el año con la comunidad académica mediante la celebración en su sede de distintas conferencias y seminarios, como el coloquio celebrado en marzo en honor del entonces miembro del Consejo Ejecutivo Otmar Issing, sobre «Monetary policy: a journey from theory to practice»; una conferencia sobre «Issues related to central counterparty clearing», en abril; un seminario sobre «Corporate finance and monetary policy», en mayo; una conferencia sobre «Financial globalisation and integration», en julio; el séptimo seminario de la red de estudio del ciclo económico de la zona del euro (*Euro Area Business-Cycle Network*) sobre «Estimation and empirical validation of structural models for business cycle analysis», en agosto; una conferencia sobre «Monetary policy, asset markets and learning», en noviembre; la cuarta conferencia del foro de investigación internacional sobre política monetaria, en diciembre; y el seminario conjunto con el Centre for Economic Policy Research sobre mercados de trabajo acerca de «Wage and labour cost dynamics», también en diciembre.

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 prohibiciones 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 25 BCN de la Unión Europea y 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 de Gobierno, la Comisión Europea supervisa el cumplimiento de estas disposiciones por parte de los Estados miembros.

El BCE supervisa, asimismo, las adquisiciones de instrumentos de deuda del sector público nacional y del sector público de otros Estados miembros realizadas por los BCN de la UE en el mercado secundario. 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 2006, el Consejo de Gobierno identificó dos casos de incumplimiento de las mencionadas disposiciones del Tratado y de los reglamentos del Consejo correspondientes. La Banca d'Italia y el Deutsche Bundesbank informaron de la adquisición en el mercado primario de instrumentos de deuda emitidos por el Banco Euro-

peo de Inversiones (BEI). El 10 de enero de 2006, la Banca d'Italia compró valores denominados en dólares estadounidenses emitidos por el BEI, por un importe de 50 millones de dólares, con fines de gestión de las reservas exteriores. Como parte de las operaciones de prueba encaminadas a adquirir experiencia operativa con los instrumentos de deuda emitidos por instituciones supranacionales, el Deutsche Bundesbank realizó tres operaciones en el mercado primario (el 9 de enero de 2006, por un importe de 50 millones de dólares; el 20 de abril, por 15 millones de dólares, y el 16 de mayo, por 10 millones de dólares), en las que compró valores denominados en dólares emitidos por el BEI por un importe total de 75 millones de dólares. Dado que el Banco Europeo de Inversiones es un organismo comunitario, tales compras suponen un incumplimiento de la prohibición de financiación monetaria estipulada en el artículo 101 del Tratado y en el Reglamento n° 3603/93 del Consejo. En el caso de la Banca d'Italia, los instrumentos de deuda emitidos por el BEI y adquiridos en el mercado primario se vendieron el 8 de marzo del 2006. El Deutsche Bundesbank vendió los instrumentos de deuda del BEI adquiridos en el mercado primario el 6 de septiembre de 2006. Además, ambos BCN adoptaron de forma inmediata medidas para evitar que hechos de este tipo volvieran a producirse en el futuro.

6.2 FUNCIONES CONSULTIVAS

El apartado 4 del artículo 105 del Tratado dispone que el BCE sea consultado acerca de cualquier propuesta de acto jurídico comunitario o de proyecto de disposición legal nacional que entre en su ámbito de competencia²⁵. Todos los dictámenes emitidos por el BCE se publican en su sitio web.

En el 2006, el BCE emitió 62 dictámenes: 10 en respuesta a consultas formuladas por el Consejo

25 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, la obligación de consultar el BCE no se aplica al Reino Unido (DO C 191, de 29.7.1992, p. 18).

de la UE y 52 en respuesta a consultas formuladas por las autoridades nacionales. En el 2005 se efectuaron 61 consultas. En uno de los anexos de este Informe Anual figura una lista de los dictámenes adoptados en el 2006.

A raíz de una decisión tomada por los órganos rectores del BCE en el 2005, el formato y la estructura de los dictámenes del BCE relativos a propuestas de actos jurídicos comunitarios se han simplificado para facilitar su consulta y aumentar su efectividad.

Cabe destacar, en particular, los cinco dictámenes siguientes sobre propuestas de actos jurídicos comunitarios.

Tras la supresión de la excepción de Eslovenia, de conformidad con el procedimiento establecido en el apartado 2 del artículo 122 del Tratado, el BCE fue consultado acerca de una propuesta de reglamento del Consejo por el que se modifica el Reglamento (CE) n° 974/98 sobre la introducción del euro y una propuesta de reglamento del Consejo por el que se modifica el Reglamento (CE) n° 2866/98 sobre los tipos de conversión entre el euro y las monedas de los Estados miembros que adoptan el euro²⁶.

En su dictamen sobre una propuesta de directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre servicios de pago en el mercado interior y por la que se modifican las Directivas 97/7/CE, 2000/12/CE y 2002/65/CE²⁷, el BCE acogió positivamente esta iniciativa para establecer un marco legal integral para los servicios de pago en la UE, facilitar la implantación de la zona única de pagos para el euro y lograr la armonización de las reglas de acceso para el mercado de servicios de pago. Al mismo tiempo, el BCE subrayó determinados aspectos que requieren una consideración adicional, como la recepción y el mantenimiento de fondos con características económicas y jurídicas similares a los depósitos o al dinero electrónico por parte de instituciones de pago, determinadas deficiencias en el régimen regulador y supervisor contemplado, la necesidad de mejorar la protección de los fondos de los usuarios de los servicios de pago, la carencia de requerimien-

tos de capital y ciertas ambigüedades existentes en la lista de actividades permitidas.

El BCE también fue consultado y emitió un dictamen²⁸ acerca de una propuesta de directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifica la Directiva 92/49/CEE²⁹ del Consejo y las Directivas 2002/83/CE³⁰, 2004/39/CE³¹, 2005/68/CE³² y 2006/48/CE³³ en lo que atañe a las normas procedimentales y los criterios de evaluación aplicables en relación con la evaluación cautelar de las adquisiciones y los incrementos de participaciones en el sector financiero³⁴ (véase sección 2.2. del capítulo 4).

El BCE emitió un dictamen, elaborado a iniciativa propia³⁵, sobre un proyecto de directiva de la Comisión por la que se aplica la Directiva 85/611/CEE del Consejo por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y

26 CON/2006/36. El BCE también fue consultado por las autoridades eslovenas, estonias, chipriotas y maltesas en relación con la legislación nacional que facilita la futura introducción del euro en los citados Estados miembros (véanse CON/2006/4, CON/2006/10, CON/2006/17, CON/2006/23, CON/2006/28, CON/2006/29, CON/2006/33 y CON/2006/43).

27 CON/2006/21.

28 CON/2006/60, de 18 de diciembre de 2006 (DO C 27, de 7.2.2007, p. 1).

29 Directiva 92/49/CEE del Consejo, de 18 de junio de 1992, sobre coordinación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas relativas al seguro directo distinto del seguro de vida y por la que se modifican las Directivas 73/239/CEE y 88/357/CEE (tercera Directiva de seguros distintos del seguro de vida) (DO L 228, de 11.8.1992, p.1). Directiva modificada por la Directiva 2005/68/CE (DO L 323, de 9.12.2005, p. 1).

30 Directiva 2002/83/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 5 de noviembre de 2002, sobre el seguro de vida (DO L 345, de 19.12.2002, p. 1). Directiva modificada por la Directiva 2005/68/CE (DO L 323, de 9.12.2005, p. 1).

31 Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo (DO L 145, de 30.4.2004, p. 1). Directiva modificada por la Directiva 2006/31/CE (DO L 114, de 27.4.2006, p. 60).

32 Directiva 2005/68/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de noviembre de 2005, sobre el reaseguro y por la que se modifican las Directivas 73/239/CEE y 92/49/CEE del Consejo y las Directivas 98/78/CE y 2002/83/CE (DO L 323, de 9.12.2005, p. 1)

33 Directiva 2006/48/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio (refundida) (DO L 177, de 30.6.2006, p. 1)

34 COM (2006) 507 final.

35 CON/2006/57, de 12 de diciembre de 2007 (DO C 31, de 13.2.2007, p.1).

administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM)³⁶ en lo que respecta a la aclaración de determinadas definiciones³⁷. Este fue el primer dictamen emitido por el BCE sobre una propuesta de aplicación de medidas adoptadas de conformidad con el procedimiento de comitología. El BCE aconsejó sobre las disposiciones relativas a la admisión de instrumentos del mercado monetario por parte de las OICVM con fines de inversión, sugiriendo, en particular, que se aplicaran los mismos requerimientos de transparencia y de información a las instituciones financieras reguladas y a las empresas emisoras de instrumentos del mercado monetario a fin de fomentar la transparencia y la armonización en el mercado europeo de instrumentos del mercado monetario.

Por último, el 15 de febrero de 2007 el BCE adoptó un dictamen³⁸ sobre la propuesta de modificar ocho directivas relativas al sector financiero, a fin de introducir un nuevo «procedimiento de regulación con control» en los procedimientos de comitología de dichas directivas y derogar las disposiciones que establecen un plazo a la delegación de los poderes de ejecución a la Comisión. En su dictamen, el BCE destacó que las medidas de ejecución de nivel 2 del marco Lamfalussy constituyen «propuestas de actos comunitarios» conforme al apartado 4 del artículo 105 del Tratado sobre las que el BCE debe ser consultado³⁹.

El BCE continuó recibiendo consultas de las autoridades nacionales sobre cuestiones relacionadas con los BCN, en concreto sobre las modificaciones de los estatutos de los bancos centrales de Bélgica, República Checa, Francia, Italia, Chipre, Letonia, Luxemburgo, Hungría, Malta, Países Bajos, Polonia y Eslovenia⁴⁰, así como sobre propuestas de disposiciones legales nacionales para facilitar la futura introducción del euro⁴¹. El BCE fue consultado por Letonia sobre un proyecto de ley por el que se modifica la Constitución letona para confirmar el estatus jurídico del Latvijas Banka en la Constitución. Al tiempo que se congratuló por el proyecto de ley, el BCE subrayó la importancia de asegurar

que las modificaciones propuestas no entrañaran cambios en el estatus jurídico y en las funciones del Latvijas Banka, sino que sólo confirmarían a nivel constitucional su posición en la jerarquía de las diversas instituciones. El BCE también fue consultado por Finlandia sobre una reforma de la Ley sobre poderes de excepción⁴². Como en su dictamen anterior sobre asuntos relacionados con poderes de excepción⁴³, el BCE recomendó la modificación del proyecto de ley, de modo que los poderes que entren en el ámbito de competencia exclusiva del SEBC no puedan ser ejercidos por las autoridades nacionales si no se da una de las situaciones de emergencia contempladas en el artículo 297 del Tratado.

En el ámbito de la política monetaria, el BCE fue consultado por Estonia, Letonia y Eslovenia sobre el régimen de reservas mínimas⁴⁴. En sus dictámenes, el BCE destacó los beneficios que se derivan de lograr gradualmente la armonización con el sistema de reservas mínimas del BCE. En este contexto, el BCE observó que, tras la introducción del euro, las cooperativas de crédito de Letonia estarían sujetas a las exigencias de reservas del BCE. El BCE también fue consultado por las autoridades nacionales sobre cuestiones relativas a la introducción de una lista única de activos de garantía, en particular sobre las modificaciones de los estatutos del

36 Directiva 85/611/CEE del Consejo, de 20 de diciembre de 1985, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) (DO L 375, de 31.12.1985, p. 3). Directiva modificada por la Directiva 2005/1/CE del Parlamento Europeo y del Consejo (DO L 79, de 24.3.2005, p. 9)

37 Documento de trabajo de la Comisión ESC/43/2006.

38 CON/2007/4, DO C 39, de 23.2.2007, p. 1.

39 CON/2007/4, DO C 39, de 23.2.2007, p. 1.

40 CON/2006/4, CON/2006/17, CON/2006/19, CON/2006/23, CON/2006/32, CON/2006/33, CON/2006/39, CON/2006/40, CON/2006/44, CON/2006/47, CON/2006/50, CON/2006/54, CON/2006/55, CON/2006/56 y CON/2006/58.

41 En particular, el BCE fue consultado por las autoridades eslovenas, estonias, chipriotas y maltesas en relación con la legislación nacional que facilita la futura introducción del euro en los citados Estados miembros (véanse CON/2006/4, CON/2006/10, CON/2006/17, CON/2006/28, CON/2006/29, CON/2006/33 y CON/2006/43).

42 CON/2006/6.

43 CON/2002/27.

44 CON/2006/3, CON/2006/11 y CON/2006/41.

Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique⁴⁵.

En cuanto a la supervisión financiera, el BCE emitió su primer dictamen elaborado a iniciativa propia sobre un proyecto de ley nacional en relación con el hecho de que el ministro holandés de Hacienda no consultara al BCE sobre la segunda parte de un proyecto de ley por el que se introduce un modelo de supervisión funcional⁴⁶. El BCE emitió, asimismo, un dictamen sobre un proyecto de ley polaco por el que se establece un nuevo marco institucional para la supervisión del sector bancario, los mercados de capitales, los seguros y los fondos de pensiones en Polonia⁴⁷. En la misma línea que anteriores dictámenes del BCE sobre reformas en materia de supervisión bancaria y financiera, el dictamen era favorable a la participación de los bancos centrales en la supervisión prudencial, evaluaba positivamente el modelo de supervisión existente y subrayaba la necesidad de mantener la experiencia de los sectores bancario y financiero en el nuevo marco de supervisión. En un dictamen posterior, el BCE recomendó que se asignara expresamente al Narodowy Bank Polski la función de vigilancia de los sistemas de compensación y liquidación de valores, aduciendo que dicha tarea es inherente a la función de los bancos centrales de promover una infraestructura de mercado sólida, con el fin de proteger la eficacia de la política monetaria y la estabilidad general del sistema financiero⁴⁸.

6.3 GESTIÓN DE LAS OPERACIONES DE ENDEUDAMIENTO Y DE PRÉSTAMO DE LA COMUNIDAD EUROPEA

De conformidad con lo dispuesto en el apartado 2 del artículo 123 del Tratado y en 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. En el año 2006, el BCE no llevó a cabo ninguna tarea de gestión, puesto que a finales

del 2005 no quedaban saldos pendientes y no se iniciaron nuevas operaciones durante el 2006.

6.4 SERVICIOS DE GESTIÓN DE RESERVAS DEL EUROSISTEMA

En el 2006 se siguió prestando una amplia gama de servicios en el marco establecido en enero del 2005 para la gestión de activos de reserva denominados en euros de los clientes del Euro-sistema. El conjunto completo de servicios –a disposición de los bancos centrales, de las autoridades monetarias y de los organismos públicos, situados fuera de la zona del euro, así como de las organizaciones internacionales– es ofrecido, en condiciones armonizadas y conforme a los estándares generales del mercado, por BCN (proveedores de servicios del Eurosistema). El BCE desempeña una función de coordinación y garantiza el buen funcionamiento del marco. En este ámbito, el número de clientes del Eurosistema en el 2006 fue estable, en comparación con el 2005. Con respecto a los servicios prestados, el total de saldos en efectivo y/o de tenencias de valores experimentó un ligero incremento.

45 CON/2006/40

46 CON/2006/20.

47 CON/2006/15.

48 CON/2006/53.



CAPÍTULO 3

INCORPORACIÓN DE ESLOVENIA A LA ZONA DEL EURO

I EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA EN ESLOVENIA

El 11 de julio de 2006, el Consejo ECOFIN adoptó una Decisión en la que se confirmaba que Eslovenia cumplía las condiciones necesarias para incorporarse a la zona del euro y adoptar la moneda única el 1 de enero de 2007. La Decisión del Consejo se basaba en los informes de convergencia publicados por el BCE y la Comisión Europea en mayo del 2006, un Dictamen del Parlamento Europeo y una propuesta de la Comisión Europea. El mismo día, el Consejo ECOFIN adoptó un Reglamento en el que se fijaba el tipo de conversión irrevocable entre el tólar esloveno y el euro en 239,640 tólares por euro, la paridad central establecida el 28 de junio de 2004, fecha en que la moneda eslovena entró a formar parte del MTC II. El tólar se había mantenido próximo a la paridad central frente al euro durante todo el período en el que participó en el MTC II, siendo esa su cotización el día en que se fijó el tipo de conversión.

Si se consideran los diez últimos años, se observa que Eslovenia ha realizado notables avances en la reducción de las tasas de inflación. Desde el 8,3%, el nivel máximo alcanzado en 1997, la inflación medida por los precios de consumo descendió gradualmente, hasta situarse en el 6,1% en 1999. Tras una interrupción transitoria determinada, entre otros factores, por la introducción de un impuesto sobre el valor añadido, el crecimiento de la demanda interna, fuertes incrementos salariales y el aumento de los precios de importación, la inflación volvió a disminuir a partir del 2000, hasta el 2,5% registrado en el 2005. En el 2006, la inflación medida por el IAPC se mantuvo, en promedio, en el 2,5%, pese a la volatilidad relativamente elevada derivada de los precios del petróleo. En conjunto, el componente de bienes industriales no energéticos ha atemperado las recientes presiones inflacionistas, mientras que el componente de energía y los servicios han tenido una fuerte incidencia alcista.

El descenso de la inflación debe contemplarse en un entorno de fuerte crecimiento económico. En la última década, la tasa de crecimiento del PIB real ha sido, en promedio, del 4,1%, nivel superior a la media de la zona del euro, y aun-

que fue algo más moderada entre los años 2001 y 2003, se recuperó a partir del 2004, situándose en un 4% en el 2005 y un 5,2% en el 2006 (véase cuadro 15). Ello supuso un gran avance en la convergencia real. En efecto, el PIB per cápita de Eslovenia (en términos de paridad del poder adquisitivo) se elevó, desde el 65% de la media de la zona del euro registrado en el año 1997, el nivel más alto alcanzado entre los países de la Europa Central y Oriental que se incorporaron a la UE en mayo del 2004, hasta el 78% observado en el 2006. Por lo que se refiere al sector exterior, en los diez últimos años la balanza por cuenta corriente y de capital de Eslovenia arrojó, en promedio, un déficit del 1,6% del PIB, que creció hasta el 3,4% en el 2006, desde el 2,4% registrado en el 2005.

Las condiciones del mercado de trabajo han permanecido bastante estables en la última década, con una tasa de paro que ha fluctuado en torno al 6%-7%. En línea con la recuperación de la actividad económica observada en el 2006, el crecimiento del empleo aumentó también, hasta el 0,6% desde el 0,3% del 2005. Al mismo tiempo, la tasa de paro disminuyó, hasta el 6% desde el 6,5% del 2005. Como resultado de los ajustes estructurales llevados a cabo en el mercado de trabajo en los últimos años, el empleo ha crecido en el sector servicios, mientras que ha descendido en el sector manufacturero. Existe un creciente desequilibrio en el mercado de trabajo entre la demanda de trabajadores altamente cualificados y la oferta de trabajadores poco cualificados.

El proceso de convergencia fue respaldado por la política presupuestaria. En el período comprendido entre el 2000 (el primer año para el que se dispone de datos de déficit público comparables) y el 2005, la ratio de déficit disminuyó, desde el 3,8% hasta el 1,4%. En el 2006, la ratio de déficit se situó en el 1,6%, en línea con el objetivo de déficit establecido en el programa de convergencia actualizado del 2005, pese a un crecimiento más alto de lo previsto y al déficit más favorable registrado en el 2005. Se estima que la ratio de deuda se ha elevado ligeramente en el 2006, hasta el 28,5% desde el

28% del 2005. De acuerdo con el programa de estabilidad actualizado, en el 2006 la ratio de gasto público total siguió descendiendo, en más del 0,5% del PIB. El gasto en pensiones, situado en el 10,9% del PIB en el 2005, es bastante elevado en comparación con el de otros países de la UE. Se espera que aumente de forma significativa hasta el 2050 y que su repercusión a largo plazo sobre el presupuesto sea de las más graves de la UE.

La política monetaria también contribuyó a fomentar la convergencia. En el 2001, Eslovenia adoptó un nuevo marco de política monetaria, cuyo objetivo primordial de lograr la estabilidad de precios quedó recogido en la nueva Ley del Banka Slovenije. Se renunció al anterior objetivo intermedio de crecimiento monetario y se introdujo un nuevo marco de política monetaria basado en dos pilares, que abarcaba tanto la evolución monetaria como la de la economía real. Al mismo tiempo, la política monetaria se complementó con una política cambiaria centrada en la paridad descubierta de tipos de interés. Ello dio lugar a una depreciación gra-

dual del tólar frente al euro, lo que permitió que el Banka Slovenije mantuviese los tipos de interés lo suficientemente elevados como para respaldar el proceso de desinflación. Después del 28 de junio de 2004, fecha en que Eslovenia se incorporó al MTC II, la política monetaria se orientó hacia el mantenimiento de la estabilidad del tipo de cambio frente al euro.

En el 2006, la política monetaria del Banka Slovenije siguió orientándose hacia el logro de la estabilidad de precios en el marco del MTC II y al mantenimiento de la estabilidad del tipo de cambio frente al euro. Al mismo tiempo, el Banka Slovenije redujo gradualmente los tipos de interés para facilitar la transición al euro. En enero del 2006, el tipo de interés de las letras en tólares a 60 días se situaba en el 4%. En julio, cuando el Consejo ECOFIN confirmó que Eslovenia cumplía las condiciones necesarias para la adopción de la moneda única, el Banka Slovenije había reducido dicho tipo de interés hasta el 3,25%. En agosto, el banco central de Eslovenia elevó sus tipos de interés en 25 puntos básicos, en línea con el aumento de los tipos de

Cuadro 15 Principales indicadores económicos de Eslovenia

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Crecimiento del PIB real	4,8	3,9	5,4	4,1	2,7	3,5	2,7	4,4	4,0	5,2
<i>Contribución al crecimiento del PIB real:</i>										
Demanda interna, incluidas existencias	5,0	5,2	9,0	1,4	0,8	2,4	4,9	5,3	1,9	5,5
Demanda exterior neta	-0,2	-1,3	-3,6	2,7	1,8	1,1	-2,2	-0,9	2,1	-0,3
Inflación medida por el IAPC	8,3	7,9	6,1	8,9	8,6	7,5	5,7	3,7	2,5	2,5
Remuneración por asalariado	12,6	8,9	7,7	12,4	11,6	8,5	6,6	7,6	5,4	..
Costes laborales unitarios nominales, total economía	5,3	4,6	3,6	8,9	9,2	6,5	3,5	3,6	1,6	..
Deflactor de las importaciones de bienes y servicios	5,0	1,9	1,9	13,9	6,3	2,5	2,0	4,1	5,0	4,7
Cuenta corriente + cuenta de capital (% del PIB)	0,3	-0,6	-3,3	-2,7	0,2	0,4	-1,4	-3,1	-2,4	-3,4
Empleo total	-1,9	-0,2	1,4	0,8	0,5	1,5	-0,4	0,5	0,3	0,6
Tasa de paro (% de la población activa) ¹⁾	6,9	7,4	7,3	6,7	6,2	6,3	6,7	6,3	6,5	6,0
Superávit (+)/déficit (-) de las Administraciones Públicas (% del PIB)	..	..	-3,1	-3,8	-4,1	-2,5	-2,8	-2,3	-1,4	-1,6
Deuda bruta de las Administraciones Públicas (% del PIB)	21,4	22,1	24,6	27,6	27,6	29,1	28,5	28,7	28,0	28,5
Tipo de interés a tres meses (%) ²⁾	8,0	6,8	4,7	4,0	3,6
Rendimiento de la deuda pública a diez años (%) ²⁾	8,7	6,4	4,7	3,8	3,9
Tipo de cambio frente al euro ^{2),3)}	181,0	185,9	194,4	206,6	218,0	226,0	233,8	239,1	239,6	239,6

Fuentes: BCE y Eurostat.

Nota: Debido a cambios en la metodología y en las fuentes, los datos de la deuda anteriores a 1999 no son comparables con los datos a partir de ese año, y los datos del déficit anteriores al 2000 no son comparables con los datos a partir de ese año.

1) Desestacionalizada.

2) Media anual.

3) Hasta el final de 1998, los datos se refieren al tólar esloveno por ECU.

interés oficiales del BCE llevado a cabo ese mismo mes. El tipo de interés de las letras en tólares a 60 días no se modificó en el resto del año, y se alineó, al final del 2006, con el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del Eurosistema, tras la elevación de los tipos de interés oficiales del BCE realizada en octubre y diciembre.

En el 2006, el tipo de interés a tres meses del mercado monetario esloveno evolucionó en línea con los tipos de interés oficiales. El proceso de convergencia gradual de los tipos de interés a corto plazo de Eslovenia hacia el nivel de la zona del euro se completó, básicamente, en octubre. Por el contrario, los tipos de interés a largo plazo ya se situaban en niveles próximos a los de la zona del euro desde mediados del 2004, como resultado de la confianza del mercado en la evolución económica y presupuestaria general de Eslovenia y de la credibilidad de la política monetaria y cambiaria del país.

Tras la adopción del euro, el principal reto para Eslovenia es la ejecución de políticas nacionales encaminadas a sostener un vigoroso creci-

miento económico y a alcanzar un alto grado de convergencia sostenible. Dado que Eslovenia ya no puede instrumentar políticas monetarias y cambiarias independientes para lograr sus objetivos económicos, es más importante todavía poner en práctica políticas estructurales y presupuestarias adecuadas. En este contexto, es fundamental corregir las rigideces estructurales que presenta todavía el mercado de trabajo y conseguir una mayor flexibilidad de los mercados de productos. En aras de la competitividad, es deseable que la moderación salarial acompañe al crecimiento de la productividad del trabajo, y han de eliminarse la indiciación salarial y determinadas prestaciones sociales. Para evitar la aparición, en los próximos años, de posibles presiones inflacionistas inducidas por la demanda, una medida esencial será la puesta en marcha de un ambicioso proceso de saneamiento de las finanzas públicas. Por otra parte, los mercados financieros de Eslovenia se están volviendo más profundos, como consecuencia, entre otros factores, del rápido crecimiento del crédito, por lo que será necesario establecer una supervisión financiera eficaz.

Recuadro 8

IMPLICACIONES ESTADÍSTICAS DE LA AMPLIACIÓN DE LA ZONA DEL EURO PARA INCORPORAR A ESLOVENIA

La ampliación de la zona del euro para incorporar a Eslovenia el 1 de enero de 2007 es la segunda ocasión en la que las series estadísticas de la zona han debido modificarse para incluir a un nuevo país miembro. La elaboración de las estadísticas de la zona del euro ampliada se ha llevado a cabo, en su caso, en coordinación con la Comisión Europea.

La incorporación de Eslovenia implica que los residentes de ese país son ahora residentes de la zona del euro. Ello afecta a las estadísticas para las que los agregados de la zona del euro no son una simple suma de los datos nacionales (como las estadísticas monetarias, de balanza de pagos y de posición de inversión internacional), así como a las cuentas financieras, debido a la necesidad de consolidar las operaciones entre residentes de Eslovenia y de otros países de la zona del euro.

A partir de enero del 2007, Eslovenia tuvo pues que cumplir todos los requerimientos estadísticos del BCE, es decir, proporcionar datos nacionales totalmente armonizados y comparables¹. Dado que la elaboración de nuevas estadísticas requiere mucho tiempo, el Banka Slovenije y

¹ Los requerimientos estadísticos del BCE están recogidos en el documento titulado «Estadísticas del BCE: Panorámica general», abril del 2006.

el BCE comenzaron a prepararlas bastante antes de la adhesión de Eslovenia a la UE. El Banka Slovenije redobló los esfuerzos por cumplir los requerimientos del BCE tras incorporarse al SEBC, por lo que al entrar en la zona del euro estaba ya en condiciones de cumplir las obligaciones relativas a las estadísticas monetarias, bancarias, de balanza de pagos y otras estadísticas financieras. Además, el Banka Slovenije tuvo que realizar los preparativos necesarios para la integración de las entidades de créditos eslovenas en el sistema de reservas mínimas del BCE y para el cumplimiento de los correspondientes requerimientos estadísticos.

Para los informantes y los BCN de los demás países de la zona del euro, la ampliación de la zona supuso, a partir de enero del 2007, la obligación de incluir las operaciones (o flujos) y las posiciones con residentes de Eslovenia en los datos de la zona del euro, en lugar de declararlas como operaciones y posiciones con no residentes en la zona.

Por otra parte, Eslovenia y los demás países de la zona del euro tuvieron que proporcionar series históricas con el suficiente grado de detalle geográfico y sectorial, al menos desde el 2004, año de la incorporación de Eslovenia a la UE.

En lo que respecta a la publicación de las estadísticas de la zona del euro, el BCE ha concedido a los usuarios el acceso en línea a dos conjuntos de series temporales, uno que recoge los datos históricos disponibles de la zona del euro actual (incluida Eslovenia) y otro que vincula las distintas composiciones de la zona, empezando con los 11 países de 1999.

2 ASPECTOS LEGALES DE LA INTEGRACIÓN DEL BANKA SLOVENIJE EN EL EUROSISTEMA

De conformidad con el apartado 2 del artículo 122 del Tratado, el BCE examinó la compatibilidad de los estatutos del Banka Slovenije y de otras disposiciones legales eslovenas relevantes con el artículo 109 del Tratado. La evaluación del BCE determinó que la legislación eslovena es compatible con el Tratado y con los Estatutos del SEBC, tal y como se recoge en el Informe de Convergencia sobre Lituania y Eslovenia publicado en mayo del 2006.

El BCE y el Banka Slovenije adoptaron una serie de instrumentos jurídicos relativos a la integración del Banka Slovenije en el Eurosistema el 1 de enero de 2007. En virtud de la decisión de suprimir la excepción a favor de Eslovenia adoptada por el Consejo ECOFIN el 11 de julio de 2006¹, hubo de adaptarse el marco jurídico del Eurosistema. Asimismo, la introducción del euro en Eslovenia y la integración del Banka Slovenije en el Eurosistema requirieron la modificación de algunos instrumentos jurídicos eslovenos. El 30 de marzo de 2006, el Banka Slovenije adaptó sus estatutos conforme a las recomendaciones formuladas en el Informe de Convergencia del BCE del 2004. El 13 de marzo de 2006, Eslovenia había consultado al BCE acerca de los proyectos de modificaciones de los estatutos del Banka Slovenije. El BCE emitió un Dictamen en el que proponía modificaciones adicionales, que quedaron recogidas en la versión final de los estatutos del Banka Slovenije². En el transcurso del 2006, se consultó también al BCE sobre la modificación de otras disposiciones legales de Eslovenia relativas a distintos temas, como el sector bancario³, las reservas mínimas⁴ y los activos de garantía⁵.

Como resultado de la Decisión del Consejo ECOFIN, de 11 de julio de 2006, se modificó el Reglamento (CE) nº 974/98 del Consejo para permitir la adopción del euro por Eslovenia⁶, y se adoptó el Reglamento (CE) nº 1086/2006 del Consejo, por el que se modifica el Reglamento (CE) nº 2866/98, en el que se fijó el tipo de cambio irrevocable del tólar esloveno frente al euro⁷. El Consejo consultó al BCE respecto a las propuestas relativas a estos dos reglamentos, sobre los que el BCE emitió un Dictamen⁸.

Para facilitar la adopción del euro por Eslovenia, el BCE formuló dos Orientaciones. La Orientación BCE/2006/10 estableció que los billetes en tólares pudiesen ser cambiados por billetes y monedas en euros en todos los países de la zona del euro⁹. La Orientación BCE/2006/9 permitió la distribución de billetes y monedas en euros antes de la introducción del efectivo en euros¹⁰. También se consultó al BCE acerca de la legislación nacional relativa a la introducción del efectivo en euros¹¹.

Por lo que se refiere a los aspectos legales de la integración del Banka Slovenije en el Eurosistema, el BCE adoptó los instrumentos jurídicos relativos al desembolso por el Banka Slovenije del importe restante de su contribución al capital suscrito del BCE, y a la transferencia de activos exteriores de reserva al BCE. Con arreglo al artículo 27.1 de los Estatutos del SEBC, el Consejo de Gobierno adoptó una Recomendación relativa al auditor externo de las cuentas financieras del Banka Slovenije a partir del ejercicio del 2007¹². El BCE revisó también su marco jurídico e introdujo las eventuales modi-

1 Decisión del Consejo, de 11 julio de 2006, de conformidad con el artículo 122, apartado 2, del Tratado sobre la adopción por Eslovenia de la moneda única el 1 de enero de 2007 (2006/495/CE), DO L 195, de 15.7.2006, p. 25.

2 CON/2006/17.

3 CON/2006/48.

4 CON/2006/41.

5 CON/2006/24.

6 Reglamento (CE) nº 1647/2006 del Consejo, de 7 de noviembre de 2006, por el que se modifica el Reglamento (CE) nº 974/98 sobre la introducción del euro, DO L 309, de 9.11.2006, p. 2.

7 Reglamento (CE) nº 1086/2006 del Consejo, de 11 de julio de 2006, por el que se modifica el Reglamento (CE) nº 2866/98 sobre los tipos de conversión entre el euro y las monedas de los Estados miembros que adoptan el euro, DO L 195, de 15.7.2006, p. 1.

8 CON/2006/36, DO C 163, de 4.7.2006, p.10

9 Orientación del Banco Central Europeo, de 24 de julio de 2006, sobre el cambio de billetes de banco tras la fijación irrevocable de los tipos de cambio con miras a la introducción del euro (BCE/2006/10), DO L 215, de 5.8.2006, p. 44.

10 Orientación del Banco Central Europeo, de 14 de julio de 2006, sobre ciertos preparativos para la introducción del efectivo en euros y sobre la distribución y subdistribución anticipadas de billetes y monedas en euros fuera de la zona del euro (BCE/2006/9), DO L 207, de 28.7.2006, p. 39.

11 CON/2006/29.

12 Recomendación del Banco Central Europeo, de 9 de octubre de 2006, al Consejo de la Unión Europea sobre el auditor externo del Banka Slovenije (BCE/2006/14), DO C 257, de 25.10.2006, p. 19.



ficaciones requeridas por la integración del Banka Slovenije en el Eurosistema a partir del 1 de enero de 2007, entre las que cabe destacar la adaptación del régimen de asignación de los ingresos monetarios de los BCN de la zona del euro¹³. Además, el BCE revisó las disposiciones eslovenas de aplicación del marco jurídico del Eurosistema para la política monetaria y TARGET. Así pues, las entidades de contrapartida eslovenas pudieron participar en las operaciones principales de financiación del Eurosistema a partir del 3 de enero de 2007. El BCE adoptó también un Reglamento relativo a las disposiciones transitorias para la aplicación de las reservas mínimas por el BCE después de la introducción del euro en Eslovenia¹⁴. Por último, el Banka Slovenije dejó de ser parte en el Acuerdo sobre el MTC II¹⁵.

13 Decisión del Banco Central Europeo, de 19 de mayo de 2006, por la que se modifica 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 (BCE/2006/7), DO L 148, de 2.6.2006, p. 56.

14 Reglamento del Banco Central Europeo, de 2 de noviembre de 2006, relativo a las disposiciones transitorias para la aplicación de las reservas mínimas por el Banco Central Europeo después de la introducción del euro en Eslovenia (BCE/2006/15), DO L 306, de 7.11.2006, p. 15.

15 Acuerdo, de 21 de diciembre de 2006, entre el Banco Central Europeo y los bancos centrales nacionales de los Estados miembros que no forman parte de la zona del euro por el que se modifica el Acuerdo de 16 de marzo de 2006 entre el Banco Central Europeo y los bancos centrales nacionales de los Estados miembros que no forman parte de la zona del euro por el que se establecen los procedimientos de funcionamiento del mecanismo de tipos de cambio de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria, DO C 14, de 20.1.2007, p. 6.

3 ASPECTOS OPERATIVOS DE LA INTEGRACIÓN DEL BANKA SLOVENIJE EN EL EUROSISTEMA

Tras la Decisión del Consejo ECOFIN, de 11 de julio de 2006, sobre la adopción por Eslovenia de la moneda única el 1 de enero de 2007, el BCE llevó a cabo los preparativos técnicos necesarios para la plena integración del Banka Slovenije en el Eurosistema. De conformidad con lo dispuesto en el Tratado, el Banka Slovenije se incorporó al Eurosistema con exactamente los mismo derechos y obligaciones que los BCN de los Estados miembros de la UE que ya habían adoptado el euro.

Los preparativos técnicos para la integración del Banka Slovenije en el Eurosistema, que se realizaron en estrecha colaboración con el Banka Slovenije y, en su caso, de forma multilateral con los doce BCN de la zona del euro, abarcaron un amplio abanico de funciones, desde la información financiera y la contabilidad, a las operaciones de política monetaria, la gestión de los activos exteriores de reserva y las operaciones en divisas, los sistemas de pago, las estadísticas y la producción de billetes. Por lo que respecta a las operaciones, se comprobaron extensamente los instrumentos y procedimientos de política monetaria y las operaciones en divisas.

3.1 OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA

Tras la adopción del euro por Eslovenia el 1 de enero de 2007, las entidades de crédito radicadas en Eslovenia quedaron sujetas, a partir de esa fecha, a las exigencias de reservas mínimas del Eurosistema. Sin embargo, dado que el 1 de enero de 2007 cayó prácticamente en la mitad del período de mantenimiento de reservas del Eurosistema comprendido entre el 13 de diciembre de 2006 y el 16 de enero de 2007, la aplicación del sistema de reservas mínimas en Eslovenia hubo de regularse por medio de disposiciones transitorias durante ese período de mantenimiento. También fueron necesarias disposiciones transitorias para el cálculo de la base de reservas de las entidades de contrapartida eslovenas. La lista de las 27 entidades de crédito eslovenas sujetas a las exigencias de reservas del Eurosistema se publicó por primera

vez en la dirección del BCE en Internet el 29 de diciembre de 2006.

Como consecuencia de la adhesión de Eslovenia a la zona del euro, las reservas agregadas exigidas a las entidades de crédito de la zona aumentaron en 0,3 mm de euros. Los factores autónomos del balance del Banka Slovenije supusieron, en promedio, una provisión de liquidez de 3,5 mm de euros en el período comprendido entre el 1 y el 16 de enero de 2007. Para calibrar en su totalidad los efectos de la incorporación de Eslovenia sobre la liquidez, fue preciso tener en cuenta que algunas de las operaciones de política monetaria realizadas por el Banka Slovenije en el 2006 no vencían hasta el 2007. Se trataba de algunos depósitos a plazo fijo de entidades de contrapartida y de certificados de deuda emitidos por el Banka Slovenije, cuyo importe se situó, en promedio, en 2,3 mm de euros en el período comprendido entre el 1 y el 16 de enero de 2007. Así, la contribución neta de Eslovenia a la liquidez de la zona del euro durante ese período se cifró, en promedio, en 0,9 mm de euros.

Para responder a la nueva situación de liquidez de la zona del euro, el BCE empezó a ajustar el importe adjudicado en sus operaciones principales de financiación ya desde el inicio del 2007.

El 1 de enero de 2007, el Banka Slovenije adoptó también el sistema de lista única de activos de garantía del Eurosistema y dio a conocer los activos aceptados como garantía en Eslovenia, cuyo valor ascendía a 6,3 mm de euros. Estos activos se habían añadido a la lista de activos admitidos publicada en la dirección del BCE en Internet el 29 de diciembre de 2006, y quedaron aceptados para las operaciones de crédito del Eurosistema a partir del 1 de enero de 2007.

3.2 CONTRIBUCIÓN AL CAPITAL, A LAS RESERVAS Y A LOS ACTIVOS EXTERIORES DE RESERVA DEL BCE

Al incorporarse al SEBC el 1 de mayo de 2004, el Banka Slovenije desembolsó el 7% de su par-

ticipación en el capital suscrito del BCE, como contribución a los costes operativos de esta institución. De conformidad con el artículo 49 de los Estatutos del SEBC, el Banka Slovenije desembolsó el importe restante de su contribución al capital el 1 de enero de 2007. La participación total del Banka Slovenije se cifra en 18,4 millones de euros, equivalente al 0,3194% del capital suscrito del BCE, que ascendía a 5,761 mm de euros el 1 de enero de 2007.

A principios del 2007, con arreglo a los artículos 30 y 49.1 de los Estatutos del SEBC, el Banka Slovenije transfirió activos exteriores de reserva por valor de 191,6 millones de euros al BCE, en proporción, según su participación en el capital suscrito del BCE, a los activos exteriores de reserva transferidos por los demás BCN de la zona del euro. De la contribución total, el 15% se realizó en oro y el 85% en activos denominados en dólares estadounidenses. El Banka Slovenije y la Banque centrale du Luxembourg gestionan la cartera en dólares estadounidenses, como agentes del BCE, constituyéndose así la primera cartera común de activos exteriores de reservas del BCE. En relación con la transferencia de activos exteriores de reserva al BCE, el Banka Slovenije fue acreditado por el BCE con un activo denominado en euros.

4 INTRODUCCIÓN DEL EFECTIVO EN EUROS EN ESLOVENIA

El 1 de enero de 2007, los billetes y monedas en euros entraron en circulación en Eslovenia. Tras un período de doble circulación de dos semanas, sustituyeron totalmente a los billetes y monedas en tólares eslovenos.

Con vistas a este acontecimiento, el Consejo de Gobierno adoptó, el 14 de julio de 2006, una Orientación sobre ciertos preparativos para la introducción del efectivo en euros y sobre la distribución y redistribución anticipadas de billetes y monedas en euros fuera de la zona del euro¹⁶. Esta Orientación, que recoge en gran parte el marco jurídico adoptado para la puesta en circulación del euro en el 2002, sirvió al Banka Slovenije como base para definir el marco en el que se llevaría a cabo la introducción del efectivo en euros en Eslovenia.

El Banka Slovenije estableció el marco jurídico para la distribución y redistribución anticipadas de billetes y monedas en euros en Eslovenia por parte de los agentes que habían de intervenir en estas operaciones. Asimismo, se definieron los procedimientos y métodos de canje de billetes y monedas en tólares por billetes y monedas en euros, y las condiciones de transporte, almacenamiento, seguridad, entrega de activos de garantía y seguimiento estadístico.

Como parte de los preparativos para la introducción de la nueva moneda y a fin de satisfacer la demanda nacional estimada para el conjunto del año 2007, el Banka Slovenije recibió de las reservas del Eurosistema un total de 94,5 millones de billetes en euros, por importe de 2.175 millones de euros. Por razones geográficas y logísticas, el Oesterreichische Nationalbank realizó la entrega material de los billetes por cuenta del Eurosistema. Tras un proceso de subasta pública, la producción de las monedas en euros se adjudicó a la Fábrica de Moneda de Finlandia, que acuñó un total de 296,3 millones de monedas en euros, por importe de 104 millones de euros.

El Banka Slovenije comenzó a distribuir anticipadamente a las entidades de crédito monedas en euros el 25 de septiembre de 2006 y billetes

en euros el 29 de noviembre de 2006. La redistribución anticipada, es decir, la entrega de billetes y monedas en euros a otros agentes profesionales (como los distribuidores minoristas y el sector de máquinas expendedoras) por las entidades de crédito se inició durante el mes de diciembre. Al mismo tiempo, la preparación de 150.000 euromonederos para los minoristas, por valor de 201 euros cada uno, y de 450.000 para los particulares, valorados cada uno de ellos en 12,52 euros, permitió una amplia distribución de monedas antes de la puesta en circulación. Al final del 2006, el Banka Slovenije había distribuido a las entidades de crédito el 100% de los billetes y monedas en euros requeridos para la puesta en circulación, lo que allanó el camino para una transición rápida y sin problemas.

Otro factor que ha contribuido a facilitar la transición al euro ha sido la rápida conversión de los cajeros automáticos y de los terminales de puntos de venta. Todos los cajeros automáticos accesibles al público y todos los terminales de puntos de venta estuvieron adaptados a la nueva moneda el primer día de canje del efectivo. La conversión de las máquinas expendedoras se llevó a cabo en 15 días.

El artículo 52 de los Estatutos del SEBC dispone que el Consejo de Gobierno adopte las medidas necesarias para garantizar que los billetes denominados en monedas con tipo de cambio fijo irrevocable sean canjeados por los BCN de la zona del euro a sus respectivos valores de paridad. En cumplimiento de esta exigencia y tras la adopción, el 24 de julio de 2006, de la Orientación sobre el canje de billetes de banco tras la fijación irrevocable de los tipos de cambio con miras a la introducción del euro (BCE/2006/10)¹⁷, los BCN de la zona del euro velaron por que, en los dos primeros meses del 2007, los billetes denominados en tólares, por valor de hasta 1.000 euros en una operación determinada en un día determinado, pudieran ser cambiados por billetes y monedas en euros al valor de paridad correspondiente, al menos

¹⁶ DO L 207, 28.7.2006, p. 39.

¹⁷ DO L 215, 5.8.2006, p. 44.

en un lugar de sus respectivos países. El Banka Slovenije canjeará los billetes en tólares sin límite de tiempo y las monedas en tólares durante un período de diez años.

CAMPAÑA DE INFORMACIÓN SOBRE LA INTRODUCCIÓN DEL EURO

En el 2006, el BCE llevó a cabo, en colaboración con el Banka Slovenije, una campaña de información destinada a preparar la introducción del euro en Eslovenia el 1 de enero de 2007. El objetivo de la campaña informativa era familiarizar a los profesionales en el manejo de efectivo, y al público en general, con determinadas características de los billetes y monedas en euros, como su apariencia y sus elementos de seguridad, y con los procedimientos de canje de moneda. Como parte de la campaña, se enviaron a los hogares eslovenos más de 700.000 folletos de divulgación del BCE con información sobre los billetes y monedas en euros, junto con una calculadora ofrecida por el Banka Slovenije. Se distribuyeron carteles y folletos del tamaño de una tarjeta de crédito con la descripción de los elementos de seguridad de los billetes en euros, así como guías para las personas que manejan efectivo en su trabajo. Por otro lado, se proporcionó a las empresas eslovenas información detallada sobre la apariencia y los elementos de seguridad de los billetes y monedas en euros, a fin de que pudieran incluirla en su propio material informativo. El BCE organizó para los medios de comunicación de Eslovenia un seminario de dos días, en el que se ofreció información sobre la organización, las funciones y las actividades del BCE y del Euro-sistema. Posteriormente, en colaboración con el BCE, el Banka Slovenije organizó una conferencia sobre el euro, concebida como un foro para intercambiar experiencias y fomentar el diálogo sobre el impacto económico de la introducción del euro y del cambio de moneda. A la conferencia, que se celebró el 15 de enero de 2007, asistieron representantes de las empresas, las autoridades y los medios de comunicación.



CAPÍTULO 4

ESTABILIDAD E INTEGRACIÓN FINANCIERAS

I ESTABILIDAD FINANCIERA

El Eurosistema contribuye al buen funcionamiento de las políticas adoptadas por las autoridades nacionales competentes en relación con la supervisión prudencial de las entidades de crédito y con la estabilidad del sistema financiero. Asimismo, el Eurosistema asesora a estas autoridades y a la Comisión Europea sobre el alcance y la aplicación de la legislación comunitaria en estos ámbitos.

1.1 SEGUIMIENTO DE LA ESTABILIDAD FINANCIERA

En colaboración con el Comité de Supervisión Bancaria (BSC) del SEBC, el BCE analiza los riesgos para la estabilidad financiera, con objeto de evaluar la capacidad de resistencia del sistema financiero¹. Este seguimiento se centra en las entidades de crédito, puesto que continúan siendo los principales intermediarios a través de los cuales se canalizan los fondos, por lo que pueden difundir los riesgos en el sistema financiero. Al mismo tiempo, la importancia creciente de otras instituciones financieras y de otros mercados, y su vinculación con las entidades bancarias, hacen necesario que el SEBC haga un seguimiento de la vulnerabilidad de dichos intermediarios.

EVOLUCIÓN CÍCLICA

En el 2006 prosiguió la mejora observada desde el 2003 en la situación de las instituciones financieras de la zona del euro, que se beneficiaron de un entorno macroeconómico y financiero favorable, pese a la incipiente restricción mundial de liquidez. Por su parte, las empresas de seguros se beneficiaron de la ausencia de grandes desastres naturales. La vulnerabilidad de las instituciones financieras de la zona del euro a circunstancias adversas disminuyó considerablemente. En efecto, estas instituciones han venido registrando buenos resultados de forma continuada y presentan perspectivas alentadoras. Sin embargo, persisten algunos riesgos. Pese a cierto reajuste de los patrones internacionales de crecimiento y a los recientes descensos de los precios del petróleo, los importantes desequilibrios financieros mundiales siguen

representando un riesgo a medio plazo. Además, pueden haber aumentado las posibilidades de una evolución negativa del ciclo del crédito y de una reversión brusca de posiciones apalancadas especulativas. Al mismo tiempo, la exposición de las entidades de crédito de la zona del euro al riesgo de crédito ha crecido, como consecuencia de la expansión de los préstamos bancarios, aunque las entidades han utilizado productos de transferencia del riesgo para paliarlo. Algunas entidades bancarias están también participando en financiaciones apalancadas a corto plazo, especialmente en relación con las operaciones de capital riesgo, en las que la competencia por conseguir transacciones cada vez más importantes ha ejercido presiones sobre los criterios de aprobación del crédito. Por último, el hecho de que la volatilidad de los mercados financieros permanezca en niveles reducidos puede haber alentado también a los bancos a ampliar sus posiciones en distintas clases de activos, acrecentando así su exposición al riesgo de mercado. En este contexto, el creciente uso por parte de las entidades bancarias de nuevos y complejos instrumentos financieros en el mercado mayorista ha hecho surgir nuevos riesgos de contraparte asociados a temas legales y reputacionales.

La rentabilidad de los grandes bancos de la zona del euro ha vuelto a crecer en el 2006. Aunque la transición desigual a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) en los distintos países de la zona del euro dificulta una evaluación global, los principales indicadores siguen siendo comparables y las cifras de rentabilidad señalan una mejora generalizada. La elevada rentabilidad fue determinada, en gran medida, por el fuerte crecimiento de los préstamos a los hogares y a las sociedades no financieras, aunque el margen financiero no creció

1 Desde finales del 2004, el BCE viene publicando un informe semestral sobre la estabilidad del sistema financiero de la zona del euro titulado «Financial stability review». En el 2006, publicó también la quinta edición de los informes titulados «EU banking sector stability» y «EU banking structures». Estas publicaciones, que presentan las principales conclusiones obtenidas por el BSC en su labor de seguimiento de la estructura y de la estabilidad del sector bancario, se pueden consultar en la dirección del BCE en Internet.

de forma significativa, debido a la reiterada contracción de los diferenciales de intereses y al aplanamiento de la curva de rendimientos. Los ingresos por comisiones y por actividades de negociación contribuyeron también a las mayores ganancias. Además, los beneficios aumentaron, como resultado de la contención de los costes y de las provisiones para cubrir pérdidas por deterioro de activos, que alcanzaron nuevos mínimos históricos, debido a una mejor gestión de los riesgos por parte de los bancos y a un entorno muy favorable para el crédito. De cara al futuro, aunque varias entidades de crédito esperan que se produzca a corto plazo un deterioro del ciclo del crédito, la mayoría de los grandes bancos de la zona del euro están en condiciones de absorber la resultante elevación gradual de las citadas provisiones.

Aunque el coeficiente de solvencia de las entidades de crédito de la zona del euro descendió ligeramente en el 2006, como consecuencia del fuerte incremento de los activos ponderados por el riesgo, sus niveles de solvencia siguieron siendo altos y superaron con creces los coeficientes regulatorios. Esta evolución fue resultado del crecimiento sostenido de los rendimientos, observado en los tres años anteriores, que ha propiciado una mayor generación de capital y acumulación de beneficios.

Según la última evaluación realizada por los supervisores europeos de seguros, la rentabilidad del sector de seguros de la zona del euro siguió creciendo en el 2006, confirmando la mejora experimentada desde el 2004. El reciente incremento de las primas ha sido mayor para las empresas de seguros de vida que para las otras empresas de seguros. Los buenos resultados de las primeras fueron determinados, por un lado, por las elevadas ventas de productos vinculados a fondos de inversión de renta variable ante el alza del precio de las acciones y, por otro, por las crecientes ventas de otros productos más tradicionales. La profunda transformación estructural del mercado de seguros de vida de la zona del euro, principalmente impulsada por las reformas fiscales en curso y la tendencia de largo plazo al aumento de la tasa de penetración



de los seguros en la economía, ha contribuido también a la elevación de la prima. En el sector de seguros distintos del seguro de vida, las subidas de las primas registradas en años anteriores han experimentado recientemente una desaceleración, resultado, en buena medida, de la intensa competencia presente en el sector. Aunque la situación financiera de los fondos de pensiones mejoró con respecto a la de años anteriores, siguió acusando los efectos del bajo rendimiento de la deuda pública observado en el 2006.

El sector internacional de *hedge funds* y de capital riesgo continuó creciendo en el 2006. Tras los flujos netos de salida del sector de *hedge funds* contabilizados en el último trimestre del 2005, volvieron a registrarse flujos netos agregados de entrada en el primer semestre del 2006, hasta niveles próximos al máximo alcanzado en el 2004. Algunos *hedge funds*, especialmente los que aplican estrategias direccionales (es decir, estrategias basadas en la dirección esperada de las variaciones del mercado), sufrieron pérdidas financieras, como consecuencia, fundamentalmente, de las turbulencias que afectaron a los mercados financieros en mayo y junio del 2006 y de la evolución adversa del mercado del gas natural observada en agosto y septiembre. No

obstante, el sector en su conjunto siguió obteniendo buenos resultados.

EVOLUCIÓN ESTRUCTURAL

La evolución estructural del sector bancario puede influir en la naturaleza y la estabilidad del sistema financiero. A lo largo del 2006 se mantuvieron las tendencias de largo plazo hacia la concentración, integración e internacionalización del sector bancario de la UE. Esta evolución puede beneficiar a los clientes, al fomentar la competencia, la innovación y la mejora de los servicios, pero conlleva el riesgo de favorecer la propagación transfronteriza de las perturbaciones financieras. Aunque estas tendencias son comunes a la mayoría de los Estados miembros, existen diferencias significativas entre los distintos países, especialmente en lo que respecta a la concentración, que se observa, en mayor medida, en las economías más maduras.

El proceso de concentración registrado en el sector bancario de la UE en el 2005 y el primer semestre del 2006 se tradujo en una disminución del número de entidades de crédito, conjuntamente con un repunte de las fusiones y adquisiciones transfronterizas. El mayor volumen de fusiones y adquisiciones, de las cuales algunas fueron operaciones muy importantes, puede señalar el fin de la tendencia descendente observada desde el 2000. Asimismo, cabe destacar que un número creciente de intermediarios del mercado minorista ha participado en las fusiones y adquisiciones transfronterizas realizadas recientemente.

El crecimiento sostenido de los activos bancarios ha estado acompañado de un proceso de desintermediación, dado que los activos de los intermediarios financieros no bancarios (como las empresas de seguros y los fondos de inversión y de pensiones) han crecido también considerablemente. Las entidades de crédito parecen estar adaptándose a esta tendencia, potenciando las actividades que generan comisiones, como la banca de inversión y la gestión de activos. La diversificación de las fuentes de ingresos puede contribuir a reducir los riesgos de las entidades de crédito y a estabilizar sus

beneficios. Sin embargo, el trasladar los riesgos desde las entidades bancarias a otros intermediarios financieros, cuyas actividades están frecuentemente menos reguladas, puede incrementar también el nivel general de riesgo.

En la UE se están produciendo importantes cambios demográficos, que pueden tener también repercusiones en el sector bancario. Los cambios en la esperanza de vida, las tasas de fecundidad y la inmigración pueden ejercer presiones a la baja sobre los ratios de intermediación de las entidades bancarias y sobre la demanda de crédito al consumo y de hipotecas, reduciendo el margen de intermediación. Las entidades de crédito pueden responder a estos cambios ofreciendo nuevos productos a la medida de sus clientes de más edad, así como servicios de asesoría y gestión de activos, lo que se traducirá en un aumento de los otros productos ordinarios. También pueden diversificar sus actividades a escala internacional, incrementando su presencia en las economías emergentes, que presentan estructuras demográficas diferentes.

Los depósitos de clientes siguen constituyendo la mayor parte de la base de financiación de las entidades de crédito de la UE, aunque están experimentando una diversificación sectorial y geográfica. Ante la creciente comercialización de instrumentos de depósito más complejos entre una gran diversidad de inversores, las entidades bancarias pueden verse expuestas a riesgos de reputación. Se ha producido un ligero desplazamiento hacia la financiación mayorista, principalmente a corto plazo, mientras que las entidades de crédito recurren, cada vez más, a instrumentos como los bonos hipotecarios y la titulización, que ofrecen ventajas de escala, pero son más onerosos que la financiación a través de los depósitos. Asimismo, se ha observado una creciente centralización de la gestión de la liquidez intragrupo, lo que presenta ventajas evidentes en términos de eficiencia de los flujos internos de capital, pero puede también dar lugar a un aumento de los riesgos de contagio dentro del grupo y a escala transfronteriza.

I.2 COOPERACIÓN EN SITUACIONES DE CRISIS FINANCIERA

En el transcurso del 2006 siguieron siendo objeto de mejoras los mecanismos de cooperación que las autoridades responsables de salvaguardar la estabilidad financiera de la UE han de poner en marcha para hacer frente a situaciones de crisis financieras. La Directiva de Requerimientos de Capital, adoptada en junio del 2006, transpone a la legislación comunitaria los requerimientos de capital revisados, que han de cumplir las entidades de crédito y las empresas de inversión, y establece una serie de disposiciones directamente relacionadas con las situaciones de crisis. En particular, la Directiva especifica los flujos de información que han de intercambiar las autoridades que pueden tener que intervenir en crisis transfronterizas, incluidos los supervisores y los bancos centrales.

El BSC y el Comité de Supervisores Bancarios Europeos (CEBS) realizaron grandes avances en la definición de las prácticas en materia de intercambio de información y de cooperación, que han de seguir los bancos centrales y los supervisores ante una crisis financiera transfronteriza. El objeto de este trabajo era incrementar la eficacia operativa de los mecanismos existentes y determinar las áreas susceptibles de mejoras.

A fin de adquirir un conocimiento práctico de los mecanismos previstos en la UE, se realizaron varios ejercicios de simulación de crisis financieras. En abril del 2006 se llevó a cabo un ejercicio de simulación a escala comunitaria, con objeto de contrastar el Convenio de Cooperación (*Memorandum of Understanding* – MoU, en sus siglas en inglés) suscrito en el 2005². El SEBC contribuyó a la preparación y al desarrollo de este ejercicio, que se realizó bajo los auspicios del Comité Económico y Financiero.

Los bancos centrales de la zona del euro efectuaron también ejercicios orientados a comprobar la capacidad del Eurosistema para hacer frente eficazmente a crisis financieras con posibles implicaciones sistémicas transfronterizas.

El ejercicio más reciente tuvo lugar en mayo del 2006 e incluyó la ejecución de operaciones de política monetaria, la vigilancia y el funcionamiento de las infraestructuras de mercado, y la salvaguardia de la estabilidad financiera. Dado el alto grado de integración financiera de la zona del euro, el ejercicio se centró especialmente en las interconexiones entre las instituciones financieras, los mercados y las infraestructuras de mercado, a escala nacional y transfronteriza. El ejercicio confirmó que el Eurosistema está preparado para hacer frente a posibles riesgos sistémicos que pudiesen afectar al sistema financiero de la zona del euro.

2 Para más detalles sobre este Convenio de Cooperación, véase el Informe Anual del BCE 2005, p. 133.

2 REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN FINANCIERAS

2.1 CUESTIONES GENERALES

El 5 de diciembre de 2005, la Comisión Europea publicó el Libro Blanco sobre la política para los servicios financieros 2005-2010. El documento, que configurará la política a medio plazo de la Comisión en relación con los servicios financieros, tiene por objeto fomentar una mayor integración del sector financiero de la UE, consolidando el marco regulador establecido en el Plan de Acción para los Servicios Financieros. El Eurosistema respaldó el objetivo general del Libro Blanco en su contribución a la consulta pública realizada por la Comisión sobre este documento³. En la actualidad se ha pasado a la fase de aplicación del Libro Blanco, proceso en el que el BCE continuará colaborando con la Comisión, además de asegurarse de la oportuna participación del Eurosistema en el ámbito de sus competencias. El BCE proporcionará también asistencia técnica a la Comisión en las actuaciones que puedan influir en la estabilidad financiera y en la integración de los mercados financieros europeos.

Por lo que se refiere al marco Lamfalussy⁴, la Comisión y el Parlamento Europeo acordaron revisar los procedimientos de comitología (el sistema de comités a través de los cuales se produce el proceso de adopción de la legislación comunitaria), que atribuyen al Parlamento las competencias de control de las medidas de ejecución de la legislación de Nivel 1 adoptadas por la Comisión. Esta revisión permitirá que los comités Lamfalussy sigan contribuyendo eficazmente al proceso legislativo sobre servicios financieros⁵ en la Unión Europea. La adopción por el Consejo ECOFIN de las recomendaciones formuladas por el Comité de Servicios Financieros⁶ favorecerá el desarrollo de algunos de los instrumentos de supervisión existentes, con objeto de aprovechar al máximo el marco Lamfalussy. En este contexto, el CEBS siguió trabajando en la aplicación de la Directiva de Requerimientos de Capital, con objeto de alcanzar la convergencia en la supervisión. El Comité de Reguladores Europeos de Valores (CREV) centró también su labor en lograr un nivel efec-

tivo de convergencia en la supervisión del sector de valores (Nivel 3).

El 23 de octubre de 2006, el BCE publicó un informe sobre los cambios registrados recientemente en las estructuras de supervisión de los 25 Estados entonces miembros de la UE, y en dos Estados adherentes⁷. El informe destacaba las tendencias siguientes. En primer lugar, se observa una evolución hacia la integración de las autoridades supervisoras a escala nacional, en aras de la eficiencia. Entre otras razones, la unificación de las responsabilidades de supervisión puede obedecer a la desaparición gradual de las líneas de demarcación entre los sectores financieros o a la existencia de un mercado financiero relativamente pequeño. Sin embargo, no todos los Estados miembros utilizan el mismo modelo de supervisión, dado que la estructura institucional elegida depende del marco nacional. En segundo lugar, los bancos centrales intervienen en casi todos los sistemas de supervisión nacionales. En ciertos casos, tienen responsabilidades de supervisión directas, o algunas funciones de supervisión que les vienen conferidas por acuerdos de cooperación celebrados con los supervisores nacionales. En algunos países, para lograr una mayor eficiencia, los bancos centrales y los supervisores comparten determinados recursos. Por último, prác-

3 Véase el Informe Anual del BCE 2005, p. 134.

4 «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. Véase también el Informe Anual del BCE 2003, p. 124. El enfoque Lamfalussy es un proceso de cuatro niveles de aprobación de la legislación relativa a los valores, el sector bancario y los seguros. El Nivel 1 comprende los principios marco, recogidos en Directivas o Reglamentos, que se han de adoptar mediante los procedimientos legislativos normales de la UE. El Nivel 2 dispone la aplicación de medidas detalladas con arreglo a los principios marco del Nivel 1. El Nivel 3 propicia la cooperación y las redes de contacto entre los supervisores de la UE para garantizar la transposición uniforme y equivalente de la legislación de los Niveles 1 y 2. El Nivel 4 refuerza la ejecución de la legislación, especialmente de la comunitaria por parte de la Comisión Europea, mediante la cooperación entre los Estados miembros, sus reguladores y el sector privado.

5 Véase la Decisión del Consejo, de 17 de julio de 2006, que modifica la Decisión 1999/468/CE, DO L 200 de 22.7.2006, p. 11.

6 «Report on financial supervision», Comité de Servicios Financieros, febrero del 2006.

7 Se realizó un análisis similar en el 2003. Ambos informes se pueden consultar en la dirección del BCE en Internet.

ticamente todos los Estados miembros están orientándose hacia acuerdos formales de cooperación y de intercambio de información entre los bancos centrales y los supervisores bancarios. En los acuerdos que incluyen cuestiones de política económica o de gestión de crisis, con frecuencia participan también los ministerios de Finanzas.

2.2 SECTOR BANCARIO

En el 2006, el BCE siguió contribuyendo al trabajo del CEBS y del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (Comité de Basilea) a través de su participación en los principales comités y en algunas de sus subestructuras. Tras la definición de los elementos conceptuales del marco revisado del acuerdo titulado «International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards» («Basilea II»), en mayo del 2006 el Comité de Basilea decidió no modificar los parámetros cuantitativos, concluyendo así el marco revisado. Esta decisión fue corroborada por los resultados del quinto estudio cuantitativo de impacto (*Quantitative Impact Study*), conocido como «QIS 5», un ejercicio de recogida de datos organizado por el Comité de Basilea para evaluar el impacto de las nuevas normas de capital sobre las entidades de crédito. El CEBS desempeñó un papel importante en la realización del QIS 5 a escala comunitaria. En general, el QIS 5 proporcionó unos resultados acordes con los incentivos incluidos en el marco para alentar a las entidades de crédito a adoptar enfoques más avanzados en el cálculo de sus requerimientos de capital.

En junio del 2006 se adoptó la Directiva de Requerimientos de Capital, que transpone las nuevas normas de capital a la legislación comunitaria. Por lo tanto, el proceso legislativo comunitario referente a Basilea II ha finalizado, y el marco de capital revisado, incluida la utilización de los enfoques más avanzados, será totalmente operativo en la UE a partir de enero del 2008. A partir de enero del 2007, las entidades de crédito ya podrán adoptar los enfoques menos avanzados para calcular los requerimien-

tos de capital para el riesgo de crédito y el riesgo operacional. Los acuerdos transitorios para la aplicación del marco en Estados Unidos difieren de los de la UE. En Estados Unidos, las entidades de crédito sólo dispondrán de los enfoques más avanzados, y con un año de retraso. El BCE estará al tanto de todos estos cambios, a fin de evaluar su posible impacto en el sector bancario de la UE.

El 18 de diciembre de 2006, el BCE emitió un Dictamen sobre la propuesta de la Comisión de modificar el marco existente de evaluación prudencial de la adquisición y del incremento de participaciones en las instituciones financieras⁸. La propuesta tiene por objeto aclarar el procedimiento aplicable y los criterios de evaluación. El BCE acogió favorablemente la propuesta, al considerar que se trata de una medida importante para garantizar que las evaluaciones se ajusten a criterios de supervisión prudencial, de transparencia frente a los participantes en el mercado y de aplicación uniforme en todos los países. Al mismo tiempo, el BCE expresó su preocupación por ciertos aspectos de la propuesta. En particular, el BCE propugnó que los criterios de evaluación se aproximaran más a los del proceso de autorización y que se expresara con claridad que la institución evaluada ha de cumplir todos los requerimientos prudenciales aplicables. Además, el BCE sugirió que la Comisión reconsiderase, en estrecha colaboración con las autoridades supervisoras, los plazos propuestos para garantizar la adopción de decisiones válidas y fundamentadas.

2.3 VALORES

En el 2006 se completó el nuevo marco regulador para el sector de valores previsto en el Plan de Acción para los Servicios Financieros, con la adopción de las medidas de aplicación de Nivel 2, todavía pendientes, de la Directiva relativa a los mercados de instrumentos financieros y de la Directiva sobre transparencia. Por otro lado, a comienzos del 2007 la Comisión adoptó

⁸ CON/2006/60.

una Directiva de Nivel 2 destinada a aclarar ciertas disposiciones de la Directiva 85/611/CEE del Consejo relativas a los activos admitidos para inversión por parte de los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), lo que garantizará una aplicación e interpretación uniformes de la legislación sobre OICVM en toda la UE. Dada la importancia de estas medidas para la integración de los mercados financieros europeos y el fomento de la estabilidad financiera, el BCE ha seguido con atención la labor desarrollada en este ámbito, a la que ha contribuido mediante su participación en el Comité Europeo de Valores.

El Eurosistema valoró con regularidad si las medidas de aplicación de Nivel 2 que han de ser adoptadas por la Comisión estaban en el ámbito de las competencias consultivas del BCE. En caso afirmativo, el BCE podría emitir un Dictamen formal. Dado que el proyecto de Directiva incluía disposiciones que podrían afectar al funcionamiento de los mercados monetarios europeos y, por ende, a la ejecución de la política monetaria de la zona del euro, el BCE emitió un Dictamen sobre la citada Directiva en relación con los activos admitidos para los OICVM.

Por último, tras la consulta pública del 2005 sobre el Libro Verde de la Comisión Europea, a la que contribuyó el Eurosistema, y los trabajos de los grupos de expertos del mercado, en los que el BCE participó asimismo, la Comisión publicó en noviembre del 2006 un Libro Blanco sobre la mejora del marco de la UE para los fondos de inversión. El Libro Blanco define un conjunto de medidas encaminadas a simplificar el entorno operativo de los fondos de inversión. Entre estas medidas, cabe destacar la modificación de determinadas normas incluidas en la Directiva sobre los OICVM, con objeto de facilitar el funcionamiento transfronterizo de los fondos de inversión. Otras medidas prevén una mayor libertad de actuación para los fondos de los OICVM y sus gestores, y una mayor cooperación en materia de supervisión. El BCE respalda los objetivos y las medidas contemplados en el Libro Blanco de la Comisión.

2.4 CONTABILIDAD

A lo largo del año, el BCE siguió contribuyendo a los trabajos en curso sobre temas de contabilidad a través de su participación en los subgrupos de contabilidad del Comité de Basilea y en el CEBS, así como en el Consejo Consultivo sobre Normas del Comité de Normas Internacionales de Contabilidad.

En cumplimiento de su mandato de evaluar los avances en materia de regulación y supervisión desde la perspectiva de la estabilidad financiera, el BSC elaboró un informe sobre la evaluación de las normas contables⁹. El informe analiza la reciente implantación en Europa de un nuevo marco contable basado en las NIIF, calibrando sus posibles consecuencias para el sector bancario y otras instituciones financieras, y su idoneidad desde el punto de vista de la estabilidad financiera general del sistema. Partiendo de la premisa de que la contabilidad desempeña un papel importante para la estabilidad financiera y que debería contribuir a reforzarla siempre que sea posible, el informe presenta diez criterios de referencia para evaluar las normas contables. Tras analizar la medida en que las NIIF cumplen estos criterios, el informe destaca los aspectos positivos de algunas de las características de estas normas, y señala los posibles problemas para la estabilidad financiera y las áreas susceptibles de mejoras. Estas propuestas se centran en tres áreas principales: la fiabilidad del valor «razonable», la base económica de las coberturas contables y las provisiones por riesgo de crédito.

⁹ Se puede acceder a este informe en la dirección del BCE en Internet.

3 INTEGRACIÓN FINANCIERA

El Eurosistema tiene un elevado interés en fomentar la integración financiera en Europa, dado que un sistema financiero integrado propicia la transmisión fluida y efectiva de la política monetaria en la zona del euro y facilita la tarea de mantener la estabilidad financiera encomendada al Eurosistema. La integración financiera, uno de los objetivos prioritarios de la Comunidad, favorece también el buen funcionamiento de los sistemas de compensación y de pago, y puede contribuir a promover el desarrollo del sistema financiero y a impulsar el crecimiento económico.

El Eurosistema distingue cuatro tipos de actividades a través de las cuales contribuye a fomentar la integración financiera europea: i) propugnar una mayor concienciación de la importancia de la integración financiera y realizar un seguimiento de los avances logrados en este sentido, ii) actuar como catalizador de una acción colectiva del sector privado, iii) brindar asesoramiento sobre el marco legislativo y regulador del sistema financiero y sobre la adopción directa de disposiciones legales, y (iv) prestar servicios de banco central encaminados también a fomentar la integración financiera. El BCE prosiguió sus actividades en estos cuatro ámbitos a lo largo del 2006.

IMPORTANCIA Y SEGUIMIENTO DE LA INTEGRACIÓN FINANCIERA

En septiembre del 2006, el BCE publicó un informe sobre los indicadores de integración financiera relativos a los principales segmentos del sistema financiero de la zona del euro¹⁰. En este informe se amplió el alcance del análisis realizado en el 2005, incluyendo indicadores adicionales relativos a las entidades de crédito y a las infraestructuras financieras. Se ha mejorado el análisis de los mercados bancarios con la utilización de nuevos indicadores sobre la presencia transfronteriza de entidades de crédito de la zona del euro y sobre banca corporativa. Los indicadores relativos a las infraestructuras financieras corresponden al principal mercado financiero en el que funciona la respectiva infraestructura, reconociendo así el importante papel que desempeñan estas infra-

estructuras en la integración de los mercados financieros. Por otra parte, los indicadores cuantitativos de integración financiera se han calculado sistemáticamente para los principales segmentos de mercado. A medida que se logren nuevos avances en la investigación y el análisis económico y que se disponga de más estadísticas, se prevé ampliar la gama de indicadores, añadiendo los relativos a la integración de los mercados de seguros. De una forma más general, el BCE utilizará los indicadores cuantitativos para efectuar un seguimiento de los progresos realizados en la integración financiera, para determinar las áreas en las que no se han logrado avances y para corroborar el análisis de los aspectos de la integración financiera que sean relevantes para la política monetaria.

En el 2006, el BCE continuó participando en la Red de Investigación sobre los Mercados de Capital y la Integración Financiera en Europa, que gestiona conjuntamente con el Center for Financial Studies. La red prosiguió su programa de conferencias con representantes de la comunidad académica, participantes en los mercados y responsables de la política económica, con la participación activa de los BCN. La séptima conferencia, titulada «Financial system modernisation and economic growth», fue organizada por el Deutsche Bundesbank y tuvo lugar los días 28 y 29 de septiembre de 2006. La octava conferencia, titulada «Financial integration and stability in Europe», fue organizada por el Banco de España y se celebró del 30 noviembre al 1 de diciembre de 2006.

En este contexto, el BCE concede cada año cinco «Lamfalussy Fellowships» a jóvenes investigadores. Uno de los motivos del interés del BCE por promover la investigación en este ámbito es que la integración financiera puede tener implicaciones para el desarrollo del sistema financiero y para el crecimiento económico. Por lo tanto, los trabajos del BCE sobre la integración financiera están estrechamente

¹⁰ «Indicators of financial integration in the euro area», septiembre del 2006. Puede consultarse la actualización semestral de los indicadores en la dirección del BCE en Internet <http://www.ecb.int/stats/finint/html/index.en.html>.

relacionados con el análisis más general de los factores determinantes del buen funcionamiento de los sistemas financieros. Los trabajos, que prosiguieron en el 2006, tuvieron por objeto establecer un marco conceptual que avaluara el funcionamiento del sistema financiero.

El 20 de septiembre de 2006, el BCE publicó un informe sobre las diferencias de tipos de interés de las IFM entre los países de la zona del euro, elaborado por el Comité de Política Monetaria y el Comité de Estadísticas. Como complemento de este informe, el Eurosistema publica ahora unos cuadros en los que ofrece una panorámica de quince clases de tipos de interés medios de los depósitos y de los préstamos y créditos aplicados en cada país de la zona del euro. El propósito del Eurosistema es que la publicación de esta información detallada y exhaustiva sobre los tipos de interés medios de las IFM permita realizar comparaciones fiables entre los distintos países. El 25 de octubre de 2006, el BCE publicó su informe anual sobre las estructuras bancarias de la UE (véase también sección 1.1 del presente capítulo).

Por último, además de las estadísticas de las IFM, el SEBC publica también información estadística sobre instituciones distintas de las IFM, como inversores institucionales (por ejemplo, los fondos de inversión). Estas estadísticas son relevantes para la política monetaria y útiles para el seguimiento del proceso de integración financiera. Está en curso de elaboración un Reglamento del BCE sobre obligaciones de información estadística para los fondos de inversión. También se está estudiando la necesidad y posibilidad de mejorar la información estadística sobre las empresas de seguros y los fondos de pensiones, sobre todo en lo que se refiere a la disponibilidad de datos financieros con una mayor frecuencia que la anual, intentando lograr que se publiquen con una periodicidad trimestral.

CATALIZADOR DE LAS ACTIVIDADES DEL SECTOR PRIVADO

Los avances en la integración financiera europea dependen, en gran medida, de las iniciati-

vas del sector privado encaminadas a aprovechar las oportunidades existentes para el negocio transfronterizo. Las autoridades apoyan estos esfuerzos en pos de una actuación coordinada en el sector privado. En el 2006, el Eurosistema actuó como catalizador de dos iniciativas: los valores a corto plazo europeos (*Short-Term European Paper* – STEP) y la zona única de pagos para el euro (*Single Euro Payments Area* – SEPA).

El BCE ha respaldado la iniciativa STEP desde sus comienzos en el 2001. Esta iniciativa tiene por objeto fomentar la integración de los mercados europeos de instrumentos a corto plazo mediante la convergencia de los estándares y prácticas de mercado. El 11 de julio de 2006, el BCE celebró, conjuntamente con la Asociación de Mercados Financieros (ACI) y la Federación Bancaria Europea, una conferencia de prensa en la que se anunció oficialmente la puesta en marcha del mercado STEP. La contribución del Eurosistema al mercado STEP se centra en dos actividades. En primer lugar, hasta junio del 2008, el BCE y nueve BCN de la zona del euro proporcionarán, en relación con la etiqueta STEP, asistencia técnica a la Secretaría de STEP, que será responsable de la concesión y retirada de estas etiquetas. En segundo lugar, el BCE elaborará regularmente estadísticas sobre importes y tipos de interés del mercado STEP, que publicará en su dirección en Internet.

Se espera que las estadísticas del mercado STEP contribuyan notablemente a fomentar la integración de este mercado, al aumentar su grado de transparencia. Tras decidir que los datos se publicarían de forma gradual, el BCE empezó por publicar las estadísticas mensuales de saldos vivos de STEP, con cobertura total, a partir de septiembre del 2006. Posteriormente, se preparó la publicación de las estadísticas diarias de importes y tipos de interés de STEP procedentes de determinados proveedores de datos. Está previsto que las estadísticas diarias procedentes de todos los proveedores de datos se publiquen a partir del 2008. El 14 de septiembre de 2006, el Consejo de Gobierno decidió que el mercado STEP se admitiría como mercado no regulado



en el sistema de activos de garantía de las operaciones de crédito del Eurosistema, en cuanto las estadísticas de tipos de interés de STEP se publicasen en la dirección del BCE en Internet.

En el 2002, el Consejo Europeo de Pagos (EPC) puso en marcha el proyecto SEPA, con el fin de alcanzar la plena integración del mercado de servicios de pequeños pagos en la zona del euro y, desde el principio, el Eurosistema actuó como catalizador del proyecto. En el 2006, el BCE informó sobre los últimos avances realizados en el establecimiento de la SEPA, y dio a conocer sus expectativas para el futuro¹¹. El 4 de mayo de 2006, el BCE y la Comisión Europea publicaron una declaración conjunta, en la que exponían su visión de la SEPA y su intención de colaborar estrechamente en su realización. En particular, ambas instituciones animaron al sector bancario europeo y a otras partes interesadas a crear las condiciones necesarias para la consecución de la SEPA a comienzos del 2008, y a alcanzar una masa crítica de operaciones en la SEPA antes de finales del 2010. En el 2006, el Eurosistema organizó reuniones de alto nivel con el sector bancario, así como encuentros con los usuarios finales y con los proveedores de infraestructuras y de tarjetas. Asimismo, el BCE patrocinó el congreso sobre la SEPA, con ocasión de la Euro Finance Week que se celebró en noviembre del 2006. Por otro lado, el BCE participó en calidad de observador en las reuniones plenarias y los grupos de trabajo del EPC. A lo largo del 2006, el Eurosistema siguió prestando asistencia al sector bancario en relación con el diseño y la prepa-

ración de los nuevos instrumentos y marcos de la SEPA. Esta asistencia se materializó en un conjunto de normas comunes para las transferencias y los adeudos directos de la SEPA. También se ofreció una orientación pormenorizada sobre los pagos con tarjeta¹² y se establecieron estándares técnicos y directrices de aplicación destinados a garantizar el funcionamiento fluido y seguro de los distintos sistemas. Por lo que se refiere a las infraestructuras, el Eurosistema ha instado al mercado a que no se demore en el desarrollo de sistemas de pequeños pagos que puedan procesar los instrumentos de la SEPA y que ofrezcan una interoperatividad total. Asimismo, ha recomendado que las infraestructuras de mercado aprovechen las economías de escala y que utilicen la tecnología más avanzada para reducir los costes. Finalmente, el Eurosistema ha contribuido también a los preparativos para la puesta en práctica y migración a la SEPA y ha seguido brindando su apoyo al proyecto a través de distintos medios de comunicación, como notas de prensa, informes y discursos, a los que se ha añadido recientemente la publicación de un folleto sobre la SEPA.

11 «Hacia una zona única e pagos para el euro – Objetivos y plazos (Cuarto Informe)», febrero del 2006.

12 Para más detalles, véase «La opinión del Eurosistema sobre una 'SEPA para las tarjetas'», 20 de noviembre de 2006.

ASESORAMIENTO SOBRE EL MARCO LEGISLATIVO Y REGULADOR DEL SISTEMA FINANCIERO Y SOBRE LA ADOPCIÓN DIRECTA DE DISPOSICIONES LEGALES

El BCE y el Eurosistema contribuyen regularmente al desarrollo del marco legislativo y regulador de la UE, brindando asesoramiento sobre la política monetaria y las iniciativas en curso.

En relación con el marco de supervisión financiera de la UE, en el 2006 la actividad se centró en asegurar la aplicación efectiva del marco institucional revisado (véase también sección 2 del presente capítulo). El Libro Blanco de la Comisión Europea sobre la política para los servicios financieros 2005-2010, al que contribuyó el Eurosistema, y el informe del Comité de Servicios Financieros sobre la supervisión financiera, al que contribuyó el BCE, señalan las medidas apropiadas que han de adoptarse a estos efectos. De conformidad con las funciones consultivas que le son atribuidas en el apartado 4 del artículo 105 del Tratado, el BCE es consultado regularmente sobre las propuestas de la Comisión relativas a la legislación de Nivel 2 (véase sección 2).

Después de que el Eurosistema contribuyera, a finales del 2005, al Libro Verde de la Comisión sobre el crédito hipotecario¹³, el BCE prosiguió sus trabajos sobre la integración de los mercados hipotecarios europeos. El fomento de la integración y el desarrollo de los mercados hipotecarios (y de otros mercados de banca minorista) tiene relevancia para la transmisión de la política monetaria en la zona del euro. Además, la integración financiera puede tener implicaciones importantes para la estabilidad financiera. Tras la consulta sobre el Libro Verde, la Comisión tiene previsto publicar un Libro Blanco en mayo del 2007. El BCE contribuye a la integración de esos mercados a través, entre otras cosas, de su participación en el grupo de expertos de la Comisión sobre financiación hipotecaria, y de su colaboración con el Grupo de Letrados de los Mercados Financieros Europeos (*European Financial Markets Lawyers Group* – EFMLG) en los aspectos relativos a las

trabas legales que dificultan la titulización transfronteriza en la UE.

Por último, en lo que respecta a la infraestructura financiera, el BCE intervino en los temas relacionados con la integración de los sistemas de liquidación de valores y de los sistemas de pago. La actual fragmentación de la infraestructura de compensación y liquidación de valores de la UE representa un obstáculo considerable para la integración de los mercados europeos de renta fija y de renta variable. En julio del 2006, la Comisión Europea destacó la importancia de las iniciativas impulsadas por el mercado en este ámbito y sugirió que el sector de sistemas de compensación y liquidación debería elaborar un código de conducta y de buenas prácticas de mercado. Este código europeo de conducta para la compensación y la liquidación, que se firmó el 7 de noviembre de 2006, tiene por objeto fomentar la competencia e incrementar la eficiencia, garantizando, por ejemplo, la transparencia de los precios y servicios. Al mismo tiempo, prosiguieron los esfuerzos de las autoridades por reducir las barreras legales y fiscales. El BCE interviene activamente en este trabajo a través de su participación en el Grupo de Expertos sobre Compensación y Liquidación y en el Grupo sobre Seguridad Jurídica. El BCE realiza también un seguimiento de los trabajos del Grupo de Expertos sobre Aspectos Fiscales de la Compensación y Liquidación, que asesora a la Comisión sobre posibles maneras de superar las barreras fiscales a la compensación y liquidación transfronterizas en la UE. En cuanto a la integración en los servicios de pago, como se indica más arriba, el tema de las barreras técnicas y comerciales se aborda en el contexto de la SEPA. Por otra parte, el BCE emitió un Dictamen sobre una propuesta de Directiva de la Comisión sobre servicios de pago en el mercado interior¹⁴. Esta propuesta de Directiva, encaminada a eliminar las barreras legales, fue acogida favorablemente por el BCE, en la medida en que establecería un marco jurídico integral para los

¹³ «The European Commission's Green Paper on mortgage credit in the EU – Eurosistem contribution to the public consultation», 1 de diciembre de 2005.

¹⁴ COM(2005)603 final.

servicios de pago en la UE. El BCE consideró que la armonización de la normativa aplicable a los servicios de pago proporcionaría seguridad jurídica a la prestación transfronteriza de estos servicios, y que la rápida adopción y transposición de la Directiva respaldaría los esfuerzos del sector bancario por implantar la SEPA. El BCE señaló que los proveedores de servicios de pago no bancarios deberían estar sujetos a regulación en función del ámbito de sus actividades. La adopción de la propuesta de Directiva no debería retrasarse, dado que ello podría poner en riesgo la implantación de sistemas nacionales conformes a la SEPA, el 1 de febrero de 2008, y la migración total a estos sistemas, antes del 2010. A este respecto, los Títulos III y IV de la propuesta de Directiva son fundamentales, toda vez que establecen un conjunto de normas armonizadas que regularán las operaciones de pago en lo relativo a obligaciones de información, autorización, tiempo de ejecución y responsabilidad.

PRESTACIÓN DE SERVICIOS DE BANCO CENTRAL ENCAMINADOS A FOMENTAR LA INTEGRACIÓN FINANCIERA

El 21 de octubre de 2005, el Eurosistema confirmó que TARGET2 empezaría a funcionar el 19 de noviembre de 2007. Mientras tanto, prosiguió sus trabajos sobre este nuevo sistema a lo largo del 2006 (véase sección 2.2 del capítulo 2).

A fin de aprovechar al máximo las ventajas de la implantación del sistema TARGET2, el Eurosistema comenzó a evaluar la posibilidad de prestar servicios de liquidación en dinero de banco central a las centrales depositarias de valores para las operaciones con valores en euros. La posibilidad que ofrece TARGET2 de centralizar la liquidación del efectivo en una cuenta única llevará probablemente a que el mercado demande que se centralice también la liquidación de valores en una cuenta única de valores. El objetivo de este nuevo servicio, denominado TARGET2-Valores, será proporcionar a las centrales depositarias de valores una infraestructura técnica común para la liquidación en dinero de banco central de las operacio-

nes con valores en euros, y procesar la liquidación de los valores y del efectivo en una plataforma técnica única (véase sección 2.3 del capítulo 2).

El 20 de octubre de 2006, el BCE anunció que el Consejo de Gobierno había analizado la respuesta del mercado a la consulta informal sobre la propuesta de ofrecer este servicio y había solicitado al Comité de Sistemas de Pago y de Liquidación que elaborase un estudio detallado de viabilidad del proyecto.

Por lo que se refiere al sistema de activos de garantía, el Eurosistema especificó en el 2006 los criterios de selección que los activos no negociables han de cumplir para que se incluyan en la lista única de activos de garantía. Estos criterios se definen en el 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», publicado el 15 de septiembre de 2006. La inclusión de activos no negociables en la lista única a partir del 1 de enero de 2007 constituye la etapa final del proceso de sustitución gradual del sistema de dos listas de activos de garantía del Eurosistema.

Finalmente, el 3 de agosto de 2006 el Consejo de Gobierno decidió ampliar más allá del 2007 el modelo de corresponsalía entre bancos centrales para la transferencia transfronteriza de activos de garantía dentro del Eurosistema (véase también sección 2.4 del capítulo 2).

4 VIGILANCIA DE LAS INFRAESTRUCTURAS DE MERCADO

Una de las principales funciones encomendadas al Eurosistema es la vigilancia de los sistemas de pago. Con la vigilancia de estos sistemas, especialmente de los que son sistémicamente importantes¹⁵, el Eurosistema contribuye a garantizar la seguridad y la eficiencia de las infraestructuras financieras y, por ende, la de los flujos de pagos de bienes, servicios y activos financieros de la economía. La estrecha relación existente entre los sistemas de pago y los sistemas de compensación y liquidación de valores hace que estos últimos sistemas sean también de especial interés para los bancos centrales, en general, y el Eurosistema, en particular. El objetivo general del Eurosistema es minimizar el riesgo sistémico.

4.1 VIGILANCIA DE LAS INFRAESTRUCTURAS Y DE LOS SISTEMAS DE GRANDES PAGOS EN EUROS

El Eurosistema desempeña sus tareas de vigilancia sobre todas las infraestructuras y los sistemas de pago que procesan y/o liquidan operaciones en euros, incluidos aquellos en los que actúa como gestor. El Eurosistema aplica los mismos criterios de vigilancia a sus propios sistemas y a los sistemas privados. Estos criterios son los Principios Básicos para los Sistemas de Pago Sistémicamente Importantes, definidos por el Comité de Sistemas de Pago y Liquidación (CPSS) del G-10, y adoptados por el Consejo de Gobierno en el 2001. En el 2006, el Consejo de Gobierno adoptó los criterios de vigilancia para la continuidad operativa de los sistemas de pago de importancia sistémica, que son ya parte integrante del marco de vigilancia del Eurosistema y contribuyen a garantizar un nivel de resistencia suficiente y uniforme en todos los sistemas de pago sistémicamente importantes que están situados en la zona del euro y que operan en euros.

TARGET

De conformidad con el marco y los objetivos de vigilancia comunes de TARGET, el BCE y los BCN evalúan, de forma periódica y cuando se producen cambios, los sistemas de liquidación

bruta en tiempo real (SLBTR) nacionales que participan en TARGET o están conectados a este sistema, y el mecanismo de pagos del BCE. Cuando se llevan a cabo cambios importantes en el sistema TARGET, los aspectos relevantes son objeto de evaluación antes de pasar a ser operativos. En consonancia con su política común de vigilancia, en el 2006 el Eurosistema evaluó en profundidad el impacto que pudiera tener la conexión del SLBTR en euros del Eesti Pank al sistema TARGET actual a través del SLBTR de la Banca d'Italia, llegando a la conclusión de que dicha conexión no alteraría el buen funcionamiento de TARGET. De cara a la incorporación de Eslovenia a la zona del euro, el Banka Slovenije decidió no desarrollar su propio SLBTR en euros, sino utilizar el del Deutsche Bundesbank. En consecuencia, no se consideró necesario realizar una evaluación, al no introducirse una nueva infraestructura en TARGET.

Al igual que otros sistemas de pago en euros sistémicamente importantes de la zona del euro, el futuro sistema TARGET2 habrá de cumplir los criterios de vigilancia que aplica el Eurosistema, por lo que será objeto de evaluación. Una vez implantado el marco general para la organización de la vigilancia de TARGET2, el BCE ha estado dirigiendo y coordinando las actividades de vigilancia de este sistema. Los BCN son responsables de ejercer la vigilancia de los elementos locales del sistema, en la medida en que dichos elementos sean únicamente relevantes para el entorno nacional, y participan también en las tareas de vigilancia de los elementos centrales de TARGET2. Dado que TARGET2 se halla todavía en fase de diseño, en el 2006 se llevó a cabo una evaluación preliminar del mismo. El desarrollo de TARGET2 sigue siendo objeto de vigilancia y se realizará una evaluación exhaustiva del sistema antes de que entre en funcionamiento.

¹⁵ Un sistema de pago se considera sistémicamente importante si un fallo en el mismo podría provocar o transmitir nuevos fallos entre los participantes y, en última instancia, en todo el sistema financiero.

EURO1

EURO1 es el mayor sistema privado de liquidación de pagos en euros que opera en la zona del euro. El sistema está gestionado por EBA CLEARING, la sociedad de compensación de la Asociación Bancaria del Euro. EURO1 es un sistema multilateral de liquidación neta y las posiciones de fin de día de sus participantes se liquidan, en última instancia, a través del sistema TARGET. En el 2006, las actividades de vigilancia del BCE se centraron en la evaluación, antes de su implantación, de un nuevo elemento de gestión de la liquidez. Se trata de un «puente de liquidez» (*liquidity bridge*), a través del cual las entidades de crédito participantes pueden transferir liquidez intradía a y desde EURO1, lo que les permite adaptar su capacidad de procesamiento en el sistema a sus necesidades individuales. La evaluación del puente de liquidez no puso de manifiesto ningún impacto adverso en el cumplimiento de los Principios Básicos por parte de EURO1. El BCE seguirá observando el funcionamiento de este elemento y cualquier otro cambio que se produzca en el sistema.

SISTEMA CLS

El sistema CLS (*Continuous Linked Settlement*) ofrece servicios de liquidación de operaciones en quince de las principales divisas del mundo. Gestionado por CLS Bank, este sistema elimina una parte importante del riesgo de liquidación de las operaciones en divisas, al realizar simultáneamente la liquidación de las dos partes de las operaciones, mediante la modalidad de pago contra pago, y sólo si se dispone de fondos suficientes. Para el Eurosistema es fundamental que CLS mantenga en todo momento un nivel adecuado de seguridad y eficiencia, dado que, en términos de importe de las operaciones, se trata del mayor sistema de liquidación de pagos en euros fuera de la zona del euro. En la vigilancia cooperativa del sistema CLS, liderado por la Reserva Federal, el BCE es el supervisor principal para la liquidación de las operaciones en euros.

En diciembre del 2006, el sistema CLS procesó una media diaria de 290.000 operaciones en

divisas, por un importe medio diario equivalente a 2,6 billones de euros¹⁶. Con una cuota del 19% de todas las operaciones liquidadas a través del sistema CLS, el euro ha seguido siendo la divisa más liquidada después del dólar estadounidense (46%). El importe medio de las operaciones en euros liquidadas diariamente por el sistema CLS fue de 489 mm de euros.

En el 2006, el Eurosistema participó en un estudio realizado por el BPI entre algunos de los principales participantes en los mercados de divisas con el fin de identificar los métodos que aplican para reducir el riesgo de liquidación de este tipo de operaciones. Los resultados de este estudio, que estarán disponibles en el 2007, servirán de base a los bancos centrales para evaluar la estrategia diseñada por el G-10 para reducir este tipo de riesgo, que viene recogida en el informe de 1996 del BPI titulado «Settlement risk in foreign exchange transactions».

CONTINUIDAD OPERATIVA

En mayo del 2006, el Consejo de Gobierno aprobó el informe titulado «Business continuity oversight expectations for systemically important payment systems (SIPS)». El informe tiene por objeto establecer un marco armonizado de vigilancia de la continuidad operativa en la zona del euro, promoviendo así la igualdad de condiciones. En él se ofrece orientación a los operadores de sistemas de pago sistémicamente importantes (SIPS) sobre cómo lograr unos niveles de resistencia suficientes y uniformes, respaldando al mercado en sus esfuerzos por mejorar la capacidad de recuperación y reanudación del servicio. En el informe se especifican los criterios respecto de la existencia de un centro alternativo totalmente operativo y se insiste en la necesidad de proporcionar formación permanente al personal encargado de funciones críticas, y de someterlo a pruebas periódicas. Estas pruebas deberán basarse en varios escenarios plausibles, y sus resultados deberán compartirse con otras partes interesadas. Por último, el

¹⁶ Cada operación supone dos transacciones, una en cada una de las monedas que participan en la operación. Así pues, en diciembre del 2006, el sistema CLS liquidó operaciones por un importe medio diario equivalente a 1,3 billones de euros.

informe señala que los SIPS deberán i) establecer procedimientos precisos de gestión y comunicación de crisis, ii) disponer de medios de comunicación alternativos para intercambiar información en situaciones de crisis, y iii) disponer de canales adecuados de comunicación con las autoridades competentes. Algunos de los criterios afectan a los participantes críticos y a los proveedores de servicios críticos de los SIPS. Estos sistemas deberán implantar y poner a prueba los criterios de vigilancia antes de junio del 2009, y sus participantes críticos y proveedores de servicios críticos, antes de junio del 2010. El Eurosistema llevará a cabo evaluaciones periódicas hasta junio del 2009, a fin de calibrar los avances realizados por los SIPS en la puesta en práctica de los criterios, y de valorar el riesgo de posibles retrasos.

En septiembre del 2006, el BCE organizó una conferencia que tenía por objeto intercambiar información y experiencia en este ámbito, y analizar distintos aspectos relativos a la continuidad operativa en una zona del euro integrada. A la conferencia asistieron representantes de bancos centrales, instituciones financieras y gestores de infraestructuras de pagos y valores de países pertenecientes y no pertenecientes a la UE.

SWIFT

SWIFT no es un sistema de pago o de liquidación, por lo que esta sociedad no está regulada. Sin embargo, debido a su importancia sistémica para el mercado financiero mundial, los bancos centrales del G-10 consideraron que debían someter a SWIFT a un sistema de vigilancia cooperativa, en el que el Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique sería el supervisor principal. La vigilancia de SWIFT se centra en los objetivos de seguridad, fiabilidad operativa, continuidad de las operaciones y capacidad de resistencia de la infraestructura de la sociedad. Para asegurarse de que SWIFT cumple estos objetivos, los supervisores evalúan regularmente si la sociedad ha establecido los mecanismos de gobierno, las estructuras, los procesos, los procedimientos de gestión de riesgos y los controles adecuados para gestionar de

manera efectiva los riesgos potenciales que pueda plantear para la estabilidad financiera y la solidez de las infraestructuras financieras. En la actualidad, la vigilancia de SWIFT se basa en principios ampliamente aceptados y en prácticas usuales de mercado, en los que se fundamenta una metodología de vigilancia dirigida al control de riesgos que se aplica a las actividades de SWIFT con implicaciones para la estabilidad financiera. En el contexto de su participación en la vigilancia cooperativa de SWIFT, en el 2006 el BCE colaboró con los bancos centrales del G-10 para establecer un conjunto de criterios de vigilancia de alto nivel que se utilizarían para la evaluación de la sociedad, teniendo en cuenta su presente estructura, así como los procesos, controles y procedimientos que aplica en la actualidad. Se espera que los criterios de vigilancia estén definidos en el 2007 y que se puedan integrar en el transcurso del año en la metodología de vigilancia dirigida al control de riesgos adoptada por el grupo responsable de su vigilancia (véase también la sección 2 del capítulo 6).

4.2 SERVICIOS DE PEQUEÑOS PAGOS

El Eurosistema extiende también su vigilancia a los sistemas de pequeños pagos. Como en años anteriores, en el 2006 el BCE realizó un seguimiento del funcionamiento de la primera cámara de compensación automatizada paneuropea para pagos en masa en euros, STEP2, gestionada y operada por EBA CLEARING. Dado que las evaluaciones de los sistemas de pequeños pagos cuya vigilancia corresponde al Eurosistema se completaron en el 2005, no fue considerado necesario efectuar nuevas evaluaciones coordinadas en el 2006.

4.3 COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES

El Eurosistema tiene especial interés en el buen funcionamiento de los sistemas de compensación y liquidación de valores, debido a que la ejecución de la política monetaria, el buen funcionamiento de los sistemas de pago y el man-

tenimiento de la estabilidad financiera podrían verse comprometidos por fallos en la compensación, liquidación y custodia de los activos de garantía.

El Eurosistema evalúa los sistemas de liquidación de valores (SLV) de la zona del euro, así como los enlaces entre esos SLV, para determinar su nivel de cumplimiento de los «Estándares para el uso de los sistemas de liquidación de valores de la UE en las operaciones de crédito del SEBC» (conocidos como los «Estándares del Eurosistema como usuario»).

En el 2006, el BCE colaboró con la Comisión Europea y el Consejo de la UE en la revisión de la Directiva sobre la firmeza de la liquidación y el debate sobre si la Comunidad debería firmar el Convenio de La Haya relativo a los valores. El BCE participó también en la elaboración del informe sobre los sistemas de compensación y liquidación para las operaciones de derivados en mercados no organizados, en el que el CPSS está trabajando¹⁷. En abril del 2006, se celebró en Fráncfort una conferencia sobre las entidades de contrapartida central, organizada conjuntamente por el BCE y el Federal Reserve Bank of Chicago.

EVALUACIÓN DE LOS SISTEMAS DE LIQUIDACIÓN DE VALORES EN RELACIÓN CON LOS ESTÁNDARES COMO USUARIO

En el 2006, se implantó un nuevo mecanismo para la emisión, custodia y liquidación de valores de renta fija internacionales. Estos valores, emitidos conjuntamente en las dos Centrales Depositarias de Valores Internacionales (CDV internacionales), Euroclear Bank (Bélgica) y Clearstream Banking Luxembourg, constituyen una proporción considerable de los valores admitidos en las operaciones de crédito del Eurosistema. En la nueva estructura, que ha sido evaluada por el Eurosistema, un nuevo certificado global al portador, el «New Global Note» (NGN), representa los valores emitidos. Los valores de renta fija internacionales en forma de certificado global al portador, emitidos a través de las CDV internacionales después del 31 de diciembre de 2006, sólo serán admitidos

como activos de garantía para las operaciones del Eurosistema si se utiliza el certificado NGN. Los valores emitidos en esa fecha o anteriormente seguirán siendo admitidos como activos de garantía a lo largo de su vida.

La evaluación anual de los SLV de la zona del euro y una evaluación ad hoc de los enlaces entre estos sistemas han confirmado que los SLV presentan un alto nivel de cumplimiento de los estándares y que siguen esforzándose por elevarlo todavía más.

Con vistas a la incorporación de Eslovenia a la zona del euro el 1 de enero de 2007, el Consejo de Gobierno evaluó el SLV esloveno (KDD). El análisis detallado del sistema mostró que cumplía las condiciones para su uso en el marco de la política monetaria y de las operaciones de crédito intradía del Eurosistema.

DESARROLLO DE LOS ESTÁNDARES PARA LOS SISTEMAS DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES EN LA UNIÓN EUROPEA

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). En el 2004, un grupo de trabajo compuesto por representantes del SEBC y del CREV elaboró un borrador de informe titulado «Standards for securities clearing and settlement in the European Union», con el fin de adaptar las recomendaciones CPSS-IOSCO para los SLV al entorno de la UE. En los dos años siguientes, el grupo de trabajo SEBC-CREV prosiguió su labor en este ámbito, con objeto de desarrollar una «metodología de evaluación», que ofrecería orientación sobre la aplicación de los estándares. En estrecha colaboración con los participantes en el mercado y los supervisores bancarios, se analizaron varias cuestiones abiertas, como los requerimientos específicos para las centrales depositarias de valores con licencia bancaria y la cooperación entre las autoridades competentes. Sin embargo,

¹⁷ <http://www.bis.org/press/p060213b.htm>.

se realizaron escasos avances en este sentido en el 2006.

El 11 de julio de 2006, la Comisión Europea invitó al sector a reducir el coste de la compensación y liquidación en la UE. A estos efectos, el 7 de noviembre de 2006 los representantes de la Federación Europea de Mercados de Valores, la Asociación Europea de Entidades de Contrapartida Central y la Asociación Europea de Centrales Depositarias de Valores, así como los distintos miembros de estos grupos, firmaron un código de conducta, que tiene por objeto fomentar la competencia e incrementar la eficiencia de la compensación y liquidación en la UE, al garantizar la transparencia de los precios, el derecho de acceso y la interoperatividad entre las infraestructuras, la desagregación de los servicios y la separación contable. Sin embargo, no se centra en la estabilidad financiera y en la armonización de la normativa, por lo que los estándares SEBC-CREV siguen siendo necesarios.



CAPÍTULO 5

**ASUNTOS EUROPEOS
Y RELACIONES
INTERNACIONALES**

I ASUNTOS EUROPEOS

En el 2006, el BCE siguió manteniendo contactos regulares con las instituciones y los foros europeos, en particular, con el Parlamento Europeo, el Consejo ECOFIN, el Eurogrupo y la Comisión Europea (véase capítulo 6). El presidente del BCE participó en las reuniones del Consejo ECOFIN en las que se debatían temas relacionados con los objetivos y las tareas del SEBC, así como en las reuniones del Eurogrupo. El presidente del Eurogrupo y el Comisario de Asuntos Económicos y Monetarios asistieron a las reuniones del Consejo de Gobierno cuando lo consideraron oportuno.

I.1 CUESTIONES DE POLÍTICA ECONÓMICA

EL PACTO DE ESTABILIDAD Y CRECIMIENTO

En el 2006, cinco Estados miembros de la zona del euro (Alemania, Grecia, Francia, Italia y Portugal) y siete Estados miembros no pertenecientes a la zona (República Checa, Chipre, Hungría, Malta, Polonia, Eslovaquia y Reino Unido) estuvieron sujetos a procedimientos de déficit excesivo. El Consejo ECOFIN confirmó la existencia de déficit excesivo en el Reino Unido en enero de ese año. Por el contrario, los procedimientos relativos a Chipre y Francia concluyeron en junio del 2006 y enero del 2007, respectivamente, tras confirmarse que estos países habían reducido sus déficit, hasta situarlos por debajo del valor de referencia del 3% del PIB de forma creíble y duradera.

En marzo del 2006, el Consejo ECOFIN formuló una advertencia a Alemania, de conformidad con lo previsto en el apartado 9 del artículo 104 del Tratado, a fin de que adoptara medidas para reducir el déficit, siendo ésta solamente la segunda vez que el Consejo daba un paso de esa naturaleza y la primera desde la revisión del Pacto de Estabilidad y Crecimiento en marzo del 2005. En este contexto, el Consejo decidió prorrogar hasta el 2007 el plazo para que Alemania corrigiera su déficit excesivo. En octubre del 2006, el Consejo ECOFIN formuló una recomendación revisada a Hungría, en virtud de la cual, y en vista del deterioro de la situación presupuestaria observado en ese país, se prorrogaba

en un año, hasta el 2009, el plazo para que Hungría corrigiera su déficit excesivo. En noviembre del 2006, el Consejo aprobó una decisión, de conformidad con el apartado 8 del artículo 104 del Tratado, indicando que las medidas adoptadas por Polonia estaban resultando inadecuadas para corregir su déficit excesivo en el año 2007.

En todos los demás casos, las evaluaciones de las medidas adoptadas por los Estados Miembros en respuesta a las recomendaciones y a los avisos recibidos no dieron lugar a iniciativas adicionales en el marco del procedimiento de déficit excesivo. No obstante, en algunos países (especialmente en Italia y Portugal) se identificaron deficiencias en el cumplimiento de los objetivos intermedios de saneamiento de las finanzas públicas y/o riesgos para las sendas de consolidación previstas, exigiéndose un seguimiento permanente y estrecho. En febrero del 2007, el instituto de estadística alemán confirmó que el déficit se situaba muy por debajo del 3% del PIB en el 2006, y las informaciones más recientes sugieren que Grecia, Malta y Reino Unido también registrarán probablemente déficit inferiores al 3% del PIB en el 2006. Sin embargo, esos resultados todavía están pendientes de confirmación y habrá que evaluar sus sostenibilidad antes de que puedan darse por concluidos los respectivos procedimientos de déficit excesivo.

En el 2006 se lograron nuevos avances en la evaluación de la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas en los Estados Miembros de la UE. En febrero, el Comité de Política Económica de la UE y la Comisión Europea publicaron un informe en el que se analiza el impacto del envejecimiento de la población sobre las finanzas públicas¹. El informe, que supone una actualización de los estudios del Comité y de la Comisión sobre el envejecimiento, publicados en el 2001 y en el 2003, presenta estimaciones

1 «The impact of ageing on public expenditure: projections for the EU25 Member States on pensions, health care, long-term care, education and unemployment transfers (2004-2050)», European Economy Special Report n.º 1/2006, Comité de Política Económica y Comisión Europea.

de la carga fiscal derivada de dicho envejecimiento para los Estados miembros de la UE, basándose en los supuestos acordados de forma común relativos al comportamiento de las principales variables demográficas y macroeconómicas. Para la zona del euro, y para la UE en su conjunto, el estudio indica que, para alcanzar una situación sostenible, sería necesaria una mejora del saldo presupuestario estructural de alrededor del 3,5% del PIB en comparación con el nivel del 2005. No obstante, los cálculos actualizados dependen considerablemente de los supuestos utilizados, lo que pone de relieve la importancia de perfeccionar en mayor medida las metodologías actuales. Las estimaciones presentadas en el informe sirvieron de base para posteriores análisis de la sostenibilidad fiscal a largo plazo en los Estados miembros de la UE, tanto en el contexto de los exámenes de los programas de estabilidad y convergencia como en el primer «informe sobre la sostenibilidad» publicado por la Comisión en noviembre del 2006². En este contexto, prosiguen las labores para desarrollar una metodología apropiada que tenga en cuenta los pasivos implícitos al calcular los objetivos presupuestarios a medio plazo de los Estados miembros.

LA ESTRATEGIA DE LISBOA

En el otoño del 2006, los Estados miembros remitieron informes de situación sobre los avances registrados en sus programas nacionales de reforma para los años 2005-2008, de conformidad con las conclusiones alcanzadas en el Consejo Europeo de marzo del 2005 relativas a la revisión de la estrategia de Lisboa, al amplio programa de reformas económicas, sociales y medioambientales de la UE y a su nuevo marco de gobernanza³. En los programas se describen las estrategias de reforma estructural de los Estados miembros y se analizan los progresos realizados hasta la fecha en lo que al cumplimiento de los compromisos se refiere, entre los que cabe señalar el logro de la sostenibilidad de las finanzas públicas (en particular, mediante la reforma de los sistemas de pensiones y atención sanitaria), la reforma de los mercados de trabajo y de productos y de los sistemas de seguridad social, la inversión en investigación y desarro-

llo y en innovación, y la mejora del marco regulador de las empresas (véase también capítulo 1).

Los informes de situación sobre los programas nacionales de reforma fueron evaluados por el Consejo ECOFIN, con la asistencia del Comité de Política Económica, y por la Comisión Europea, que publicó su segundo «Informe Anual sobre el Crecimiento y el Empleo» en diciembre del 2006. El BCE atribuye gran importancia a la puesta en práctica de las reformas estructurales y considera muy positiva la determinación con que la Comisión y los Estados miembros están aplicando la estrategia de Lisboa a nivel comunitario y nacional. Es especialmente importante que los países de la zona del euro apliquen medidas de reforma de carácter integral, ya que todos ellos comparten la responsabilidad de velar por el buen funcionamiento de la UEM.

LA DIRECTIVA DE SERVICIOS EN EL MERCADO INTERIOR

Como parte del objetivo de completar el mercado interior, la Comisión Europea presentó una propuesta de directiva en enero del 2004, en virtud de la cual se eliminarían las barreras legales y administrativas para la prestación de servicios transfronterizos. Tras algunas revisiones importantes durante el proceso legislativo, el Parlamento Europeo y el Consejo de la UE alcanzaron un acuerdo sobre esta directiva el 15 de noviembre de 2006. La directiva fue adoptada el 12 de diciembre de 2006.

Si se aplica como es debido, la directiva beneficiará claramente tanto a los proveedores de servicios como a los usuarios. La directiva prohibirá ciertas restricciones a la prestación de servicios transfronterizos y establecerá criterios claros en cuanto a los requisitos que los Estados miembros podrán imponer a los proveedores de servicios de otros países de la UE. La directiva favorecerá también la «libertad de establecimiento» en la medida en que facilita a

2 «The long-term sustainability of public finances in the European Union», European Economy n.º 4/2006, Comisión Europea.

3 Véase Informe Anual 2005, del BCE, pp. 152-154.

los proveedores de servicios la creación de empresas en otros Estados miembros.

La directiva debería permitir a la UE aprovechar el potencial no utilizado de crecimiento económico y expansión del empleo en el sector servicios, en particular a través del fomento de la competencia entre países y de la reducción de costes. Como resultado, se espera que la directiva estimule la productividad del trabajo y el crecimiento del producto y del empleo en un horizonte de medio a largo plazo y que contribuya a reducir los precios en el sector servicios, beneficiando así a los consumidores. También se beneficiarían otros sectores de la economía que utilizan los servicios como consumo intermedio en sus procesos de producción⁴.

1.2 ASPECTOS INSTITUCIONALES

INFORMES DE CONVERGENCIA

A solicitud de Lituania y Eslovenia, el BCE y la Comisión Europea, de conformidad con el artículo 122 del Tratado, prepararon sendos informes de convergencia sobre los avances realizados por estos dos países en el cumplimiento de las condiciones para incorporarse a la zona del euro. Basándose en estos informes de convergencia, que se publicaron el 16 de mayo de 2006, y en una propuesta de la Comisión, el Consejo ECOFIN adoptó una decisión el 11 de julio de 2006, por la que se permitió a Eslovenia que introdujera el euro como moneda de curso legal a partir del 1 de enero de 2007 (véase capítulo 3). El 5 de diciembre de 2006, el BCE y la Comisión Europea publicaron sus informes de convergencia habituales, que se elaboran cada dos años, en los que se analizó la situación de la República Checa, Estonia, Chipre, Letonia, Hungría, Malta, Polonia, Eslovaquia y Suecia. Ninguno de estos países cumplía las condiciones necesarias para adoptar el euro.

Tras un debate en el Consejo ECOFIN, la Comisión Europea y el BCE aclararon la interpretación y la aplicación del criterio de estabilidad de precios en relación con la ampliación de la zona del euro. El 10 de octubre de 2006, el Con-

sejo ECOFIN reafirmó que el valor de referencia para la estabilidad de precios se ha de calcular como la tasa media de inflación de los tres Estados miembros de la UE con mejor comportamiento en esta materia, a la que se han de añadir 1,5 puntos porcentuales.

EL TRATADO CONSTITUCIONAL

En el año 2006, el BCE continuó realizando un seguimiento del proceso de ratificación del Tratado por el que se establece una Constitución para Europa (el Tratado Constitucional), dado que varias de sus disposiciones tienen relevancia para el SEBC. El BCE tomó nota de que el proceso de ratificación sigue adelante, a pesar del rechazo que sufrió el Tratado Constitucional en Francia y en los Países Bajos en el 2005. Hasta ahora han ratificado el Tratado o están a punto de concluir formalmente el proceso de ratificación 18 países: Bélgica, Bulgaria, Alemania, Estonia, Grecia, España, Italia, Chipre, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Hungría, Malta, Austria, Rumanía, Eslovenia, Eslovaquia y Finlandia.

El BCE respalda los objetivos del Tratado Constitucional, que tiene por objeto aclarar el marco jurídico e institucional de la UE y aumentar la capacidad de la Unión para actuar tanto en el ámbito europeo como en el internacional, así como confirmar el marco vigente para la política monetaria. En el 2007 continuarán los debates sobre los nuevos avances en la reforma institucional de la UE bajo las presidencias alemana y portuguesa.

REPRESENTACIÓN EXTERIOR

Desde el inicio de la Unión Monetaria, el BCE se ha constituido en un interlocutor clave a escala internacional y está representado en las instituciones internacionales pertinentes.

En el terreno de los asuntos económicos, los mecanismos de representación exterior de la UEM reflejan el hecho de que las políticas económicas han seguido siendo, en gran medida, competencia de los Estados miembros. No obs-

⁴ Para más información, véase «Competition, productivity and prices in the euro area services sector», Occasional Paper del BCE n.º 44, abril del 2006.

tante, en los últimos años se han realizado ciertos avances en la consecución de una representación más unificada.

El Eurogrupo y el Consejo ECOFIN han considerado recientemente algunas propuestas para reforzar la representación en cuestiones que afecten a la UEM a nivel internacional y para mejorar la coordinación interna a este respecto. En particular, respaldaron una participación más amplia del Presidente del Eurogrupo en las reuniones del G-7 y la participación de la Comisión Europea en grupos de carácter internacional, como el G-20.

REFORMA DE LOS PROCEDIMIENTOS DE COMITOLOGÍA DE LA UE

En julio del 2006, el Consejo de la UE, el Parlamento Europeo y la Comisión Europea acordaron una reforma de los denominados procedimientos de comitología, esto es, el sistema de comités por el que se adopta la legislación comunitaria. El principal aspecto de la reforma es la introducción de un «procedimiento de reglamentación con control» que refuerza sustancialmente las competencias del Parlamento Europeo en lo que se refiere a medidas relativas a la ejecución de las disposiciones adoptadas.

La reforma reviste particular importancia en lo relativo al marco Lamfalussy para el sector financiero, una de cuyas principales características es la delegación de los poderes de ejecución en la Comisión. Esta reforma permitirá que el proceso Lamfalussy siga desempeñando un importante papel para facilitar y acelerar la integración financiera en la UE (véase también capítulo 4).

I.3 EVOLUCIÓN Y RELACIONES CON LOS PAÍSES ADHERENTES Y CANDIDATOS A LA UE

El BCE intensificó su cooperación con los bancos centrales de los países adherentes y candidatos con el propósito de facilitarles el proceso de integración monetaria en la UE. Esta cooperación se desarrolló paralelamente al diálogo institucional general entre la UE y estos países.



Tras la firma del Tratado de Adhesión por parte de Bulgaria y Rumanía el 25 de abril de 2005, los gobernadores de la Banca Națională a României y del Българска народна банка (Banco Nacional de Bulgaria) han participado como observadores en las reuniones del Consejo General del BCE desde el 16 de junio de 2005; al mismo tiempo, expertos de ambos bancos centrales han participado, también como observadores, en las reuniones de todos los comités del SEBC. Además, se celebraron reuniones anuales de alto nivel con la Banca Națională a României y con el Българска народна банка (Banco Nacional de Bulgaria) en Fráncfort los días 15 de noviembre y 6 de diciembre de 2006, respectivamente. En octubre del 2006, tres BCN de la zona del euro (la Banque de France, la Banca d'Italia y De Nederlandsche Bank) concluyeron su cooperación técnica con la Banca Națională a României en forma de un programa de hermanamiento financiado por la UE que se inició a principios del 2005. Un proyecto similar se instrumentó con el Българска народна банка (Banco Nacional de Bulgaria) en octubre del 2006.

El 26 de septiembre de 2006, la Comisión Europea llegó a la conclusión de que tanto Bulgaria como Rumanía habían logrado avanzar notablemente en sus preparativos para la adhesión a la UE. La Comisión propuso algunas medidas adicionales para verificar el cumplimiento de los requisitos de la UE en un número limitado de materias, ninguna de las cuales afectaba, sin embargo, al ámbito monetario. Bulgaria y Rumanía se incorporaron a la UE el 1 de enero de 2007 y sus bancos centrales se convirtieron en miembros de pleno derecho del SEBC.

Tras iniciarse las negociaciones de adhesión con Turquía el 3 de octubre de 2005, la Comisión comenzó a negociar los capítulos individuales del *acervo comunitario* el 12 de junio de 2006.

El 29 de noviembre de 2006, la Comisión presentó sus recomendaciones respecto a la continuación de las negociaciones de adhesión con Turquía, entre ellas, que se mantuvieran abiertos aquellos capítulos en los que se hubieran concluido los preparativos técnicos y que se suspendiera la apertura de negociaciones sobre otros ocho capítulos hasta que Turquía cumpla sus compromisos. El Consejo Europeo, en la reunión celebrada los días 14 y 15 de diciembre de 2006, decidió seguir las recomendaciones de la Comisión. El BCE prosiguió el diálogo de alto nivel en materia de política económica que desde hace tiempo mantiene con el Banco Central de la República de Turquía, en cuyo contexto se enmarca la visita que miembros del Consejo Ejecutivo realizaron al BCE el 28 de junio del 2006. Las conversaciones se centraron en la evolución macroeconómica y financiera reciente en Turquía, en la transición de la política monetaria del Banco Central de la República de Turquía a un régimen pleno de fijación de objetivos de inflación y en la situación económica y monetaria de la zona del euro.

Tras la decisión del Consejo de la UE de iniciar negociaciones de adhesión con Croacia el 3 de octubre de 2005, la primera fase comenzó en junio del 2006. El BCE intensificó sus relaciones bilaterales con el Banco Nacional de Croacia, invitando al gobernador de esta institución a participar en el primer diálogo de alto nivel, previo a la adhesión, que se celebró en Fráncfort en octubre del 2006.

En diciembre del 2005 se concedió a la Antigua República Yugoslava de Macedonia la condición de país candidato. No obstante, el Consejo Europeo decidió que no se iniciarían las negociaciones hasta que se cumplieran varios requisitos, entre ellos, la correcta aplicación del Acuerdo de Estabilización y Asociación suscrito con la UE. En el año 2006 se intensificaron los contactos entre el BCE y el Banco Nacional de la República de Macedonia, lo que se reflejó, entre otros aspectos, en la prestación de asistencia técnica por parte del propio BCE y de los BCN de la zona del euro.

2 ASUNTOS INTERNACIONALES

2.1 ASPECTOS MÁS DESTACADOS DE LA EVOLUCIÓN DEL SISTEMA MONETARIO Y FINANCIERO INTERNACIONAL

SUPERVISIÓN DE LAS POLÍTICAS MACROECONÓMICAS EN LA ECONOMÍA MUNDIAL

El Eurosistema desempeña un papel importante en el proceso de supervisión multilateral internacional de las políticas macroeconómicas, que se realiza, principalmente, en las reuniones de organismos internacionales como el FMI, la OCDE y el BPI, así como en otros foros como las reuniones de ministros de Economía y Hacienda y de gobernadores de bancos centrales del G-7 y del G-20. En todos los foros e instituciones relevantes, se ha otorgado al BCE la condición de miembro (por ejemplo, en el G-20) o de observador (por ejemplo, en el FMI). El BCE evalúa la evolución de la política económica internacional a fin de contribuir a la estabilidad del entorno macroeconómico y a la aplicación de políticas macroeconómicas y financieras sólidas.

En el 2006, el entorno económico internacional siguió caracterizándose por la persistencia de abultados desequilibrios mundiales de las balanzas por cuenta corriente⁵. En Estados Unidos, el déficit por cuenta corriente ascendió a casi el 6,6% del PIB, frente al 6,4% registrado el año anterior; Estados Unidos absorbe actualmente alrededor del 75% del ahorro neto mundial. Las principales contrapartidas del déficit estadounidense se encuentran en Asia y en los países exportadores de petróleo. En Asia, los superávits por cuenta corriente siguieron siendo sustanciales, situándose en promedio en torno al 4,3% del PIB, aproximadamente el mismo nivel que en el 2005. Concretamente, dichos superávits fueron de más del 7,2% en China, de alrededor del 3,7% en Japón y del 2,7% en el grupo de «otras economías emergentes de Asia». Los países exportadores de petróleo registraron, en promedio, un superávit por cuenta corriente notablemente más alto en el 2006 (18,2% del PIB) que en el 2005 (15,1%)⁶. Algunas economías asiáticas y algunos países exportadores de petróleo también siguieron acumulando activos de reserva en volúmenes considerables. La acu-

mulación fue especialmente intensa en China, cuyas reservas de divisas se situaron en torno a 1 billón de dólares estadounidenses.

El Eurosistema continuó insistiendo, en diversas ocasiones, en los riesgos y en la incertidumbre que entraña la persistencia de esos desequilibrios y siguió respaldando plenamente la adopción de un enfoque de colaboración en esta materia, como se mencionó en los comunicados de prensa del G-7 de 21 de abril y de 16 de septiembre de 2006. Las principales economías deberían esforzarse en contribuir a un ajuste gradual y ordenado de los desequilibrios, a fin de preservar y reforzar las perspectivas de crecimiento y estabilidad a escala mundial. Este plan incluye políticas encaminadas a: i) incrementar el ahorro privado y público en los países deficitarios, ii) adoptar reformas estructurales en las economías industrializadas con un crecimiento potencial relativamente bajo, así como en las economías emergentes que necesitan aumentar la absorción interna y mejorar la asignación de capital y iii) fomentar la flexibilidad cambiaria en los principales países y regiones que carecen de esa flexibilidad. Aunque la evolución de las economías fue positiva y algunas de las medidas de política adoptadas fueron en la dirección apropiada en el 2006, incluido el hecho de que se permitió al renminbi chino una mayor volatilidad intradía desde comienzos del año, es necesario realizar ajustes adicionales para reducir significativamente los desequilibrios mundiales.

Finalmente, la propia zona del euro está sujeta a la supervisión internacional de sus políticas. Tanto el FMI como la OCDE llevaron a cabo exámenes periódicos de la evolución de la zona como complemento a los que realizan para cada uno de los países que la integran. En ese con-

5 Las estimaciones para el año 2006 que aparecen en esta sección se basan en las proyecciones de la edición de septiembre del 2006 de «Perspectivas de la Economía Mundial», del FMI.

6 Expresadas en porcentaje del PIB mundial, las cifras correspondientes al 2006, según datos del FMI, fueron las siguientes: un déficit de alrededor del 1,8% para Estados Unidos, y de superávit de alrededor del 0,4% para China, 0,35% para Japón, 0,2% para el grupo de «otras economías emergentes de Asia» y 1,2% para los países exportadores de petróleo.

texto, se analizaron las políticas monetaria, financiera y económica la zona del euro. Las consultas del Artículo IV con el FMI y el examen realizado por el Comité de Análisis de la Economía y del Desarrollo de la OCDE brindaron la oportunidad de entablar un fructífero debate entre estos organismos internacionales y el BCE, la presidencia del Eurogrupo y la Comisión Europea. Concluido este debate, tanto el FMI como la OCDE elaboraron un informe en el que se evaluaban las políticas de la zona del euro⁷.

ARQUITECTURA FINANCIERA INTERNACIONAL

Los trabajos del FMI en relación con un informe estratégico, que tiene por objeto establecer prioridades a medio plazo y redefinir los instrumentos de este organismo, han progresado. El SEBC lleva a cabo un seguimiento de los debates que están teniendo lugar no sólo en el seno del propio FMI, sino también en varios foros internacionales como el G-7 y el G-20, y contribuye a su desarrollo. Entre otros asuntos de importancia, el informe abarca las tareas de supervisión del FMI, el papel del FMI en las economías emergentes y cuestiones de gobierno como las relativas a la voz y a la representación en la institución.

La reforma del marco de la supervisión del FMI va tomando forma. Existe un amplio consenso entre los miembros de la institución en que la supervisión debe incluir con más detalle aspectos relativos al mercado financiero y de capitales. Además, como paso importante de cara al futuro, se debe hacer más hincapié en las cuestiones multilaterales y en los riesgos de contagio a escala internacional derivados de medidas de política nacionales. En junio del 2006, el FMI puso en funcionamiento un nuevo instrumento, las consultas multilaterales, al objeto de brindar un foro de debate entre las partes interesadas en un tema económico común, que se caracterice por los vínculos entre esas partes y otras economías. Como complemento de la supervisión bilateral que desarrolla el FMI, la primera consulta multilateral se centró en la aplicación de políticas encaminadas a corregir los desequilibrios internacionales de forma

ordenada, manteniendo al mismo tiempo el crecimiento mundial. Los cinco participantes en la consulta fueron Estados Unidos, Japón, China, Arabia Saudí y la zona del euro, representada por la presidencia del Eurogrupo, la Comisión Europea y el BCE. Además, para mejorar la eficacia de la supervisión, los miembros del FMI siguen reflexionando sobre la posibilidad de modificar los fundamentos jurídicos de la supervisión que ejerce el Fondo. Por último, prosiguen los debates respecto a la forma de tratar las cuestiones cambiarias en el contexto de las actividades de supervisión del FMI.

Por lo que respecta al papel del FMI en las economías emergentes, los miembros del Fondo están considerando la creación de un nuevo instrumento de liquidez, y el diseño de sus características, para los países que tienen acceso a los mercados internacionales de capitales y aplican políticas económicas sólidas.

También se ha avanzado en la mejora de la estructura de gobierno del FMI, tema que se discutió ampliamente durante el pasado año. El objetivo que se persigue es garantizar una representación equitativa y adecuada de todos los países miembros de la institución. Más concretamente, la distribución de las cuotas debe ser proporcional al peso y al papel que desempeñan los países en la economía mundial, y es necesario dar más voz a los países en desarrollo y en transición. En sus Reuniones Anuales celebradas en septiembre del 2006, los miembros del FMI acordaron un incremento ad hoc de las cuotas de cuatro países (China, Corea, México y Turquía). Está previsto que continúen los trabajos relativos a la voz y la representación, que incluyen una nueva fórmula de cálculo de las cuotas, una segunda ronda de incrementos ad hoc de las cuotas –que habrán de basarse en la nueva fórmula– para un grupo más amplio de países, y un aumento del número de votos básicos, a fin de dar más voz y participación en el

7 «Euro area policies: staff report for the 2006 Article IV consultation», IFM, junio del 2006 y «Economic Survey of the Euro Area», OCDE. En ambos informes se hace hincapié en la necesidad de acelerar el ritmo de las reformas estructurales en la zona del euro.

FMI a los países de bajos ingresos y en transición. Todas estas reformas deberán estar concluidas, a más tardar, para las Reuniones Anuales del 2008. Con respecto a las finanzas del FMI, en mayo del 2006 el Director Gerente nombró un comité encargado de formular recomendaciones concretas para la financiación sostenible a largo plazo de los gastos corrientes del FMI en vista del acusado descenso de los ingresos provenientes de los préstamos y de las deficiencias estructurales del actual modelo de financiación. El comité presentó sus conclusiones en el primer trimestre del 2007.

Por último, la promoción de la prevención y la resolución ordenada de las crisis ha sido durante varios años uno de los temas sometidos a consideración por parte de la comunidad internacional. Los principios para la estabilidad de los flujos de capitales y la reestructuración equitativa de la deuda en las economías emergentes, respaldados por el G-20 en el 2004, están recibiendo cada vez más apoyo internacional y la labor se está centrando ahora en los aspectos relativos a su aplicación. El objetivo de estos principios voluntarios y basados en el mercado es ofrecer unas directrices de comportamiento para los emisores soberanos y sus acreedores privados respecto a la forma de compartir la información, al diálogo y a la cooperación estrecha. Hasta la fecha, más de 30 países emisores han expresado su apoyo a esos principios y han manifestado un interés particular en que se avance en su aplicación. Por parte de los inversores, son cada vez más las instituciones financieras que respaldan los principios. En la reunión celebrada en Melbourne el 19 de noviembre de 2006, los ministros de Economía y Hacienda y los gobernadores de los bancos centrales del G-20 expresaron su satisfacción por estos avances. El proceso de aplicación de los principios se basa en el trabajo del Grupo Consultivos sobre los Principios, integrado por altos funcionarios de los ministerios de Economía y Hacienda y de los bancos centrales de las economías emergentes y por altos representantes de la comunidad financiera privada. Para orientar la puesta en práctica y la evolución de los principios se creó un Grupo de Fideicomisarios que,



en su primera reunión, celebrada en Singapur en septiembre del 2006, centró sus deliberaciones en un análisis de los principios y en su aplicación dentro del marco de la arquitectura financiera internacional.

2.2 COOPERACIÓN CON LOS PAÍSES NO PERTENECIENTES A LA UE

En el marco de sus actividades internacionales, el Eurosistema continuó desarrollando sus contactos con los bancos centrales de países no pertenecientes a la UE, principalmente mediante la organización de seminarios y cursillos. El objetivo de ello es recabar información e intercambiar opiniones sobre la evolución económica y monetaria de las distintas regiones del mundo que puedan influir en el entorno económico mundial y en la zona del euro. En este contexto, la asistencia técnica se ha convertido en un instrumento importante para respaldar la consolidación de las instituciones, reforzar la capacidad y potenciar el cumplimiento eficaz de las normas europeas e internacionales. El Eurosistema ha profundizado la cooperación con los bancos centrales de las regiones vecinas, y el BCE mantiene una pequeña unidad de asistencia técnica permanente con el principal objetivo

de coordinar la asistencia técnica del Eurosistema.

El Eurosistema celebró su tercer seminario bilateral de alto nivel con el Banco Central de la Federación Rusa (Banco de Rusia) en octubre del 2006 en Dresde, que fue organizado conjuntamente por el Deutsche Bundesbank y el BCE. El objetivo del seminario era impulsar el diálogo y mejorar las relaciones entre el Banco de Rusia y el Eurosistema, que se han intensificado en los últimos años. Los participantes intercambiaron opiniones sobre los retos que afronta actualmente la política monetaria y cambiaria en Rusia, así como sobre el papel de las reglas fiscales en la zona del euro y en Rusia, y analizaron las perspectivas de crecimiento a largo plazo de la economía rusa. Este tipo de actividades seguirá organizándose regularmente. El próximo seminario se celebrará en Moscú en el otoño del 2007.

El tercer seminario de alto nivel con los gobernadores de los bancos centrales de los países socios de la UE de la cuenca mediterránea se celebró en Nafplion el 25 de enero del 2006 y el cuarto tendrá lugar en Valencia el 28 de marzo del 2007. En Nafplion los debates se centraron, entre otros asuntos, en el proceso de liberalización de la cuenta de capital y en los avances realizados en la modernización de los marcos operativos de la política monetaria. El tercer seminario de alto nivel con los bancos centrales de América Latina se celebró en Madrid el 4 de diciembre de 2006. Los principales temas analizados fueron las repercusiones monetarias y financieras de la globalización, la gestión de la política monetaria y la acumulación de reservas de divisas. Por último, el 21 de noviembre del 2006 se celebró en Sidney el tercer seminario de alto nivel con los bancos centrales de los países del este de Asia y del Pacífico, en el que se examinaron, entre otros asuntos, los desequilibrios mundiales y la estabilidad financiera, así como la integración financiera dentro de la región.

El 1 de febrero de 2007, el Eurosistema celebró en París un seminario de alto nivel con los ban-

cos centrales del África occidental y central⁸, organizado conjuntamente por la Banque de France y el BCE. El seminario sirvió con éxito de plataforma para analizar las experiencias en materia de integración regional y monetaria, el impacto de la evolución de los precios de las materias primas en las políticas monetarias y fiscales de la región y temas relacionados con el buen gobierno de los bancos centrales.

El BCE, junto con cuatro BCN (Deutsche Bundesbank, Banco de Grecia, Banque de France y Banca d'Italia), siguió cooperando con el Banco Central de Egipto a través de un programa de asistencia técnica financiado por la UE en el marco del programa de ayuda a los países del Mediterráneo (MEDA). El programa de asistencia técnica, que se inició el 1 de diciembre del 2005 con un horizonte temporal de dos años, tiene por objeto apoyar la reforma global de la estructura de supervisión bancaria del Banco Central de Egipto, y se ha centrado en la introducción de nuevos procedimientos e instrumentos para la supervisión bancaria, que están siendo desarrollados y puestos en práctica conjuntamente por el Eurosistema y el Banco Central de Egipto. Otro de los objetivos del programa es desarrollar las capacidades del Banco Central de Egipto en materia de supervisión macroprudencial, regulación y formación del personal. Además, el BCE envió en comisión de servicios a un experto al Banco Central de Egipto que, bajo los auspicios del FMI, les ayudó a reformar el marco operativo de la política monetaria.

El BCE siguió profundizando sus relaciones con los países de la región occidental de los Balcanes. Los días 10 y 11 de abril del 2006 se celebró en Fráncfort una conferencia sobre política

8 Al seminario asistieron representantes de los bancos centrales de Cabo Verde, la República Democrática del Congo, Gambia, Guinea, Liberia, Mauritania, Santo Tomé y Príncipe, Sierra Leona, el Banco Central de los Estados del África Occidental (el banco central de la unión monetaria integrada por Benín, Burkina Faso, Côte d'Ivoire, Guinea Bissau, Malí, Níger, Senegal y Togo) y el Banco Central de los Estados del África Central (el banco central de la unión monetaria integrada por Camerún, la República Centroafricana, Chad, Congo, Guinea Ecuatorial y Gabón).

monetaria y estabilidad financiera en Europa sudoriental, a la que asistieron expertos de alto nivel de los bancos centrales de todos los países de la región, así como representantes de la Comisión Europea, de organismos internacionales y del mundo académico.

El 16 de febrero de 2007, el BCE en nombre propio y en el de ocho BCN (Deutsche Bundesbank, Eesti Pank, Banco de Grecia, Banco de España, Banque de France, Banca d'Italia, Oesterreichische Nationalbank y Banka Slovenije), suscribieron un protocolo tripartito con el Banco Central de Bosnia-Herzegovina y la Delegación de la Comisión Europea en Bosnia-Herzegovina, allanando así el camino para una cooperación más estrecha entre las partes. Durante un período de seis meses a partir de marzo del 2007, el BCE y los ocho BCN realizarán una evaluación de las necesidades para determinar en qué ámbitos deberá avanzar el Banco Central de Bosnia-Herzegovina en los próximos años para progresar en las actividades operativas previas a la aplicación de normas compatibles con las adoptadas por el SEBC. La evaluación está financiada por la Comisión Europea a través del programa de Asistencia Comunitaria para la Reconstrucción, el Desarrollo y la Estabilización (CARDS) y la coordina el BCE.

Albania firmó un Acuerdo de Estabilización y Asociación con la UE en junio del 2006, tras la conclusión de las negociaciones que se iniciaron en el 2003. El BCE participó, junto con otras instituciones internacionales y bancos centrales, en un diálogo con el Banco de Albania sobre la mejor forma de introducir una estrategia de fijación de objetivos de inflación para la política monetaria.

En febrero del 2006, el Consejo de Cooperación de los Estados Árabes del Golfo, integrado por Bahréin, Kuwait, Omán, Qatar, Arabia Saudí y los Emiratos Árabes Unidos, presentó ante el BCE una solicitud de asistencia para la creación de una unión monetaria entre los Estados miembros del Consejo, con un marco institucional apropiado. El BCE aceptó esta solicitud y ela-

boró un documento en el que se identifican las principales características legales y operativas que las autoridades relevantes del Consejo tendrán que considerar al desarrollar un marco institucional para una unión monetaria.



CAPÍTULO 6

RENDICIÓN DE CUENTAS

I RENDICIÓN DE CUENTAS ANTE LA OPINIÓN PÚBLICA Y ANTE EL PARLAMENTO EUROPEO

Para un banco central independiente, la rendición de cuentas se entiende como la obligación de explicar y justificar sus decisiones ante los ciudadanos y sus representantes elegidos democráticamente, de modo que éstos pueden exigir responsabilidad a aquel en relación con la consecución de sus objetivos. Como tal, es una contrapartida importante de la independencia del banco central.

El BCE ha reconocido siempre la vital importancia de rendir cuentas por sus decisiones en materia de política monetaria, por lo que mantiene un contacto regular con los ciudadanos de la UE y con el Parlamento Europeo. El BCE cumple con creces las exigencias de información que se recogen en el Tratado, al publicar, por ejemplo, un Boletín Mensual en lugar del informe trimestral requerido. También celebra una conferencia de prensa tras la primera reunión del mes del Consejo de Gobierno. El compromiso del BCE con este principio de rendición de cuentas queda reflejado, asimismo, en los numerosos documentos publicados y en los muchos discursos pronunciados por los miembros del Consejo de Gobierno durante el 2006, en los que se explican las decisiones de política monetaria del BCE.

En el ámbito institucional, el Parlamento Europeo –como el órgano que adquiere su legitimidad directamente de los ciudadanos de la UE– desempeña un papel fundamental en la exigencia de rendición de cuentas al BCE. De conformidad con lo dispuesto en el artículo 113 del Tratado, en el 2006 el presidente presentó el Informe Anual 2005 ante la sesión plenaria del Parlamento Europeo. Además, el presidente continuó informando regularmente sobre la política monetaria y las demás funciones del BCE en sus comparecencias trimestrales ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios. El presidente también fue invitado a comparecer ante el Parlamento Europeo para explicar el papel del BCE en la vigilancia de SWIFT (véase sección 2 de este capítulo).

Otros miembros del Comité Ejecutivo fueron asimismo invitados a comparecer ante el Parla-

mento Europeo en diversas ocasiones. El vicepresidente presentó el Informe Anual 2005 del BCE ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios. Gertrude Tumpel-Gugerell compareció en dos ocasiones ante la Comisión para explicar las opiniones del BCE sobre los sistemas de pago y sobre los últimos avances en el ámbito de la compensación y liquidación de valores.

Como en años anteriores, una delegación de la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios realizó una visita al BCE con el fin de mantener un intercambio de opiniones sobre diversos temas con los miembros del Comité Ejecutivo. El BCE continuó con la práctica de responder voluntariamente a las preguntas formuladas por escrito por miembros del Parlamento Europeo sobre cuestiones relacionadas con su ámbito de competencia.

El artículo 112 del Tratado establece que el Parlamento Europeo debe dar su opinión sobre los candidatos propuestos para formar parte del Comité Ejecutivo antes de que sean nombrados. A este fin, el Parlamento invitó a Jürgen Stark a comparecer ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios para exponer sus opiniones y responder a las preguntas formuladas por los miembros de la Comisión. Tras la comparecencia, el Parlamento ratificó su nombramiento.

2 ALGUNAS CUESTIONES PLANTEADAS EN LAS REUNIONES CON EL PARLAMENTO EUROPEO

En las diversas tomas de contacto entre el Parlamento Europeo y el BCE se trató una amplia variedad de temas. Las cuestiones principales planteadas por el Parlamento Europeo durante ese intercambio de opiniones se presentan más adelante.

LA CONTRIBUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA A LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS GENERALES DE LA COMUNIDAD

La contribución de la política monetaria a las políticas económicas generales de la Comunidad fue una de las cuestiones planteadas durante las comparecencias del presidente ante el Parlamento Europeo. El presidente señaló que la estabilidad de precios constituía tanto una condición previa como un medio para aumentar el crecimiento económico sostenible y el bienestar. Al buscar de forma creíble la estabilidad de precios y anclar firmemente las expectativas de inflación, el BCE está contribuyendo de la mejor manera posible a crear un entorno favorable al crecimiento económico y al empleo. En su Resolución sobre el Informe Anual 2005 del BCE, el Parlamento Europeo elogió al BCE por centrarse en el mantenimiento de la estabilidad de precios y le instó a continuar su política de anclar firmemente sus expectativas de inflación en niveles compatibles con la estabilidad de precios.

DIFERENCIALES DE INFLACIÓN Y DE CRECIMIENTO DEL PRODUCTO ENTRE LOS PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO

Los miembros del Parlamento Europeo trataron de los diferenciales de inflación y de crecimiento del producto entre los países de la zona del euro. En su Resolución sobre el Informe Anual 2005 del BCE, el Parlamento Europeo consideró que estos diferenciales «constituyen un importante amenaza para la UEM en el largo plazo».

El presidente explicó que los diferenciales de inflación y de crecimiento del producto existentes entre los países de la zona del euro seguían siendo moderados y no eran inusuales si se comparaban con los de otras grandes áreas monetarias. Los diferenciales pueden haber sido el

resultado de los procesos de convergencia, de diferencias en las tendencias demográficas o de ajustes en pos de una asignación más eficiente de recursos. Sin embargo, la persistencia de los diferenciales de inflación y de crecimiento durante largos períodos, en caso de haber sido provocados por rigideces estructurales o por políticas inadecuadas, puede ser, efectivamente, preocupante. En este contexto, el presidente subrayó la necesidad de llevar a cabo las reformas estructurales apropiadas y expresó su apoyo a los Gobiernos que han emprendido dichas reformas (véase recuadro 5).

INTEGRACIÓN Y REGULACIÓN FINANCIERAS

El Parlamento Europeo y el BCE continuaron también su estrecho diálogo en materias relativas a la integración y la estabilidad financieras. El Parlamento atribuyó especial importancia al fuerte crecimiento del sector de los fondos de inversión libre (*hedge funds*). En su Resolución sobre el Informe Anual 2005 del BCE, el Parlamento Europeo expresó su preocupación a este respecto y solicitó del BCE que intensificara su análisis en este área.

El presidente recordó el beneficioso papel de los fondos de inversión libre en el aumento de la liquidez del mercado y en el fomento de la innovación financiera. Al mismo tiempo, destacó los posibles riesgos para la estabilidad financiera derivados de su creciente presencia en el sistema financiero (véase sección 1 del capítulo 4) y la intención consiguiente de las autoridades públicas, incluido el BCE, de seguir vigilando estrechamente su desarrollo. Asimismo explicó que cualquier mejora del marco regulador vigente necesitaría ser acordado a nivel internacional.

El BCE informó también al Parlamento Europeo de las actividades realizadas en el ámbito de los sistemas de pago y de los sistemas de compensación y liquidación de valores, incluidos los avances efectuados en el desarrollo de TARGET2. Gertrude Tumpel-Gugerell compareció ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios para explicar las opiniones del BCE acerca de la propuesta de directiva sobre



servicios de pago en el mercado interior, la creación de una Zona Única de Pagos para el Euro (SEPA) y los estándares para la compensación y liquidación de valores desarrollados conjuntamente por el SEBC y el Comité de Reguladores Europeos de Valores. Informó, además, al Parlamento de la posible creación de una infraestructura del Eurosistema para la prestación de servicios de liquidación de valores en dinero de banco central, denominado TARGET2-Valores. El Parlamento Europeo expresó su apoyo a la implantación de TARGET 2 y de la SEPA. También se dio por enterado de la posible creación del sistema TARGET2-Valores y solicitó del BCE el establecimiento de un marco de gobierno adecuado antes de la introducción de dicho sistema.

EL PAPEL DEL BCE EN LA VIGILANCIA DE SWIFT

El 6 de julio de 2006, el Parlamento Europeo aprobó una «Resolución sobre la interceptación de datos de transferencias bancarias del sistema SWIFT por los servicios secretos estadounidenses», en la que pidió al Consejo de la UE y al BCE que explicaran hasta qué punto estaban enterados del acuerdo entre SWIFT y el Gobierno de los Estados Unidos. El 4 de octubre de 2006, el presidente del BCE fue invitado a asistir a una audiencia pública organizada por el Parlamento sobre este tema. El presidente explicó que SWIFT no era ni una entidad de crédito ni un sistema de pagos. No obstante, en vista de la importancia sistémica de SWIFT como sistema de mensajería para la transferencia de fondos a escala mundial, los bancos centrales del G-10 y el BCE habían decidido –con el acuerdo de SWIFT– crear un Grupo de Vigilancia (véase sección 4.1 del capítulo 4). El

mandato de este Grupo de Vigilancia es garantizar que SWIFT cuente con un marco de gobierno adecuado para evitar riesgos sistémicos. El Grupo realizó un seguimiento de las actividades de SWIFT sólo en la medida en que afectaban al buen funcionamiento de los sistemas de pago y a la estabilidad financiera. Este Grupo no tiene competencias para supervisar SWIFT en lo que se refiere al cumplimiento de la legislación sobre protección de datos, pues éstas recaen en las autoridades responsables de la protección de datos. El Grupo de Vigilancia tomó conocimiento del Programa de Seguimiento de Financiación del Terrorismo (*Terrorist Finance Tracking Program*), establecido por la Administración estadounidense en relación con SWIFT. También se le informó de que SWIFT había realizado las apropiadas consultas legales tanto en Estados Unidos como en la Unión Europea. El Grupo consideró que el cumplimiento por parte de SWIFT de las citaciones remitidas por las autoridades estadounidenses no tendría consecuencias sobre la estabilidad financiera y que, por lo tanto, no entraba en el ámbito de competencias de su función de vigilancia. Además, como el BCE se encuentra sujeto a un estricto régimen de confidencialidad, no está autorizado a utilizar para otros fines la información recibida en el contexto del marco de supervisión ni a compartir dicha información con las autoridades responsables de la protección de datos o del cumplimiento de las leyes.



CAPÍTULO 7

COMUNICACIÓN EXTERNA

I POLÍTICA DE COMUNICACIÓN

El objetivo de la política de comunicación del BCE es mejorar la comprensión de sus decisiones por parte del público. La comunicación es parte integrante de la política monetaria del BCE y del desempeño de sus otras funciones. Dos elementos clave –la apertura y la transparencia– orientan las actividades de comunicación del BCE. Ambas contribuyen a la eficacia, la eficiencia y la credibilidad de su política monetaria. Además, dichos elementos sirven de apoyo al BCE para cumplir con su obligación de rendición de cuentas, como se explica con más detalle en el capítulo 6.

El principio consistente en explicar de forma periódica, detallada y en tiempo real las decisiones y las valoraciones del BCE en materia de política monetaria, que se adoptó en 1999, constituye una aproximación singularmente abierta y transparente a la labor de comunicación de un banco central. Las decisiones de política monetaria se explican en una conferencia de prensa que se celebra inmediatamente después de que el Consejo de Gobierno las haya adoptado. El presidente realiza un detallado comunicado preliminar en el que explica las decisiones del Consejo de Gobierno, y después, junto con el vicepresidente, se pone a disposición de los medios de comunicación para responder a sus preguntas. Desde diciembre del 2004, las decisiones del Consejo de Gobierno distintas de las referidas a los tipos de interés también se publican todos los meses en los sitios web de los bancos centrales del Eurosistema.

Los instrumentos jurídicos del BCE y los estados financieros consolidados del Eurosistema se publican en todas las lenguas oficiales de la UE¹. Las demás publicaciones estatutarias del BCE –el Informe Anual, la versión trimestral del Boletín Mensual y el Informe de Convergencia²– también se publican en las lenguas oficiales de la UE³. Para cumplir sus obligaciones de rendición de cuentas y transparencia ante la opinión pública, el BCE publica también otros documentos en todas las lenguas oficiales, como las notas de prensa sobre las decisiones de política monetaria, las proyecciones macroeconómicas de los expertos y las declaraciones

de interés para el público en general en materia de política monetaria. La elaboración, publicación y distribución de las versiones de las principales publicaciones del BCE en las distintas lenguas nacionales se realiza en estrecha colaboración con los BCN.

1 Se aplica una excepción al gaélico.

2 En el caso del Informe de Convergencia, únicamente la introducción y el resumen están disponibles en todos los idiomas.

3 La excepción temporal vigente para el maltés se suprimirá en mayo del 2007.

2 ACTIVIDADES DE COMUNICACIÓN

El BCE ha de dirigirse a grupos de destinatarios muy diversos, como expertos en cuestiones financieras, medios de comunicación, Administraciones Públicas, Parlamentos y público en general, que poseen distintos niveles de conocimiento de economía y finanzas. Por ello, la explicación de sus funciones y sus decisiones se lleva a cabo a través de un conjunto de instrumentos y actividades que constantemente tratan de mejorarse, de modo que resulten lo más efectivos posible.

El BCE publica distintos estudios e informes, como el Informe Anual, que presenta una panorámica general de las actividades desarrolladas por la institución durante el año anterior y, de este modo, contribuye a que se pueda exigir al BCE responsabilidad por sus actuaciones. El Boletín Mensual ofrece una evaluación continua y actualizada de la valoración que realiza el BCE de la evolución económica y monetaria, así como información detallada en la que se basan sus decisiones, y el Financial Stability Review analiza la estabilidad del sistema financiero de la zona del euro en lo que respecta a su capacidad para absorber perturbaciones de carácter adverso.

Con el fin de reforzar la identidad del Eurosistema y su percepción por parte del público, en el 2006 el Consejo de Gobierno aprobó la implantación de una firma común para el Eurosistema acorde con la declaración sobre su misión⁴. En enero del 2007, el BCE y todos los BCN de la zona del euro habían incorporado ya la palabra «Eurosistema» a su logotipo corporativo.

Todos los miembros del Consejo de Gobierno participan directamente en los esfuerzos encaminados a lograr que el público tenga un conocimiento y una comprensión más precisos de las funciones y políticas del Eurosistema, mediante comparecencias ante el Parlamento Europeo y los Parlamentos nacionales, discursos públicos y entrevistas con los medios de comunicación. En el 2006, el presidente del BCE compareció en seis ocasiones ante el Parlamento Europeo. Ese año, los seis miembros del Comité Ejecutivo pronunciaron alrededor de 200 discursos y



concedieron numerosas entrevistas, además de otras contribuciones en forma de artículos en diarios, revistas y periódicos.

Los BCN de la zona del euro desempeñan un papel importante, a nivel nacional, en la difusión de la información y los mensajes del Eurosistema tanto al público en general como a las partes interesadas. Los BCN distribuyen esa información a un público muy diverso, a escala regional y nacional, en sus propios idiomas y entornos.

El BCE contribuye a la difusión de los resultados de los trabajos de investigación económica mediante la publicación de documentos de trabajo y de documentos ocasionales y la organización de conferencias, seminarios y cursos. En el 2006 se celebró la cuarta conferencia del BCE sobre banca central. La conferencia reunió a representantes de bancos centrales, investigadores del mundo académico, participantes en el mercado y medios de comunicación de todo el mundo para debatir sobre «El papel del dinero: dinero y política monetaria en el siglo XXI» (véase sección 5.2 del capítulo 2).

En el 2006, el BCE, en colaboración con el Banka Slovenije, organizó una campaña de información como parte de los preparativos para la introducción del euro en Eslovenia el 1 de enero del 2007. El objetivo de la campaña, que era similar a la campaña organizada para la introducción del euro en el 2002, era que las entidades que participan a título profesional en el manejo de efectivo y el público en general se familiarizaran con el aspecto visual y los elementos de seguridad de los billetes y monedas en euros, así como con los distintos procedimientos de canje del efectivo (véase capítulo 3).

⁴ La declaración sobre la misión del Eurosistema se publicó el 5 de enero de 2005.

En el 2006, el BCE recibió a unos 10.000 visitantes en su sede de Fráncfort, que obtuvieron información de primera mano en conferencias y presentaciones impartidas por personal de la institución. La mayoría de los visitantes fueron estudiantes universitarios y profesionales del sector financiero.

Todos los documentos que publica el BCE, así como sus diversas actividades, se difunden a través del sitio web del BCE. En el año 2006 se recibieron y atendieron alrededor de 90.000 consultas sobre distintos aspectos de sus actividades.

El BCE organiza anualmente un programa de Días Culturales, cuyo objetivo es acercar la diversidad y la actividad cultural de los Estados miembros de la UE al público y a los propios empleados del BCE y del Eurosistema. Cada año esta iniciativa pone de manifiesto la riqueza de la cultura de un país, favoreciendo con ello el entendimiento de los países que conforman la UE. En el 2006, el programa de Días Culturales se centró en Austria, tras dedicarse a Hungría en el año 2006 y a Polonia en el 2004. El programa de actividades, que se desarrolló entre el 18 de octubre y el 14 de noviembre, se organizó en estrecha colaboración con el Oesterreichische Nationalbank.



**MARCO INSTITUCIONAL,
ORGANIZACIÓN
Y CUENTAS ANUALES**

I ÓRGANOS RECTORES Y GOBIERNO CORPORATIVO DEL BCE

I.1 EUROSISTEMA Y SISTEMA EUROPEO DE BANCOS CENTRALES



El Eurosistema es el sistema de bancos centrales de la zona del euro y está compuesto por el BCE y los BCN de los Estados miembros de la UE cuya moneda es el euro (13 desde el 1 de enero de 2007). El Consejo de Gobierno adoptó el término «Eurosistema» para facilitar el entendimiento de la estructura de la banca central de la zona del euro. El término subraya la identidad compartida, el trabajo en equipo y la cooperación de todos sus miembros.

El Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) está compuesto por el BCE y los BCN de todos los Estados miembros de la UE (27 desde el 1 de enero de 2007), es decir, incluye los BCN de los Estados miembros que aún no han adoptado el euro.

El BCE es el eje del Eurosistema y del SEBC y garantiza que se cumplan sus funciones respectivas, ya sea por medio de sus propias actividades o a través de los BCN. El BCE tiene personalidad jurídica propia de acuerdo con el derecho público internacional.

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 Eurosistema y del SEBC mediante la participación de sus expertos en los

comités del Eurosistema/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. El Consejo General es el tercer órgano rector del BCE, en tanto existan Estados miembros que aún no hayan adoptado el euro. El funcionamiento de los órganos rectores viene determinado por el Tratado, los Estatutos del SEBC y el Reglamento interno correspondiente¹. Las decisiones se toman de manera centralizada tanto en el Eurosistema como en el SEBC. Sin embargo, el BCE y los BCN de la zona del euro contribuyen conjuntamente, tanto de forma estratégica como operativa, a la consecución de los objetivos comunes del Eurosistema, respetando debidamente el principio de descentralización de conformidad con los Estatutos del SEBC.

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 Eurosistema;
- 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 en el Eurosistema, 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, entre otros asuntos, efectúa una valoración exhaustiva de la evolución económica y monetaria y adopta decisiones en esta materia. En la segunda reunión, la atención suele centrarse en temas relacionados con otras tareas y responsabilidades del BCE y del Eurosistema. En el 2006, se celebraron dos reuniones fuera de Fráncfort: en Madrid, en el Banco de España, y en París, en la Banque de France.

Al adoptar decisiones sobre política monetaria y otras funciones asignadas al BCE y Eurosistema, los miembros del Consejo de Gobierno no actúan como representantes de sus países, sino a título personal y de forma completamente independiente, como refleja el principio de «un voto por miembro», que se emplea en el Consejo de Gobierno.

¹ Para los Reglamentos internos del BCE, véanse la 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; la Decisión BCE /2004/12 de 17 de junio de 2004 por la que se adopta el Reglamento interno del Consejo General del BCE, DO L 230, de 30.6.2004, p. 61; y la Decisión BCE/1999/7 de 12 de octubre de 1999 relativa al Reglamento interno del Comité Ejecutivo, DO L 314, de 8.12.1999, p. 34. Estos reglamentos también pueden consultarse en la dirección del BCE en Internet.

CONSEJO DE GOBIERNO



Jean-Claude Trichet

Presidente del BCE

Lucas D. Papademos

Vicepresidente del BCE

Lorenzo Bini Smaghi

Miembro del Comité Ejecutivo

Jaime Caruana (hasta el 11 de julio de 2006)

Gobernador del Banco de España

Vítor Constâncio

Gobernador del Banco de Portugal

Vincenzo Desario (hasta el 15 de enero de 2006)

Gobernador en funciones de la Banca d'Italia

Mario Draghi (desde el 16 de enero de 2006)

Gobernador de la Banca d'Italia

Miguel Fernández Ordóñez

(desde el 12 de julio de 2006)

Gobernador del Banco de España

Nicholas C. Garganas

Gobernador del Banco de Grecia

Mitja Gaspari² (desde el 1 de enero de 2007)

Gobernador del Banka Slovenije

José Manuel González-Páramo

Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

John Hurley

Gobernador del Central Bank and Financial Services Authority of Ireland

Otmar Issing (hasta el 31 de mayo de 2006)

Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

Klaus Liebscher

Gobernador del Oesterreichische Nationalbank

Erkki Liikanen

Gobernador del Suomen Pankki – Finlands Bank

Yves Mersch

Gobernador de la Banque centrale du Luxembourg

Christian Noyer

Gobernador de la Banque de France

Guy Quaden

Gobernador del Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique

Jürgen Stark (desde el 1 de junio de 2006)

Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

Gertrude Tumpel-Gugerell

Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

Axel A. Weber

Presidente del Deutsche Bundesbank

Nout Wellink

Presidente del De Nederlandsche Bank

Fila posterior

(de izquierda a derecha):

Erkki Liikanen, Nicholas C. Garganas, Guy Quaden, Mario Draghi, Jürgen Stark

Fila intermedia

(de izquierda a derecha):

Axel A. Weber, Christian Noyer, Klaus Liebscher, Vítor Constâncio, John Hurley, Nout Wellink

Fila anterior

(de izquierda a derecha):

José Manuel González-Páramo, Miguel Fernández Ordóñez, Lucas D. Papademos, Jean-Claude Trichet, Gertrude Tumpel-Gugerell, Yves Mersch, Lorenzo Bini Smaghi

2 El Gobernador del Banka Slovenije asistió a las reuniones del Consejo de Gobierno celebradas en el 2006 en calidad de «invitado especial», tras la decisión adoptada por el Consejo ECOFIN el 11 de julio de 2006 de suprimir la excepción de Eslovenia con efectos a partir del 1 de enero de 2007.

1.3 COMITÉ EJECUTIVO

El Comité Ejecutivo está compuesto por el presidente y el vicepresidente del BCE y otros cuatro miembros nombrados de común acuerdo por los Jefes de Estado o de Gobierno de los Estados miembros que han adoptado el euro. 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 decisio-

nes adoptadas por el Consejo de Gobierno e 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.

Un Comité de Gestión, formado por un miembro del Consejo Ejecutivo, que lo preside, y por varios altos directivos, asesora al Comité Ejecutivo en asuntos relativos a la gestión, la planificación de actividades y el presupuesto anual del BCE.

**Fila posterior
(de izquierda a derecha):**

Jürgen Stark,
José Manuel González-Páramo,
Lorenzo Bini Smaghi

**Fila anterior
(de izquierda a derecha):**

Gertrude Tumpel-Gugerell,
Jean-Claude Trichet,
Lucas D. Papademos



Jean-Claude Trichet

Presidente del BCE

Lucas D. Papademos

Vicepresidente del BCE

Lorenzo Bini Smaghi

Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

José Manuel González-Páramo

Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

Otmar Issing (hasta el 31 de mayo de 2006)

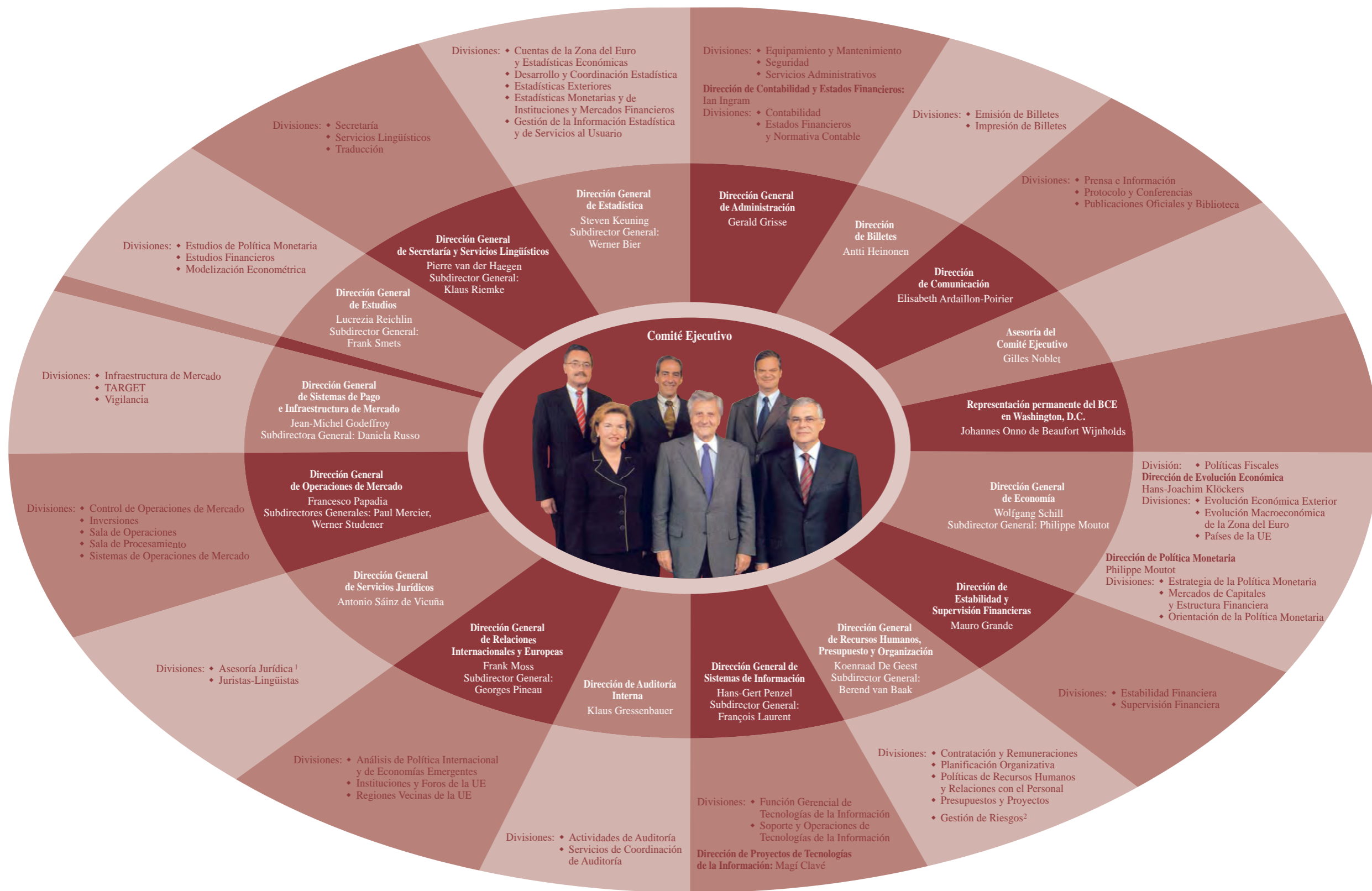
Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

Jürgen Stark (desde el 1 de junio de 2006)

Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

Gertrude Tumpel-Gugerell

Miembro del Comité Ejecutivo del BCE



Comité Ejecutivo

Fila posterior (de izquierda a derecha): Jürgen Stark, José Manuel González-Páramo, Lorenzo Bini Smaghi

Fila anterior (de izquierda a derecha): Gertrude Tumpel-Gugerell, Jean-Claude Trichet (Presidente), Lucas D. Papademos (Vicepresidente)

¹ Incluye la función de protección de datos.

² Informa directamente al Comité Ejecutivo.

1.4 CONSEJO GENERAL

El Consejo General, compuesto por el presidente y el vicepresidente del BCE y por 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 2006, el Consejo General se reunió seis veces. Desde enero del 2007, los gobernadores del Българска народна банка (Banco Nacional de Bulgaria) y de la Banca Națională a României son miembros de pleno derecho del Consejo General. Tras la firma del Tratado de Adhesión en abril del 2005, han asistido a las reuniones del Consejo General en calidad de observadores.



Fila posterior

(de izquierda de derecha):

Zsigmond Járαι, Ivan Šramko, Nils Bernstein, Zdeněk Tůma, Nicholas C. Garganas, Guy Quaden, Stefan Ingves, Mario Draghi, Reinoldijus Šarkinas, Leszek Balcerowicz, Mitja Gaspari

Fila intermedia

(de izquierda a derecha):

Erkki Liikanen, Axel A. Weber, Christian Noyer, Klaus Liebscher, Vítor Constâncio, John Hurley, Nout Wellink

Fila anterior

(de izquierda a derecha):

Ilmārs Rimšēvičs, Michael C. Bonello, Miguel Fernández Ordóñez, Lucas D. Papademos, Jean-Claude Trichet, Christodoulos Christodoulou, Yves Mersch, Andres Lipstok

Nota: Mervyn King no asistió a la reunión celebrada el día en que se hizo la fotografía.

Jean-Claude Trichet Presidente del BCE
Lucas D. Papademos Vicepresidente del BCE
Leszek Balcerowicz (hasta el 10 de enero de 2007)
Presidente del Narodowy Bank Polski
Nils Bernstein
Gobernador del Danmarks Nationalbank
Michael C. Bonello
Gobernador del Central Bank of Malta
Jaime Caruana (hasta el 11 de julio de 2006)
Gobernador del Banco de España
Christodoulos Christodoulou
Gobernador del Banco Central de Chipre
Vítor Constâncio Gobernador del Banco de Portugal
Vincenzo Desario (hasta el 15 de enero de 2006)
Gobernador en funciones de la Banca d'Italia
Mario Draghi (desde el 16 de enero de 2006)
Gobernador de la Banca d'Italia
Miguel Fernández Ordóñez
(desde el 12 de julio de 2006)
Gobernador del Banco de España
Nicholas C. Garganas Gobernador del Banco de Grecia
Mitja Gaspari Gobernador del Banka Slovenije
John Hurley Gobernador del Central Bank and Financial Services Authority of Ireland
Stefan Ingves Gobernador del Sveriges Riksbank
Mugur Constantin Isărescu (desde el 1 de enero de 2007)
Gobernador de la Banca Națională a României

Ivan Iskrov (desde el 1 de enero de 2007)
Gobernador del Българска народна банка (Banco Nacional de Bulgaria)
Zsigmond Járαι (hasta el 2 de marzo de 2007)
Gobernador del Magyar Nemzeti Bank
Mervyn King Gobernador del Bank of England
Klaus Liebscher
Gobernador del Oesterreichische Nationalbank
Erkki Liikanen
Gobernador del Suomen Pankki – Finlands Bank
Andres Lipstok Gobernador del Eesti Pank
Yves Mersch
Gobernador de la Banque centrale du Luxembourg
Christian Noyer Gobernador de la Banque de France
Guy Quaden Gobernador del Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique
Ilmārs Rimšēvičs Gobernador del Latvijas Banka
Reinoldijus Šarkinas
Presidente del Consejo del Lietuvos bankas
Slawomir Skrzypek (desde el 11 de enero de 2007)
Presidente del Narodowy Bank Polski
András Simor (desde el 3 de marzo del 2007)
Gobernador del Magyar Nemzeti bank
Ivan Šramko Gobernador del Národná banka Slovenska
Zdeněk Tůma Gobernador del Česká národní banka
Axel A. Weber Presidente del Deutsche Bundesbank
Nout Wellink Presidente del De Nederlandsche Bank

1.5 COMITÉS DEL EUROSISTEMA/SEBC, COMITÉ DE PRESUPUESTOS Y CONFERENCIA DE RECURSOS HUMANOS



Los comités del Eurosistema/SEBC han continuado desempeñando un papel destacado, apoyando a los órganos rectores en el desarrollo de sus funciones. 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 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 cuando se tratan cuestiones que entran en el ámbito de las competencias del Consejo General. También puede invitarse, cuando proceda, a otros organismos competentes en las materias respectivas, como es el caso de los supervisores nacionales en el Comité de Supervisión Bancaria. En la actualidad, existen 12 comités del Eurosistema/SEBC, todos ellos

establecidos de conformidad con el artículo 9 del Reglamento interno del BCE.

El Comité de Presupuestos, establecido en virtud del artículo 15 del Reglamento interno, colabora con el Consejo de Gobierno en asuntos relacionados con el presupuesto del BCE. La Conferencia de Recursos Humanos fue establecida en el 2005 en virtud del artículo 9a del Reglamento interno como foro de intercambio de experiencias, conocimientos e información de los bancos centrales del Eurosistema/SEBC en el ámbito de la gestión de los recursos humanos.

1.6 GOBIERNO CORPORATIVO

Además de los órganos rectores, el gobierno corporativo del BCE comprende también distintos procedimientos de control externos e inter-

nos, tres códigos de conducta y normas relativas al acceso público a los documentos del BCE.

PROCEDIMIENTOS DE CONTROL EXTERNO

Los Estatutos del SEBC prevén dos procedimientos de control externo, 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). El informe anual del Tribunal de Cuentas Europeo, junto con la respuesta del BCE, se publican en la dirección del BCE en Internet y en el Diario Oficial de la Unión Europea. Para reforzar las garantías públicas sobre la independencia del auditor externo del BCE, se aplica el principio de rotación de las empresas de auditoría³.

PROCEDIMIENTO DE CONTROL INTERNO

La estructura de control interno del BCE tiene un enfoque funcional, en virtud del cual cada unidad organizativa (Sección, 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 y determinan el nivel aceptable de riesgo. Por ejemplo, aplican una serie de normas y procedimientos –conocidos como 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, distintas divisiones de la Dirección General de Recursos Humanos, Presupuesto y Organización realizan un seguimiento del proceso de control y presentan propuestas para mejorar la eficiencia en la identificación, valoración y reducción de riesgos en el BCE en su conjunto.

Con independencia de la estructura de control y de los procesos de seguimiento de riesgos del BCE, la Dirección de Auditoría Interna, que depende del Comité Ejecutivo, realiza trabajos

de auditoría. De conformidad con el mandato recogido en la Ordenanza de Auditoría del BCE⁴, los auditores internos evalúan, caso por caso, la adecuación y la eficacia del sistema de control interno del BCE, así como la calidad de su actuación en el desempeño de las competencias que le han sido atribuidas. Los auditores internos observan las Normas Internacionales para la Práctica Profesional de la Auditoría Interna establecidas por el Instituto de Auditores Internos.

Un comité del Eurosistema/SEBC, el Comité de Auditores Internos, compuesto por los directores de auditoría interna del BCE y de los BCN, es responsable de la coordinación relativa a la auditoría de los proyectos y sistemas operativos conjuntos del Eurosistema/SEBC.

Para fortalecer el marco de gobierno del BCE y del Eurosistema, el Consejo de Gobierno decidió establecer un Comité de Auditoría del BCE a partir de abril del 2007, compuesto por tres miembros del Consejo.

CÓDIGOS DE CONDUCTA

En el BCE se aplican tres Códigos de Conducta. El primero, al que han de atenerse los miembros del Consejo de Gobierno, 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 operaciones⁵. El Código sirve de orientación y establece normas éticas para los miembros del Consejo de Gobierno y para sus alternos cuando actúan como miembros del Consejo. El Consejo de Gobierno ha nombrado también un asesor que presta asesoramiento a sus miembros sobre determinados aspectos de la conducta profesio-

3 Tras ganar un concurso público en el 2002, KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft fue designado nuevo auditor externo del BCE para el período de cinco años comprendido entre el 2003 y el 2007

4 Esta Ordenanza se encuentra publicada en la dirección del BCE en Internet para fomentar la transparencia de los procedimientos de auditoría existentes en el BCE.

5 Véase el Código de Conducta para los miembros del Consejo de Gobierno, DO C 123, de 24.5.2002, p. 9, y su modificación en el DO C 10, de 16.1.2007, p. 6, y la dirección del BCE en Internet.

nal. El segundo código es el Código de Conducta del BCE, que sirve de guía y referencia para el personal del BCE y para los miembros del Comité Ejecutivo, de quienes se espera que mantengan unos altos niveles de ética profesional en el desempeño de sus funciones⁶. De conformidad con las normas sobre información privilegiada del Código de Conducta, el personal del BCE y los miembros del Comité Ejecutivo tienen prohibido utilizar en provecho propio información confidencial cuando llevan a cabo actividades financieras privadas por cuenta y riesgo propios o por cuenta y riesgo de terceros⁷. El tercer código es un Código complementario de criterios éticos para los miembros del Comité Ejecutivo⁸, que complementa los otros dos códigos describiendo detalladamente las normas éticas aplicables a los miembros de ese comité. Un asesor nombrado por el Comité Ejecutivo garantiza una interpretación coherente de estas normas.

MEDIDAS DE LUCHA CONTRA EL FRAUDE

En 1999, el Parlamento Europeo y el Consejo de la UE adaptaron un Reglamento⁹ para intensificar la lucha contra el fraude, la corrupción y cualquier otra actividad ilegal que vaya en detrimento de los intereses financieros de la Comunidad. Este Reglamento prevé, entre otras medidas, la investigación interna por parte de la Oficina Europea de Lucha contra el Fraude (OLAF) de posibles fraudes en las instituciones, organismos y agencias comunitarias.

El Reglamento OLAF prevé que cada una de las instituciones, organismos y agencias comunitarias adopte decisiones en virtud de las cuales OLAF pueda llevar a cabo investigaciones de carácter interno. En junio del 2004, el Consejo de Gobierno adoptó una Decisión¹⁰ relativa a las condiciones que rigen las investigaciones que OLAF efectúe en el BCE, que entró en vigor el 1 de julio de 2004.

ACCESO PÚBLICO A LOS DOCUMENTOS DEL BCE

La Decisión del BCE relativa al acceso público a los documentos del BCE¹¹, adoptada en marzo del 2004, es acorde con los objetivos y normas aplicados por otras instituciones y organismos

comunitarios respecto al acceso público a sus documentos. Simultáneamente se mejora la transparencia y se respeta la independencia del BCE y de los BCN, al garantizarse la confidencialidad de ciertas cuestiones vinculadas al cumplimiento de las tareas del BCE¹². En el 2006, el número de solicitudes de acceso público a documentos del BCE continuó siendo reducido.

6 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.

7 Véase el apartado 1.2 del artículo del Reglamento del Personal del BCE relativo a la conducta y el secreto profesionales, DO C 92, de 16.4.2004, p. 31, y la dirección del BCE en Internet.

8 Véase el Código suplementario de criterios éticos aplicables a los miembros del Comité Ejecutivo, DO C 230, de 23.9.2006, p. 46, y la dirección del BCE en Internet.

9 Reglamento (CE) n° 1073/1999 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de mayo de 1999, relativo a las investigaciones realizadas por la Oficina Europea de Lucha contra el Fraude (OLAF), DO L 136, de 31.5.1999, p. 1.

10 Decisión BCE/2004/11 relativa a las condiciones que rigen las investigaciones que la Oficina Europea de Lucha contra el Fraude efectúe en el BCE en materia de lucha contra el fraude, la corrupción y toda actividad ilegal que vaya en detrimento de los intereses financieros de las Comunidades Europeas y por la que se modifican las condiciones de contratación del personal del Banco Central Europeo, DO L 230, de 30.6.2004, p. 56. Esta Decisión se adoptó en respuesta al fallo del Tribunal Europeo de 10 de julio de 2003 en el Caso 11/00 de la *Comisión contra el Banco Central Europeo*, Rec., I-7147

11 DO L 80, de 18.3.2004, p. 42.

12 De conformidad con el compromiso de apertura y transparencia del BCE, en el 2006 se añadió en la dirección del BCE en Internet una nueva sección denominada «Archives».

2 ASPECTOS DE LA ORGANIZACIÓN DEL BCE

2.1 EMPLEADOS

El total de puestos de trabajo presupuestados para el año 2006 fue de 1.343 empleos equivalentes a tiempo completo¹³, frente a 1.369,5 en el 2005, una reducción de 26,5 puestos de trabajo, como resultado de la evaluación realizada en el 2005 en el marco del presupuesto en base cero.

Las contrataciones de nuevo personal para cubrir puestos permanentes se llevaron a cabo mediante contratos de cinco años para los puestos de dirección, y de tres años para los demás puestos de trabajo. Los contratos temporales ofrecidos en el caso de los puestos permanentes pueden convertirse en contratos indefinidos tras un proceso de evaluación que tiene en cuenta consideraciones de orden organizativo, así como el desempeño del empleado.

En el 2006, el BCE ofreció 99 contratos de duración inferior a un año (frente a los 106 del 2005), para reemplazar temporalmente a empleados de baja por maternidad, paternidad y con permisos sin sueldo.

El BCE ofreció también 93 contratos de corta duración a expertos procedentes de los BCN –incluido el Българска народна банка (Banco Nacional de Bulgaria) y la Banca Națională a României–, de otras instituciones comunitarias y de organismos internacionales, frente a los 80 contratos de este tipo en el año 2005. Estas breves estancias de trabajo brindan la oportunidad de intercambiar experiencias entre el personal del BCE y de los BCN, fomentando con ello el espíritu de equipo en el SEBC. Asimismo, siguieron contribuyendo a la integración del Българска народна банка (Banco Nacional de Bulgaria) y de la Banca Națională a României en el SEBC.

En septiembre del 2006, se incorporaron al Banco, con contratos de dos años no renovables, los seis primeros participantes en el programa de postgrado del BCE, destinado a recién licenciados con amplia formación académica.

El BCE ofreció también contratos en prácticas a estudiantes y licenciados con formación en economía, estadística, administración de empresas, derecho y traducción, firmándose 173 en el 2006.

El BCE ofreció asimismo dos becas de investigación como parte del Programa Wim Duisenberg Research Fellowship, que está abierto a economistas de prestigio, y cinco becas de investigación para jóvenes investigadores en el contexto de su programa Lamfalussy Fellowship

MOVILIDAD INTERNA

Para los empleados del BCE, la movilidad interna constituye una oportunidad para ampliar su experiencia y un cauce para incrementar las sinergias entre las distintas unidades de gestión. En este sentido, la política de selección interna, que concede especial importancia a la diversificación de las competencias profesionales, pretende facilitar en mayor medida la movilidad interna del personal. Otras iniciativas, como los intercambios de personal y los traslados temporales a otros puestos para suplir a compañeros ausentes, fomentan también la movilidad interna. En el 2006, más de 80 empleados, entre los que se incluían 15 directivos y asesores, cambiaron de puesto de trabajo, bien a corto o largo plazo.

En el 2006, el BCE introdujo unos principios generales para la movilidad, que animan a sus empleados a cambiar de puesto de trabajo tras cinco años de servicio en el mismo puesto.

MOVILIDAD EXTERNA

El programa de experiencia laboral externa del BCE facilita el traslado temporal de sus empleados a los 27 BCN o a organismos financieros internacionales relevantes (v.g., el FMI y el BPI)

¹³ El número real de empleos equivalentes a tiempo completo el 31 de diciembre de 2006 era de 1.367. La discrepancia se debió, principalmente, al hecho de que se firmaron contratos temporales para sustituir a empleados con permisos superiores a doce meses y a la existencia, a finales de año, de un pequeño superávit de la reestructuración resultante del ejercicio de presupuesto en base cero.

por períodos comprendidos entre los dos y los doce meses. En el 2006, 24 empleados se acogieron a este programa. Además, el BCE concedió permisos sin sueldo, de hasta un máximo de tres años, a 29 empleados que fueron contratados por BCN, instituciones comunitarias u organismos internacionales.

ESTRATEGIA DE LA DIVERSIDAD

Dado que su personal se compone de empleados de los 27 Estados miembros de la UE, el BCE ha integrado la gestión de la diversidad en sus prácticas en materia de recursos humanos para garantizar el reconocimiento de las competencias individuales del personal y su plena utilización en el logro de los objetivos del BCE. La política de gestión de la diversidad iniciada por el BCE en el 2005, que comenzó oficialmente en el 2006, se propone conseguir que todos los empleados sean tratados con respeto y según sus propios méritos.

DESARROLLO DE LOS RECURSOS HUMANOS

La estrategia de Recursos Humanos continúa orientándose al desarrollo del equipo directivo del BCE, además de incluir la rotación de este colectivo en el marco de la promoción de la movilidad. La formación de directivos ha seguido incidiendo en las habilidades directivas y de liderazgo, mediante formación y tutorías individualizadas, concentrándose en el desarrollo del liderazgo, la gestión del desempeño y el cambio organizativo. Tras la puesta en marcha de la estrategia de la diversidad del BCE en el 2006, se realizó un curso específico para directivos sobre la «dignidad en el trabajo».

Además, los directivos participaron en un ejercicio anual obligatorio de evaluación multilateral en virtud del cual se identifican las áreas de desarrollo personal a través de informes directos y de contactos con sus iguales y con personas ajenas al BCE. Esta información queda reflejada en el informe anual de evaluación del desempeño de cada directivo. Las tutorías individuales se basan en los resultados del ejercicio de evaluación multilateral.

En el 2006, el BCE introdujo el «Advisory Positions Framework», que proporciona una estructura de desarrollo de la carrera profesional paralela a la estructura de dirección tradicional. El papel del asesor consiste en ofrecer asistencia de alto nivel en cuestiones técnicas o de estrategia, coordinación a nivel organizativo y asesoramiento sobre una amplia gama de temas desde el punto de vista de la dirección.

Los seis valores compartidos del BCE (competencia, eficacia y eficiencia, integridad, espíritu de equipo, transparencia y rendición de cuentas, y compromiso con Europa) se incorporaron en mayor medida en las políticas de recursos humanos, con el fin de trasladarlos a las actividades y al comportamiento diario del personal. Las herramientas y procedimientos en materia de recursos humanos (v.g., la gestión del desempeño, la selección y contratación, la formación y el desarrollo) se seguirán desarrollando de conformidad con estos valores.

La adquisición y el desarrollo continuos de capacidades y competencias profesionales sigue siendo uno de los aspectos principales de la estrategia de recursos humanos del BCE. La formación y el desarrollo, en cuanto que constituyen uno de sus principios fundamentales, suponen una responsabilidad compartida entre los empleados y la institución. El BCE facilita los recursos presupuestarios y el programa formativo, los directivos determinan las necesidades de formación que se precisan para que los empleados mantengan el alto grado de conocimiento y capacitación profesionales requeridos en el desempeño de su puesto de trabajo, y es responsabilidad de los empleados aprender y ampliar su formación. Además de seguir diversos cursos organizados internamente, los empleados participaron en cursos externos que abordaban necesidades de formación específicas de carácter más «técnico». También asistieron a cursos organizados como programas de formación comunes para el SEBC o a los ofrecidos por los BCN.

El BCE concedió permisos sin sueldo, por motivos de estudio, a diez de sus empleados y, en el

marco de la «Secondary Training Policy», proporcionó ayuda financiera a otros 14 para que adquiriesen una titulación que incrementara su competencia profesional por encima de los requisitos exigidos para el desempeño de su puesto de trabajo actual.

LA CONFERENCIA DE RECURSOS HUMANOS Y EL SEGUIMIENTO DE LA DECLARACIÓN DE LA MISIÓN DEL EUROSISTEMA

Con el fin de intensificar la cooperación y el espíritu de equipo entre los bancos centrales del Eurosistema/SEBC en el ámbito de la gestión de los recursos humanos, el Consejo de Gobierno estableció una Conferencia de Recursos Humanos (HRC, en su siglas en inglés) en el 2005, formalizando con ello la arraigada cooperación entre los jefes de personal de los bancos centrales de la UE.

Las actividades de esta Conferencia en el 2006 abarcaron diversos aspectos de la formación y el desarrollo del personal, entre los que se incluyeron ofertas de actividades de formación compartidas, políticas relativas a la carrera profesional, sistemas de evaluación del desem-

peño, políticas de movilidad internacional y procesos de selección. El trabajo de la HRC en este ámbito se ampliará a la elaboración de medidas para fomentar el intercambio de personal.

La HRC también intercambió información sobre costes de personal y, junto con el ECCO, propuso la creación de un marco integral para abordar las principales cuestiones incluidas en la Declaración sobre la Misión del Eurosistema, las intenciones estratégicas y los principios organizativos en programas compartidos de acogida dirigidos al personal del Eurosistema/SEBC.

2.2 NUEVA SEDE DEL BCE

A lo largo del año se siguió avanzando en la planificación de la nueva sede del BCE. Tras la optimización del proyecto ganador de COOP HIMMELB(L)AU en base a la revisión de los requisitos funcionales, espaciales y técnicos, y de un presupuesto más bajo para los costes de construcción, en el 2006 el proyecto entró en la



fase de planificación. Esta fase consta de los pasos siguientes:

- Preparación y puesta en práctica de los procedimientos de licitación necesarios para adjudicar los contratos de servicios a los urbanistas, expertos, arquitectos, ingenieros y empresas constructoras que participarán en el diseño y la construcción de la futura sede.
- Presentación de los planos a las autoridades de la Ciudad de Fráncfort, a fin de obtener las licencias de obra necesarias, y estudio de todos ellos para verificar que cumplen con las normas de edificación aplicables, por ejemplo, el código de construcción, las normas de protección contra incendios y de seguridad e higiene.
- Preparación de una estimación de costes actualizada para confirmar que los costes totales se mantienen dentro de los límites previstos (500 millones de euros para los costes de construcción y 850 millones de euros en concepto de inversión total, tomando como base los precios del 2005).
- Preparación de planes de diseño detallados, basados en las especificaciones de edificación y en una ingeniería del valor continua.

Por consiguiente, los arquitectos presentaron un proyecto preliminar en octubre del 2006, que incluía varias adaptaciones en relación con el diseño optimizado. En primer lugar, el rascacielos y el edificio de entrada que conectará el Grossmarkthalle con el rascacielos se desplazaron ligeramente hacia el oeste, conforme a las especificaciones de las autoridades responsables de la conservación de lugares históricos. En segundo lugar, se reorganizaron las funciones previstas para el Grossmarkthalle de conformidad con los requisitos de espacio y de conservación de lugares históricos. En tercer lugar, se ha aumentado la eficiencia energética del rascacielos mejorando la protección solar. Asimismo, se ha redefinido el paisajismo del solar y se han incorporado medidas de seguri-

dad. Por último, se ha modificado la forma de la última planta del rascacielos con la construcción de un nuevo tejado inclinado que mejora la configuración general del edificio y le da más claridad dentro del entorno urbano.

La Ciudad de Fráncfort, en colaboración con el BCE, ha seguido preparando un plan vinculante de uso del terreno en el que se construirá la futura sede. En este contexto, a lo largo del año se celebraron varias reuniones con las autoridades competentes. Se prevé que, tal y como estaba programado, el proceso de solicitar la licencia de obras esté concluido a finales de octubre del 2007. Se espera que la construcción se inicie a principios del año 2008 y que las obras estén terminadas a finales del 2011.

También se erigirá un monumento en memoria de la comunidad judía y un espacio informativo para conmemorar el papel del Grossmarkthalle en la deportación de ciudadanos judíos. Un grupo de trabajo integrado por representantes de la Ciudad de Fráncfort, de la comunidad judía de Fráncfort y del BCE está preparando actualmente un concurso internacional para la presentación de proyectos, que se espera que convoque en el 2007.

3 DIÁLOGO SOCIAL DEL SEBC

El diálogo social del SEBC es un foro de consulta en el que participan el BCE y representantes de los empleados de casi todos los bancos centrales del SEBC y de federaciones europeas de sindicatos¹⁴. Su objetivo es proporcionar información e intercambiar puntos de vista sobre cuestiones que podrían tener importantes repercusiones sobre la situación laboral en los bancos centrales del SEBC.

Se celebraron dos reuniones del Diálogo Social del SEBC en los meses de junio y septiembre del 2006. Además de asuntos relativos a la fabricación y la circulación de billetes, los sistemas de pago (TARGET2) y la supervisión financiera, que el Diálogo Social aborda regularmente, entre los puntos tratados se incluyeron la implantación de medidas relacionadas con la Declaración sobre la Misión del Eurosistema, las intenciones estratégicas y los principios organizativos, así como sus repercusiones en el trabajo diario del personal del Eurosistema. También se informó a los representantes de los empleados de los trabajos desarrollados por la Conferencia de Recursos Humanos.

El BCE continuó publicando un boletín semestral para informar a los representantes de los empleados de los últimos acontecimientos relativos a los temas mencionados.

En la reunión de diciembre, el BCE y las federaciones europeas de sindicatos consideraron la manera de hacer avanzar el Diálogo Social, y llegaron a un acuerdo. Se estableció un mecanismo con el fin de poder informar, en una etapa inicial, a los representantes de los empleados de los asuntos tratados en el Consejo de Gobierno de importancia para el Diálogo Social.

El BCE también participó, a invitación de las federaciones de sindicatos, en dos seminarios sobre relaciones laborales y cultura empresarial, dirigidos principalmente a los representantes de los empleados de los BCN de los Estados miembros que se incorporaron a la UE en enero del 2007.

14 El Standing Committee of European Central Bank Unions (SCECBU), UNI-Finance y la European Federation of Public Service Unions (EPSU).

4 CUENTAS ANUALES DEL BCE

INFORME DE GESTIÓN DEL EJERCICIO 2006

1 NATURALEZA DE LA ACTIVIDAD

Las actividades llevadas a cabo por el BCE en el 2006 se describen de forma detallada en los correspondientes capítulos del Informe Anual.

2 OBJETIVOS Y FUNCIONES

Los objetivos y las funciones del BCE se describen en los Estatutos del SEBC (artículos 2 y 3). Además, el prólogo del Presidente al Informe Anual incluye un resumen de dichos objetivos.

3 PRINCIPALES RECURSOS, RIESGOS Y PROCESOS

GOBIERNO DEL BCE

La información relacionada con el gobierno del BCE puede consultarse en el capítulo 8.

MIEMBROS DEL COMITÉ EJECUTIVO

Los miembros del Comité Ejecutivo son nombrados de común acuerdo por los Gobiernos de los Estados miembros representados por sus Jefes de Estado o de Gobierno, de entre personalidades de reconocido prestigio y experiencia profesional en asuntos monetarios o bancarios, sobre la base de una recomendación del Consejo de la UE y previa consulta al Parlamento Europeo y al Consejo de Gobierno.

El Consejo de Gobierno determina las condiciones de empleo de los miembros del Comité Ejecutivo a propuesta de un comité compuesto por tres miembros designados por el Consejo de Gobierno y otros tres designados por el Consejo de la UE.

EMPLEADOS

La cifra media de empleados del BCE (el equivalente a tiempo completo) con contratos indefinidos o temporales aumentó de 1.331 en el 2005 a 1.360 en el 2006. Al final del 2006, había 1.367 empleados. Se puede encontrar informa-

ción más detallada al respecto en las «Notas a la cuenta de pérdidas y ganancias» y en la sección 2 del capítulo 8, donde se describe asimismo la estrategia de recursos humanos del BCE.

INVERSIONES Y GESTIÓN DEL RIESGO

La cartera de activos exteriores de reserva del BCE está compuesta por activos exteriores de reserva transferidos por los BCN de la zona del euro, de conformidad con las disposiciones del artículo 30 de los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo, y por los rendimientos de los mismos. Estos activos están destinados a financiar las operaciones del BCE en los mercados de divisas realizadas con los fines establecidos en el Tratado.

La cartera de recursos propios del BCE refleja la inversión del capital desembolsado, la contrapartida de la provisión frente a los riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés y de precio del oro, el fondo general de reserva y los ingresos acumulados en la cartera en el pasado. Su objetivo es proporcionar al BCE ingresos que contribuyan a cubrir sus gastos de explotación.

Las inversiones del BCE y la gestión del riesgo asociado a las mismas se analizan de forma más detallada en el capítulo 2.

PROCEDIMIENTO PRESUPUESTARIO

La función del Comité de Presupuestos (BUCOM), compuesto por expertos del BCE y de los BCN de la zona del euro, es esencial en el proceso de gobierno financiero del BCE. De conformidad con lo dispuesto en el artículo 15 del Reglamento interno, el BUCOM asiste al Consejo de Gobierno elaborando una evaluación detallada de las propuestas de presupuesto anual del BCE y de las solicitudes de financiación presupuestaria suplementaria del Comité Ejecutivo previamente a su presentación al Consejo de Gobierno para su aprobación. Todo gasto previsto en los presupuestos acordados es supervisado por el Comité Ejecutivo, con el asesoramiento de la función de control interno del BCE, y por el Consejo de Gobierno, asistido por el BUCOM.

4 RESULTADOS FINANCIEROS

CUENTAS FINANCIERAS

De conformidad con el artículo 26.2 de los Estatutos del SEBC, el Comité Ejecutivo prepara las cuentas anuales del BCE de acuerdo con los principios establecidos por el Consejo de Gobierno. Dichas cuentas son aprobadas posteriormente por el Consejo de Gobierno y después publicadas.

PROVISIÓN PARA LA COBERTURA DEL RIESGO DE TIPO DE CAMBIO, DE TIPO DE INTERÉS Y DE VARIACIÓN DEL PRECIO DEL ORO

Dado que la mayor parte de los activos y pasivos del BCE se valoran periódicamente a los tipos de cambio y precios de mercado vigentes, la rentabilidad del BCE se ve altamente afectada por la exposición al riesgo de tipo de cambio y, en menor medida, por la exposición al riesgo de tipo de interés. Este grado de exposición al riesgo procede, principalmente, de las tenencias de activos de reserva en moneda extranjera denominados en dólares estadounidenses, yenes japoneses y oro, que se invierten en instrumentos que generan intereses.

En el 2005, teniendo en cuenta la elevada exposición del BCE a estos riesgos y el volumen de sus cuentas de revalorización, el Consejo de Gobierno decidió constituir una provisión frente a los riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés y de precio del oro. En consecuencia, a 31 de diciembre de 2005 se dotó esta provisión por un importe de 992 millones de euros. A 31 de diciembre de 2006, se añadió un importe de 1.379 millones de euros, incrementándose dicha provisión hasta 2.371 millones de euros, lo que, al igual que en el 2005, tuvo como efecto la reducción a cero del beneficio neto del ejercicio.

Esta provisión será utilizada para compensar pérdidas realizadas y no realizadas, en particular las pérdidas no cubiertas por las cuentas de revalorización. La dotación y la permanencia de esta provisión estarán sujetas a revisión anual.

RESULTADOS FINANCIEROS DEL 2006

De no haberse incrementado en el 2006 la provisión frente a los riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés y de precio del oro, el beneficio neto del BCE habría ascendido a 1.379 millones de euros.

En el 2006, la apreciación del euro frente al yen japonés se tradujo en una disminución del valor en euros de las tenencias del BCE en activos denominados en yenes de, aproximadamente, 0,6 mm de euros, registrada en la cuenta de pérdidas y ganancias.

Los ingresos netos se incrementaron desde 1.270 millones de euros en el 2005 hasta 1.972 millones de euros en el 2006 debido, fundamentalmente, a los factores siguientes: a) el aumento de los billetes en euros en circulación y del tipo marginal aplicable a las operaciones principales de financiación del Eurosistema, que determina la remuneración que recibe el BCE por su participación en los billetes en euros dentro del Eurosistema, y b) el incremento de los tipos de interés del dólar estadounidense.

Las ganancias netas procedentes de operaciones financieras pasaron de 149 millones de euros en el 2005 a 475 millones de euros en el 2006. La depreciación del euro frente al oro, conjuntamente con el incremento del volumen de ventas de oro en el 2006, se tradujo en un aumento de las ganancias. Estas ventas se efectuaron de conformidad con el Acuerdo sobre el Oro de los Bancos Centrales, de 27 de septiembre de 2004, suscrito por el BCE.

Los gastos administrativos del BCE, incluida la amortización, aumentaron de 348 millones de euros en el 2005 hasta 361 millones en el 2006.

Los gastos de personal aumentaron principalmente debido al incremento de la cifra media de empleados durante el año y de las cargas de jubilación en el 2006. Los emolumentos del Comité Ejecutivo ascendieron a un total de 2,2 millones de euros (2,1 millones de euros en el 2005).

BALANCE A 31 DE DICIEMBRE DE 2006

ACTIVO	NOTA NÚMERO	2006 €	2005 €
Oro y derechos en oro	1	9.929.865.976	10.064.527.857
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	2		
Activos frente al FMI		414.768.308	170.162.349
Depósitos en bancos, inversiones en valores, préstamos al exterior y otros activos exteriores		29.313.377.277	31.062.557.242
		29.728.145.585	31.232.719.591
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	2	2.773.828.417	2.908.815.389
Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	3		
Depósitos en bancos, inversiones en valores y préstamos		4.193.677	13.416.711
Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	4	33.914	25.000
Cuentas intra-Eurosistema	5		
Activos relacionados con la asignación de billetes en euros dentro del Eurosistema		50.259.459.435	45.216.783.810
Otros activos intra-Eurosistema (neto)		3.545.868.495	5.147.038.409
		53.805.327.930	50.363.822.219
Otros activos	6		
Inmovilizado material		175.180.989	175.237.902
Otros activos financieros		8.220.270.389	6.888.490.580
Diferencias por valoración de partidas de fuera del balance		29.518.315	0
Cuentas de periodificación del activo y gastos anticipados		1.094.509.354	679.603.366
Diversos		5.580.697	4.397.807
		9.525.059.744	7.747.729.655
Total activo		105.766.455.243	102.331.056.422

PASIVO	NOTA NÚMERO	2006 €	2005 €
Billetes en circulación	7	50.259.459.435	45.216.783.810
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	8	1.065.000.000	1.050.000.000
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	9	105.121.522	649.304.896
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	10		
Depósitos y otros pasivos		330.955.249	855.933.000
Cuentas intra-Eurosistema	11		
Pasivos equivalentes a la transferencia de reservas en moneda extranjera		39.782.265.622	39.782.265.622
Otros pasivos	12		
Cuentas de periodificación del pasivo e ingresos anticipados		1.262.820.884	919.344.079
Diversos		899.170.800	632.012.224
		2.161.991.684	1.551.356.303
Provisiones	13	2.393.938.510	1.027.507.143
Cuentas de revalorización	14	5.578.445.671	8.108.628.098
Capital y reservas	15		
Capital		4.089.277.550	4.089.277.550
Beneficio/(Pérdida) del ejercicio		0	0
Total pasivo		105.766.455.243	102.331.056.422

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS DEL EJERCICIO 2006

	NOTA NÚMERO	2006 €	2005 €
Ingresos por intereses de activos exteriores de reserva		1.318.243.236	889.408.789
Ingresos por intereses derivados de la asignación de los billetes en euros dentro del Eurosistema		1.318.852.000	868.451.848
Otros ingresos por intereses <i>Ingresos por intereses</i>		2.761.697.060 5.398.792.296	1.794.267.421 3.552.128.058
Remuneración de activos de los BCN en relación con las reservas exteriores transferidas		(965.331.593)	(710.160.404)
Otros gastos por intereses <i>Gastos por intereses</i>		(2.461.625.254) (3.426.956.847)	(1.572.338.709) (2.282.499.113)
Ingresos netos por intereses	20	1.971.835.449	1.269.628.945
Ganancias/Pérdidas realizadas procedentes de operaciones financieras	21	475.380.708	149.369.135
Minusvalías no realizadas en activos y posiciones financieras	22	(718.467.508)	(97.494.081)
Dotaciones y excesos de provisión por riesgo de tipo de cambio y precio		(1.379.351.719)	(992.043.443)
Resultado neto de las operaciones financieras, operaciones de saneamiento y dotaciones para riesgos		(1.622.438.519)	(940.168.389)
Gastos netos por honorarios y comisiones	23	(546.480)	(182.373)
Dividendos y otros ingresos de acciones y participaciones	24	911.866	853.403
Otros ingresos	25	11.407.583	17.428.558
Total ingresos netos		361.169.899	347.560.144
Gastos de personal	26	(160.847.043)	(153.048.314)
Gastos de administración	27	(166.426.595)	(158.457.219)
Amortización del inmovilizado material		(29.162.141)	(31.888.637)
Gastos de producción de billetes	28	(4.734.120)	(4.165.974)
Beneficio/(Pérdida) del ejercicio		0	0

Fráncfort del Meno, 27 de febrero de 2007

BANCO CENTRAL EUROPEO

Jean-Claude Trichet
Presidente

NORMATIVA CONTABLE¹

FORMA Y PRESENTACIÓN DE LOS ESTADOS FINANCIEROS

Los estados financieros del Banco Central Europeo (BCE) se han diseñado para presentar la imagen fiel de su situación financiera y de los resultados de sus operaciones y se han elaborado de acuerdo con los principios contables que se detallan a continuación², y que el Consejo de Gobierno considera adecuados a la naturaleza 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.

RECONOCIMIENTO DE ACTIVOS Y PASIVOS

Los activos o pasivos sólo se reflejan en el balance cuando sea probable que se produzca un resultado económico futuro derivados de los mismos para o por el BCE y la casi totalidad de los riesgos o beneficios asociados se haya transferido al BCE y el coste o valor del activo o el importe de la obligación pueda determinarse de forma fidedigna.

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.

Con efecto a partir del 1 de enero de 2007, ha cambiado el criterio empleado para registrar las operaciones en divisas, los instrumentos financieros denominados en moneda extranjera y los correspondientes intereses devengados por las cuentas de los bancos centrales del Eurosistema.

Al ser posible su aplicación inmediata, el BCE introdujo esta modificación a partir de octubre del 2006, con los efectos que se indican a continuación. A excepción de los valores, las operaciones se registran en la fecha de contratación en cuentas fuera de balance. En la fecha de liquidación, los asientos en la cuentas fuera de balance se cancelan y se registran en el balance. Las compras y ventas de divisas afectan a la posición en moneda extranjera en la fecha de contratación y no, como ha ocurrido hasta ahora, en la fecha de liquidación, y los resultados realizados derivados de las ventas se calculan asimismo en la fecha de contratación. Los intereses devengados, las primas y los descuentos relacionados con instrumentos financieros denominados en moneda extranjera se calculan y registran diariamente y, por tanto, inciden sobre la posición en moneda extranjera también de forma diaria y no, como ocurría con anterioridad, cuando se producía efectivamente el flujo de caja. No es posible la aplicación retroactiva de esta modificación de los criterios contables a periodos anteriores.

ORO Y ACTIVOS Y PASIVOS EN MONEDA EXTRANJERA

Los activos y pasivos denominados en moneda extranjera se convierten a 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 en que se registran. La revaluación de los activos y pasivos denominados en moneda extranjera, incluyendo tanto las partidas del balance como las posiciones registradas en partidas fuera de balance se realiza divisa a divisa.

La revaluación derivada de la variación del precio de mercado de los activos y pasivos en

- 1 La normativa detallada que regula la contabilidad del BCE se encuentra recogida en la Decisión BCE/2002/11, DO L 58 de 3.3.2003, p. 38, según texto modificado. Con efectos a partir del 1 de enero de 2007, esta Decisión ha sido derogada y sustituida por la Decisión BCE/2006/17, DO 348, de 11.12.2006, p. 38.
- 2 Estos principios son coherentes con lo previsto en el artículo 26.4 de los Estatutos del SEBC, que requiere un enfoque armonizado de las prácticas de contabilización y suministro de información financiera de las operaciones del Eurosistema.

moneda extranjera se calcula y registra de forma separada a la correspondiente al tipo de cambio.

El oro se valora al precio de mercado vigente al final del ejercicio, y 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 29 de diciembre de 2006.

VALORES

Los valores negociables y activos similares se valoran de forma individualizada al precio medio de mercado vigente en la fecha del balance. Para el ejercicio financiero finalizado el 31 de diciembre de 2006, se utilizaron los precios medios del 29 de diciembre de 2006. 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 que se devengan o en el que se incurren. 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 otro valor, moneda 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.

Las primas o descuentos de las tenencias de valores adquiridos se calculan y presentan como

parte de los ingresos por intereses y se amortizan a lo largo de la vida residual de los activos.

OPERACIONES TEMPORALES

Son operaciones por las cuales el BCE compra o vende activos mediante una cesión temporal o realiza operaciones de crédito con activos de garantía.

Mediante las cesiones temporales se lleva a cabo una venta de valores al contado con el compromiso simultáneo de recomprar a la entidad de contrapartida dichos valores a un precio fijado y en una fecha futura predeterminada. Las cesiones temporales se registran como depósitos con garantía de valores 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. Las adquisiciones temporales de valores se registran como préstamos con garantía en el activo del balance, pero no se incluyen entre las tenencias 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 2006, 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 incluyen en la posición neta en moneda extranjera para calcular las pérdidas y ganancias por tipo de cambio.

La valoración de los instrumentos sobre tipos de interés se revisa elemento por elemento. Las modificaciones diarias del margen de variación de los contratos de futuros sobre tipos de interés vivos quedan registradas en la Cuenta de pérdidas y ganancias. La valoración de las operaciones a plazo con valores se realiza de acuerdo con un método de valoración generalmente aceptado que utiliza precios de mercado observables y los factores de descuento desde la fecha de liquidación hasta la fecha de valoración.

ACONTECIMIENTOS POSTERIORES AL CIERRE DEL BALANCE

Los activos y pasivos se ajustan para reflejar los acontecimientos que tengan lugar entre la fecha del balance anual y la fecha en la que el Consejo de Gobierno aprueba los estados financieros, si tales acontecimientos afectan de manera relevante a la situación de los activos y pasivos a la fecha del balance.

SALDOS INTRA-SEBC/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, el 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 frente al BCE, 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 en la rúbrica «Activos relacionados con la asignación de billetes en euros dentro del Eurosistema» (véase «Billetes en circulación» en el apartado sobre normativa contable).

Los saldos intra-SEBC de los BCN no pertenecientes a la zona del euro (Danmarks Nationalbank y Bank of England) con el BCE, derivados de su participación en TARGET, se presentan en «Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro». El 31 de diciembre de 2006, el Sveriges Riksbank dejó de participar en TARGET.

TRATAMIENTO DE LOS ACTIVOS FIJOS

Los activos fijos, excepto terrenos, se valoran al precio de adquisición menos su amortización. Los terrenos se valoran por su precio de adquisición. La amortización 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 amortización para 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 antes de que el BCE se haya trasladado a su nueva sede.

PLAN DE PENSIONES DEL BCE Y OTRAS PRESTACIONES POST-EMPLEO

El BCE mantiene para su personal un sistema de prestación definida, financiado mediante activos mantenidos en un fondo de prestaciones a largo plazo para los empleados.

BALANCE

El pasivo que se refleja en el balance respecto a los planes de prestación definida es el siguiente: el valor actual de las obligaciones por prestaciones definidas a la fecha del balance, *menos* el valor razonable de los activos afectos al Plan destinados a financiar la obligación, ajustados por las pérdidas o ganancias actuariales no reconocidas.

Las obligaciones por prestaciones definidas se calculan con carácter anual por actuarios independientes mediante el método de la unidad de crédito proyectada. El valor actual de la obligación por prestación definida se determina descontando los flujos de caja futuros esperados, utilizando los tipos de interés de valores de renta fija de elevada calidad denominados en euros con un vencimiento similar al plazo del pasivo por pensión del que se trate.

Las pérdidas y ganancias actuariales pueden ser el resultado de ajustes por experiencia, cuando el resultado real es distinto de los supuestos actuariales adoptados previamente, y de modificaciones de los supuestos actuariales adoptados.

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS

El importe neto registrado en la Cuenta de pérdidas y ganancias comprende:

- a) el coste actual de servicio de las prestaciones originado en el ejercicio;
- b) el interés al tipo de descuento de la obligación por prestaciones definidas;
- c) el rendimiento esperado de los activos afectos al Plan; y

- d) cualquier pérdida o ganancia actuarial reflejada en la Cuenta de pérdidas y ganancias utilizando un sistema de «banda de fluctuación del 10%».

SISTEMA DE «BANDA DE FLUCTUACIÓN DEL 10%»

Las pérdidas y ganancias actuariales netas no reconocidas que excedan lo que sea más elevado de a) el 10% del valor actual de las obligaciones por prestaciones definidas y b) el 10% del valor razonable de los activos afectos al plan, deben amortizarse durante la vida media activa restante esperada de los trabajadores partícipes en ese plan.

PENSIONES DE LOS MIEMBROS DEL COMITÉ EJECUTIVO Y OTRAS OBLIGACIONES DE JUBILACIÓN

Existen planes de pensiones para los miembros del Comité Ejecutivo no financiados a través de un fondo y provisiones para la cobertura de prestaciones por incapacidad de los empleados. Los costes estimados de estas prestaciones se devengan de acuerdo con las condiciones de empleo de los miembros del Comité Ejecutivo y de los empleados utilizando un método contable similar al de los planes de pensiones de prestaciones definidas. Las pérdidas y ganancias actuariales se reflejarán de la forma descrita anteriormente.

Estas obligaciones se valoran con carácter anual por actuarios independientes, a fin de establecer el pasivo adecuado en los estados financieros.

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 euros³. El valor total de los billetes en euros en circulación se asigna el último día

³ Decisión BCE/2001/15 de 6 de diciembre de 2001 sobre la emisión de billetes de banco denominados en euro), DO L 337 de 20.12.2001, p. 52, según el texto modificado.

hábil de cada mes de acuerdo con la clave de asignación de billetes⁴.

Al BCE le ha correspondido una cuota del 8% del valor total de los billetes en euros en 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 en euros tiene como contrapartida activos frente a los BCN. Estos activos, que devengan intereses⁵, se presentan en la subpartida «Cuentas intra-Eurosistema: activos relacionados con la asignación de billetes en euros dentro del Eurosistema» (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». Hasta el 2005, estos ingresos se distribuyeron por separado a los BCN de forma provisional al final de cada trimestre⁶. El Consejo de Gobierno ha decidido que, a partir del 2006, estos ingresos se asignen a los BCN en el ejercicio en el que se devengan y se distribuyan el segundo día hábil del ejercicio siguiente⁷. Asimismo, estos ingresos se distribuyen en su totalidad a menos que el beneficio neto del BCE en el ejercicio sea inferior al importe de sus ingresos por billetes en euros en circulación, o que el Consejo de Gobierno decida dotar una provisión por riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés y de precio del oro, o reducir estos ingresos en razón de los gastos en que ha incurrido el BCE al emitir y manipular billetes en euros.

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.

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-Gesell-

schaft Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft como auditor externo del BCE por un período de cinco años que terminará con el ejercicio financiero del 2007.

- 4 «Clave de asignación de billetes» son los porcentajes que resultan de tener en cuenta la participación del BCE en la emisión total de billetes en euros y aplicar la clave del capital suscrito a la participación de los BCN en esa emisión total.
- 5 Decisión (BCE/2001/16) 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, DO L 337 de 20.12.2001, p. 55, según texto modificado.
- 6 Decisión (BCE/2002/9) de 21 de noviembre de 2002 sobre la distribución entre los bancos centrales nacionales de los Estados miembros participantes de los ingresos del Banco Central Europeo por billetes en euros en circulación, DO L 323, de 28.11.2002, p. 49.
- 7 Decisión BCE/2005/11 de 17 de noviembre de 2005 sobre la distribución entre los bancos centrales nacionales de los Estados miembros participantes de los ingresos del Banco Central Europeo por billetes en euros en circulación, DO L 311, de 26.11.2005, p. 41. Esta Decisión deroga la Decisión BCE/2002/9.

NOTAS AL BALANCE

I ORO Y DERECHOS EN ORO

Las tenencias del BCE ascendían a 20,6 millones de onzas de oro fino a 31 de diciembre de 2006, frente a 23,1 millones de onzas en el 2005. Esta reducción se debió a ventas de oro efectuadas conforme al «Central Bank Gold Agreement» de 27 de septiembre de 2004, suscrito por el BCE. Como consecuencia de dichas ventas, el valor en euros de estas tenencias registró un descenso, parcialmente compensado por el considerable aumento del precio del oro en el 2006 (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 2006. 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 se define en términos de una cesta de divisas, y 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). En lo que respecta a la contabilización, los DEG son tratados como moneda extranjera (véase «Oro y activos y pasivos en moneda extranjera» en el apartado sobre normativa contable).

DEPÓSITOS EN BANCOS, INVERSIONES EN VALORES, PRÉSTAMOS AL EXTERIOR Y OTROS ACTIVOS EXTERIORES ACTIVOS EN MONEDA EXTRANJERA FRENTE A RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO

Estos activos incluyen los depósitos en bancos y los préstamos denominados en moneda extran-

jera, así como las inversiones en valores denominados en dólares estadounidenses y yenes, según el siguiente detalle:

<i>Activos frente a no residentes en la zona del euro</i>	2006 €	2005 €	Diferencia €
Cuentas corrientes	1.388.630.590	5.149.756.962	(3.761.126.372)
Depósitos	1.352.326.756	1.182.580.317	169.746.439
Adquisiciones temporales	330.983.321	1.306.216.228	(975.232.907)
Inversiones en valores	26.241.436.610	23.424.003.735	2.817.432.875
Total	29.313.377.277	31.062.557.242	(1.749.179.965)

<i>Activos frente a residentes en la zona del euro</i>	2006 €	2005 €	Diferencia €
Cuentas corrientes	18.535	25.019	(6.484)
Depósitos	2.621.949.594	2.908.790.370	(286.840.776)
Adquisiciones temporales	151.860.288	0	151.860.288
Total	2.773.828.417	2.908.815.389	(134.986.972)

El descenso de estas posiciones durante el 2006 se debe, fundamentalmente, a la depreciación del dólar estadounidense y, en menor medida, del yen frente al euro (véase «Oro y activos y pasivos en moneda extranjera» en el apartado sobre normativa contable).

La posición neta del BCE en moneda extranjera⁸ (dólares estadounidenses y yenes) a 31 de diciembre de 2006 era la siguiente:

(millones de unidades de moneda extranjera)	
Dólares estadounidenses	35.000
Yenes	856.308

⁸ Los activos netos, denominados en la respectiva moneda extranjera, sujetos a revalorización por tipo de cambio, figuran en las partidas «Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro», «Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro», «Cuentas de periodificación del activo y gastos anticipados», «Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro» y «Cuentas de periodificación del pasivo e ingresos anticipados», teniendo además en cuenta las operaciones a plazo en divisas y los swaps de divisas registrados en partidas fuera de balance. No se incluyen los efectos de la revalorización de los precios de los valores denominados en moneda extranjera.

3 ACTIVOS EN EUROS FRENTE A NO RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO

A 31 de diciembre de 2006, 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 2006, este activo estaba formado por depósitos bancarios frente a residentes 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 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 2005, los BCN de la zona del euro adeudaban 634 millones de euros en relación con las distribuciones provisionales de los ingresos del BCE procedentes de los billetes. Se trataba 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. Estas distribuciones provisionales han cesado desde el 2006 (véase «Billetes en circulación» en el apartado sobre normativa contable y la nota 20, «Ingresos netos por intereses»).

	2006 €	2005 €
Debido por los BCN de la zona del euro en relación con TARGET	83.764.470.700	75.906.443.905
Debido a los BCN de la zona del euro en relación con TARGET	(80.218.602.205)	(71.393.877.603)
Posición neta de TARGET	3.545.868.495	4.512.566.302
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	0	634.472.107
Otros activos intra-Eurosistema (neto)	3.545.868.495	5.147.038.409

6 OTROS ACTIVOS

INMOVILIZADO MATERIAL

Estos activos, a 31 de diciembre de 2006, incluyen principalmente los siguientes elementos:

	2006 €	de 2005 €	Diferencia €
Coste			
Terrenos y construcciones	160.272.602	158.681.104	1.591.498
Equipamiento y aplicaciones informáticos	157.573.338	147.880.213	9.693.125
Equipamiento, mobiliario, instalaciones y vehículos a motor	26.670.476	26.238.407	432.069
Inmovilizado en curso	28.790.200	11.576.491	17.213.709
Otros activos fijos	1.232.143	1.126.210	105.933
Coste total	374.538.759	345.502.425	29.036.334
Depreciación acumulada			
Terrenos y construcciones	(39.696.727)	(29.694.172)	(10.002.555)
Equipamiento y aplicaciones informáticos	(135.057.096)	(117.129.048)	(17.928.048)
Equipamiento, mobiliario, instalaciones y vehículos a motor	(24.471.251)	(23.308.719)	(1.162.532)

Otros activos fijos	(132.696)	(132.584)	(112)
Total depreciación acumulada	(199.357.770)	(170.264.523)	(29.093.247)
Valor neto contable	175.180.989	175.237.902	(56.913)

El incremento en «Terrenos y construcciones» a precio de coste se debe principalmente a la adquisición de una nueva residencia oficial para los presidentes del BCE en diciembre del 2006. La residencia original, adquirida en el 2001, fue vendida en enero del 2007.

El incremento de la partida «Inmovilizado en curso» está relacionado principalmente con el inicio de los trabajos de construcción de la nueva sede del BCE. Las transferencias desde dicha partida a las rúbricas de activos fijos correspondientes se efectuarán una vez dichos activos hayan sido puestos en funcionamiento.

OTROS ACTIVOS FINANCIEROS

Los principales componentes de esta rúbrica del balance son:

	2006 €	2005 €	Diferencia €
Valores emitidos en euros	7.303.413.758	5.710.256.343	1.593.157.415
Adquisiciones temporales en euros	874.669.464	1.136.043.600	(261.374.136)
Otros activos financieros	42.187.167	42.190.637	(3.470)
Total	8.220.270.389	6.888.490.580	1.331.779.809

a) Los valores emitidos en euros y las adquisiciones temporales en euros constituyen la inversión de los fondos propios del BCE (véase también la nota 12, «Otros pasivos»). El incremento en la tenencia de valores se debió principalmente a la inversión en la cartera de recursos propios de la contrapartida de la provisión del BCE frente a los riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés y de precio del oro, creada por el BCE en el 2005.

b) El BCE posee 3.211 acciones del Banco de Pagos Internacionales (BPI), contabilizadas a su precio de adquisición, 41,8 millones de euros.

DIFERENCIAS POR VALORACIÓN DE PARTIDAS FUERA DE BALANCE

Esta partida se compone de las diferencias de valoración de los *swaps* de divisas y de las operaciones a plazo en divisas pendientes a 31 de diciembre de 2006 (véase la nota 19, «Swaps de divisas y operaciones a plazo en divisas»). Las variaciones derivan de la conversión de estas operaciones a su equivalente en euros al tipo de cambio vigente en la fecha del balance, comparada con el valor en euros con el que las operaciones figuran en las cuentas (véase «Oro y activos y pasivos en moneda extranjera» en el apartado sobre normativa contable).

CUENTAS DE PERIODIFICACIÓN DEL ACTIVO Y GASTOS ANTICIPADOS

En el 2005, los intereses a cobrar correspondientes a los activos del BCE relacionados con la asignación de billetes en euros en el Eurosistema (véase «Billetes en circulación» en el apartado sobre normativa contable) se presentaron en cifras brutas en los apartados «Cuentas de periodificación del activo y gastos anticipados» y «Cuentas de periodificación del pasivo e ingresos anticipados». Dichos intereses se publican actualmente en cifras netas en el apartado «Cuentas de periodificación del activo y gastos anticipados» con el fin de reflejar mejor la realidad económica. A efectos de comparación, 412.341.791 euros consignados en el balance correspondiente al 2005 «Cuentas de periodificación del pasivo e ingresos anticipados» se han trasladado a «Cuentas de periodificación del activo y gastos anticipados», con lo que se ha reducido el saldo de estas partidas.

Se incluyen también en esta partida los intereses devengados, incluida la amortización de descuentos, por valores y otros activos financieros.

DIVERSOS

Esta partida incluye un derecho frente al Ministerio de Hacienda alemán, en relación con el impuesto sobre el valor añadido recuperable y con otros impuestos indirectos pagados. Estos impuestos son reintegrables según los términos del artículo 3 del Protocolo relativo a los privilegios e inmunidades de las Comunidades Europeas, que se aplica al BCE en virtud del artículo 40 de los Estatutos del SEBC.

7 BILLETES EN CIRCULACIÓN

Esta partida recoge la participación del BCE (8%) en el total de billetes en euros 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

Esta partida recoge 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.

11 PASIVOS INTRA-EUROSISTEMA

Representan los pasivos frente a los BCN pertenecientes a la zona del euro, que surgieron al inicio de su participación en el Eurosistema por la transferencia de activos exteriores de reserva al BCE. No se efectuaron ajustes en el 2006.

Estos pasivos se remuneran al tipo de interés marginal más reciente de las operaciones principales de financiación del Eurosistema, ajustado para reflejar la remuneración nula del componente de oro (véase la nota 20 de «Notas a la cuenta de pérdidas y ganancias»).

	Clave de capital %	€
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,5502	1.419.101.951
Deutsche Bundesbank	21,1364	11.761.707.508
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,9219	513.006.858
Bank of Greece	1,8974	1.055.840.343
Banco de España	7,7758	4.326.975.513
Banque de France	14,8712	8.275.330.931
Banca d'Italia	13,0516	7.262.783.715
Banque centrale du Luxembourg	0,1568	87.254.014
De Nederlandsche Bank	3,9955	2.223.363.598
Oesterreichische Nationalbank	2,0800	1.157.451.203
Banco de Portugal	1,7653	982.331.062
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2887	717.118.926
Total	71,4908	39.782.265.622

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, «Pasivos intra-Eurosistema»). También se incluyen: a) otras periodificaciones, incluida la amortización de las primas de los bonos con cupón, y operaciones de cesión vivas por un importe de 772 millones de euros, realizadas en relación con la gestión de los recursos propios del BCE (véase la nota 6, «Otros activos»); y b) el pasivo neto correspondiente a las obligaciones del BCE relativas al fondo de pensiones.

PLAN DE PENSIONES DEL BCE Y OTRAS PRESTACIONES POST-EMPLEO

Las cantidades que se reflejan en el balance respecto a las obligaciones de pensiones del BCE (véase «Plan de jubilación del BCE y otras prestaciones post-empleo» en las notas sobre normativa contable) son las siguientes:

	2006 en millones de euros	2005 en millones de euros
Valor actual de las obligaciones	258,5	223,5
Valor razonable de los activos afectos al Plan	(195,3)	(161,2)
Ganancias/(Pérdidas) actuariales no reconocidas	17,3	6,5
Pasivo reconocido en el balance	80,5	68,8

El valor actual de estas obligaciones incluye obligaciones no financiadas a través de fondos relacionadas con las pensiones de los miembros del Comité Ejecutivo y con las provisiones para incapacidad de los empleados por valor de 32,6 millones (30,4 millones de euros en el 2005).

Las cantidades reflejadas en la Cuenta de pérdidas y ganancias del ejercicio del 2006 y del 2005 en relación con el «Coste actual del servicio», el «Interés sobre las obligaciones» y el «Rendimiento previsto de los activos afectos al Plan» son las siguientes:

	2006 en millones de euros	2005 en millones de euros
Coste actual del servicio	27,3	24,6
Interés sobre las obligaciones	6,8	6,2
Rendimiento previsto de los activos afectos al Plan	(6,7)	(5,2)
(Ganancias)/Pérdidas actuariales netas reconocidas en el ejercicio	0	0
Total incluido en los «gastos de personal»	27,4	25,6

En el 2006, de acuerdo con el sistema de la banda del 10% (véase «Plan de jubilación del BCE y otras prestaciones post-empleo» en el

apartado sobre normativa contable), las ganancias actuariales no se reflejaron en la Cuenta de pérdidas y ganancias.

Las variaciones del valor actual de las obligaciones por prestaciones definidas son las siguientes:

	2006 en millones de euros	2005 en millones de euros
Obligaciones por prestación definida: situación inicial	223,5	178,5
Coste de los servicios	27,3	24,6
Coste por intereses	6,8	6,2
Aportaciones de los participantes en el Plan	10,4	9,3
Otras variaciones netas de los pasivos que representan aportaciones de los participantes en el plan	3,7	6,1
Beneficios pagados	(2,6)	(2,2)
(Ganancias)/Pérdidas actuariales	(10,6)	1,0
Obligaciones por prestación definida: situación final	258,5	223,5

Las variaciones del valor razonable de los activos afectos al plan son las siguientes:

	2006 en millones de euros	2005 en millones de euros
Valor razonable inicial de los activos afectos al Plan	161,2	120,2
Rendimiento previsto	6,7	5,2
Pérdidas/(Ganancias) actuariales	0,2	7,5
Aportaciones del empleador	15,4	14,7
Aportaciones de los participantes en el plan	10,3	9,3
Beneficios pagados	(2,2)	(1,8)
Otras variaciones netas de los activos que representan aportaciones de los participantes en el plan	3,7	6,1
Valor razonable final de los activos afectos al Plan	195,3	161,2

Para realizar las valoraciones a las que se hace referencia en esta nota, los actuarios se han basado en supuestos que han sido aceptados por el Comité Ejecutivo a efectos contables e informativos.

Se señalan a continuación los supuestos principales utilizados para el cálculo de las obligaciones del personal. El tipo de rendimiento esperado para los activos afectos al plan se utiliza para calcular el cargo anual a la Cuenta de pérdidas y ganancias.

	2006 %	2005 %
Tipo de descuento	4,60	4,10
Rendimiento previsto de los activos afectos al plan	6,00	6,00
Incrementos salariales futuros	2,00	2,00
Incrementos de la pensión futuros	2,00	2,00

13 PROVISIONES

Teniendo en cuenta la importante exposición del BCE a los riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés y de precio del oro, y el volumen de sus cuentas de revalorización, el Consejo de Gobierno consideró apropiada la constitución de una provisión frente a dichos riesgos. En consecuencia, a 31 de diciembre de 2005 se dotó esta provisión por un importe de 922 millones de euros, lo que redujo el beneficio neto a cero. A 31 de diciembre de 2006, se asignó a esta provisión un importe adicional de 1.379 millones de euros, incrementándose hasta 2.371 millones de euros y, al igual que en 2005, se redujo el beneficio neto a cero.

Esta provisión será utilizada para compensar futuras pérdidas realizadas y no realizadas, en particular las pérdidas no realizadas no cubiertas por las cuentas de revalorización. El volumen y la necesidad de continuar con esta provisión se revisan con carácter anual, de acuerdo con la valoración del BCE de su futura exposición a los riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés y de precio del oro. Esta evaluación se basa en métodos de estimación del riesgo financiero generalmente aceptados.

Esta partida incluye, asimismo, la 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, y otras provisiones.

14 CUENTAS DE REVALORIZACIÓN

Esta partida recoge las cuentas de revalorización procedentes de ganancias no realizadas en activos y pasivos.

	2006 €	2005 €	Diferencia €
Oro	4.861.575.989	4.362.459.301	499.116.688
Divisas	701.959.896	3.737.934.137	(3.035.974.241)
Valores	14.909.786	8.234.660	6.675.126
Total	5.578.445.671	8.108.628.098	(2.530.182.427)

Los tipos de cambio aplicados a la revaluación a final de año fueron:

Tipos de cambio	2006	2005
Dólares estadounidenses por euro	1,3170	1,1797
Yenes japoneses por euro	156,93	138,90
Euros por DEG	1,1416	1,2099
Euros por onza de oro fino	482,688	434,856

15 CAPITAL Y RESERVAS

CAPITAL

El capital suscrito del BCE asciende a 5,565 mm de euros. El capital desembolsado asciende a 4,089 mm de euros. Los BCN pertenecientes a la zona del euro han desembolsado la totalidad de su participación en el capital, que se cifra en 3,978 mm de euros (no se han producido cambios en el 2006) y se desglosa como sigue⁹:

⁹ Cada cantidad se redondea a la unidad de euro más próxima. Debido al redondeo, los totales indicados en los cuadros de esta sección pueden no coincidir.

	Clave de capital %	€
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,5502	141.910.195
Deutsche Bundesbank	21,1364	1.176.170.751
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,9219	51.300.686
Bank of Greece	1,8974	105.584.034
Banco de España	7,7758	432.697.551
Banque de France	14,8712	827.533.093
Banca d'Italia	13,0516	726.278.371
Banque centrale du Luxembourg	0,1568	8.725.401
De Nederlandsche Bank	3,9955	222.336.360
Oesterreichische Nationalbank	2,0800	115.745.120
Banco de Portugal	1,7653	98.233.106
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2887	71.711.893
Total	71,4908	3.978.226.562

Los trece bancos centrales nacionales no pertenecientes a la zona del euro deben desembolsar un 7% del capital que hayan suscrito, como contribución a los costes operativos del BCE. Incluidas las aportaciones de los diez nuevos BCN no pertenecientes a la zona del euro, los desembolsos por este concepto ascendieron a 111.050.988 euros al fin del ejercicio 2006, sin variación respecto al 2005. Los BCN no pertenecientes a la zona no tienen derecho a participar en los beneficios distribuibles del BCE, incluidos los derivados de la asignación de billetes en euros dentro del Eurosistema, ni tampoco son responsables de cubrir sus pérdidas.

Los BCN no pertenecientes a la zona del euro han desembolsado los siguientes importes:

	Clave de capital %	€
Česká národní banka	1,4584	5.680.860
Danmarks Nationalbank	1,5663	6.101.159
Eesti Pank	0,1784	694.916
Central Bank of Cyprus	0,1300	506.385
Latvijas Banka	0,2978	1.160.011
Lietuvos bankas	0,4425	1.723.656
Magyar Nemzeti Bank	1,3884	5.408.191
Central Bank of Malta	0,0647	252.024
Narodowy Bank Polski	5,1380	20.013.889
Banka Slovenije	0,3345	1.302.967

Národná banka Slovenska	0,7147	2.783.948
Sveriges Riksbank	2,4133	9.400.451
Bank of England	14,3822	56.022.530
Total	28,5092	111.050.988

16 ACONTECIMIENTOS POSTERIORES AL CIERRE DEL BALANCE

CAMBIOS EN LA CLAVE DE CAPITAL DEL BCE

ANTECEDENTES

De conformidad con el artículo 29 de los Estatutos del SEBC, las participaciones de los BCN en la clave de capital del BCE se obtienen ponderando, con igual peso, los datos relativos a la participación de los respectivos Estados miembros en la población y en el producto interior bruto de la UE, tal como la Comisión Europea le notifica al BCE. Dichas ponderaciones se ajustan cada cinco años o cuando nuevos Estados miembros se incorporan a la UE. De acuerdo con la Decisión del Consejo 2003/517/CE de 15 de julio de 2003 sobre los datos estadísticos que deben utilizarse para el ajuste de la clave para la suscripción de capital del BCE, las claves de los BCN se ajustaron el 1 de enero de 2007, tras la incorporación de Bulgaria y Rumanía, de la siguiente forma:

	Del 1 de mayo de 2004 al 31 de diciembre de 2006 %	A partir del 1 de enero de 2007 %
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,5502	2,4708
Deutsche Bundesbank	21,1364	20,5211
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,9219	0,8885
Bank of Greece	1,8974	1,8168
Banco de España	7,7758	7,5498
Banque de France	14,8712	14,3875
Banca d'Italia	13,0516	12,5297
Banque centrale du Luxembourg	0,1568	0,1575
De Nederlandsche Bank	3,9955	3,8937
Oesterreichische Nationalbank	2,0800	2,0159
Banco de Portugal	1,7653	1,7137
Banka Slovenije	-	0,3194

Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2887	1,2448
Subtotal de los BCN pertenecientes a la zona del euro	71,4908	69,5092
Българска народна банка (Banco Nacional de Bulgaria)	-	0,8833
Česká národní banka	1,4584	1,3880
Danmarks Nationalbank	1,5663	1,5138
Eesti Pank	0,1784	0,1703
Central Bank of Cyprus	0,1300	0,1249
Latvijas Banka	0,2978	0,2813
Lietuvos bankas	0,4425	0,4178
Magyar Nemzeti Bank	1,3884	1,3141
Central Bank of Malta	0,0647	0,0622
Narodowy Bank Polski	5,1380	4,8748
Banca Națională a României	-	2,5188
Banka Slovenije	0,3345	-
Národná banka Slovenska	0,7147	0,6765
Sveriges Riksbank	2,4133	2,3313
Bank of England	14,3822	13,9337
Subtotal de los BCN no pertenecientes a la zona del euro	28,5092	30,4908
Total	100,0000	100,0000

ENTRADA DE ESLOVENIA EN LA ZONA DEL EURO

De conformidad con lo dispuesto en la Decisión 2006/495/CE del Consejo, de 11 de julio de 2006, adoptada de acuerdo con lo establecido en el apartado 2 del artículo 122 del Tratado, Eslovenia adoptó la moneda única el 1 de enero de 2007. A tenor de artículo 49.1 de los Estatutos del SEBC y de lo dispuesto en los actos jurídicos adoptados por el Consejo de Gobierno el 30 de diciembre de 2006¹⁰, el 1 de enero de 2007, Banka Slovenije desembolsó una cantidad de 17.096.556 de euros, que representaba el resto de su capital suscrito del BCE. El 2 y el 3 de enero de 2007, de acuerdo con el artículo 30.1 de los Estatutos del SEBC, Banca Slovenije transfirió al BCE activos exteriores de reserva por un importe equivalente a 191.641.809 euros. El importe total transferido se determinó multiplicando el valor en euros, a los tipos de cambio vigentes a 29 de diciembre de 2006, de los activos exteriores transferidos al BCE, por la ratio entre el número de acciones suscritas por Banka Slovenije y el número de acciones desembolsadas por el resto de BCN

no acogidos a la cláusula de excepción. Estos activos comprenden cantidades en dólares estadounidenses en efectivo y oro, en proporciones de 85 y 15, respectivamente.

Se reconoció al Banka Slovenije un activo frente al BCE como contrapartida del capital pagado y de los activos exteriores de reserva transferidos. Estos activos serán tratados de la misma manera que los actuales activos del resto de los BCN participantes (véase la nota 11, «Pasivos intra-Eurosistema»).

EFFECTO DE LAS MODIFICACIONES

CAPITAL DEL BCE

La ampliación de la Unión Europea, con la adhesión de Bulgaria y Rumanía, y la correspondiente modificación del capital suscrito y de la clave de capital del BCE, junto con la entrada de Eslovenia en la zona del euro, se ha traducido en un aumento en el capital del BCE desembolsado de 37.858.680 euros.

ACTIVOS DE LOS BCN EQUIVALENTES A LOS ACTIVOS EXTERIORES DE RESERVA TRANSFERIDOS AL BCE

La modificación de las ponderaciones de los BCN en la clave de capital del BCE y la transferencia de activos exteriores de reserva por parte del Banka Slovenije incrementaron los activos de los BCN en 259.568.376 euros.

¹⁰ Decisión BCB/2006/30 de 30 de diciembre de 2006, relativa al desembolso de capital, la transferencia de activos exteriores de reserva y la contribución a las reservas y provisiones del Banco Central Europeo por el Banka Slovenije, DO L 24, de 31.1.2007, p. 17; Acuerdo, de 30 de diciembre de 2006, entre el Banco Central Europeo y el Banka Slovenije relativo al activo acreditado al Banka Slovenije por el Banco Central Europeo conforme al artículo 30.3 de los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo, DO J C 17, de 25.1.2007, p. 26.

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 relativo a un programa de préstamo automático de valores, por el que un agente seleccionado realiza transacciones de préstamo de valores por cuenta del BCE con determinadas contrapartes designadas por el BCE como contrapartes autorizadas. En el marco de este acuerdo, a 31 de diciembre de 2006, estaban vivas operaciones temporales por un valor de 2,2 mm de euros, frente a 0,9 mm de euros en el 2005 (véase «Operaciones temporales» en el apartado sobre normativa contable).

18 FUTUROS SOBRE TIPOS DE INTERÉS

En el 2006, se utilizaron futuros sobre tipos de interés en la gestión de las reservas exteriores y los fondos propios del BCE. A 31 de diciembre de 2006, estaban vivas las siguientes transacciones:

Futuros sobre tipos de interés en moneda extranjera	Valor contractual €
Compras	9.192.862.566
Ventas	367.444.345

Futuros sobre tipos de interés en euros	Valor contractual €
Compras	40.000.000
Ventas	147.500.000

19 SWAPS DE DIVISAS Y OPERACIONES A PLAZO EN DIVISAS

A 31 de diciembre de 2006, existía un saldo vivo de 207 millones de euros en el activo y 204 millones de euros en el pasivo correspondientes a *swaps* de divisas y a operaciones a plazo en divisas, realizadas en el marco de la gestión de las reservas exteriores del BCE.

NOTAS A LA CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS

20 INGRESOS NETOS POR INTERESES

INGRESOS POR INTERESES PROCEDENTES DE LOS ACTIVOS EXTERIORES DE RESERVA EN MONEDA EXTRANJERA

Este apartado recoge los ingresos por intereses, netos de gastos, procedentes de los activos y pasivos denominados en moneda extranjera, de la siguiente forma:

	2006 €	2005 €	Diferencia €
Intereses de cuentas corrientes	15.399.229	7.519.063	7.880.166
Ingresos de los depósitos	195.694.549	124.214.410	71.480.139
Adquisiciones temporales	201.042.718	153.568.329	47.474.389
Ingresos netos de valores	934.077.489	641.956.243	292.121.246
Ingresos netos por intereses de los <i>swaps</i> y de las operaciones a plazo en moneda extranjera	3.853.216	0	3.853.216
Ingresos totales por intereses de los activos de reserva en moneda extranjera	1.350.067.201	927.258.045	422.809.156
Gastos por intereses de cuentas corrientes	(225.549)	(221.697)	(3.852)
Cesiones temporales	(31.598.416)	(37.562.595)	(5.964.179)
Gastos netos por intereses de los <i>swaps</i> y de las operaciones a plazo en moneda extranjera	0	(64.964)	64.964
Ingresos por intereses de los activos de reserva en moneda extranjera (neto)	1.318.243.236	889.408.789	428.834.447

Los ingresos por intereses se incrementaron de forma significativa durante el 2006 debido al aumento de los tipos de interés de los activos denominados en dólares estadounidenses.

INGRESOS POR INTERESES DERIVADOS DE LA ASIGNACIÓN DE BILLETES EN EUROS DENTRO DEL EUROSISTEMA

Este apartado recoge los intereses devengados por la cuota que corresponde al BCE del total de billetes emitidos en euros. 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 Euro-sistema. El aumento de los ingresos en el 2006 refleja tanto el incremento general de billetes en euros en circulación como el aumento de los tipos de las operaciones principales de financiación. Estos ingresos se distribuyen a los BCN tal como se señala en «Billetes en circulación», en el apartado de normativa contable.

Sobre la base de la estimación del resultado financiero del BCE para el ejercicio 2006, el Consejo de Gobierno decidió retener la distribución de la totalidad de estos ingresos.

REMUNERACIÓN DE LOS ACTIVOS DE CONTRAPARTIDA DE LAS RESERVAS TRANSFERIDAS POR LOS BCN

La remuneración abonada a los BCN de la zona del euro por sus activos de contrapartida de las reservas en moneda extranjera transferidas al BCE 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 por valor de 2,5 mm de euros (1,6 mm de euros en el 2005) y gastos por valor de 2,4 mm de euros (1,5 mm de euros en el 2005) por intereses derivados de saldos procedentes de operaciones TARGET. Asimismo, se consignan en estas partidas ingresos y gastos por intereses derivados

de otros activos y pasivos denominados en euros.

21 GANANCIAS/PÉRDIDAS REALIZADAS PROCEDENTES DE OPERACIONES FINANCIERAS

Las ganancias netas procedentes de operaciones financieras en el 2006 fueron las siguientes:

	2006 €	2005 €	Diferencia €
Ganancias/ (Pérdidas) netas realizadas por precio de los valores y futuros sobre tipos de interés	(103.679.801)	14.854.774	(118.534.575)
Ganancias netas realizadas por tipo de cambio y precio del oro	579.060.509	134.514.361	444.546.148
Ganancias realizadas procedentes de operaciones financieras	475.380.708	149.369.135	326.011.573

22 MINUSVALÍAS NO REALIZADAS EN ACTIVOS Y POSICIONES FINANCIERAS

	2006 €	2005 €	Diferencia €
Pérdidas no realizadas por precio de los valores	(73.609.623)	(97.487.772)	23.878.149
Pérdidas no realizadas por tipo de cambio	(644.857.885)	(6.309)	(644.851.576)
Total	(718.467.508)	(97.494.081)	(620.973.427)

Las pérdidas por tipo de cambio se deben principalmente a las minusvalías experimentadas por las tenencias del BCE de yenes, equivalentes a la diferencia entre el coste medio de adquisición y su tipo de cambio al final del año, como resultado de la depreciación de esta divisa frente al euro a lo largo del ejercicio.

23 GASTOS NETOS POR HONORARIOS Y COMISIONES

	2006 €	2005 €	Diferencia €
Ingresos por honorarios y comisiones	338.198	473.432	(135.234)
Gastos por honorarios y comisiones	(884.678)	(655.805)	(228.873)
Gastos netos por honorarios y comisiones	(546.480)	(182.373)	(364.107)

Los ingresos de este apartado incluyen las sanciones impuestas a las entidades de crédito por el incumplimiento de las reservas mínimas requeridas. Los gastos se deben a las comisiones abonadas por cuentas corrientes y por la liquidación de futuros sobre tipos de interés en moneda extranjera (véase la nota 17, «Futuros sobre tipos de interés»).

24 DIVIDENDOS Y OTROS INGRESOS DE ACCIONES Y PARTICIPACIONES

Los dividendos recibidos por las acciones del Banco de Pagos Internacionales (véase la nota 6, «Otros activos»), que se incluían anteriormente en el apartado «Otros ingresos» (853.403 euros en 2005), figuran ahora en este apartado.

25 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.

26 GASTOS DE PERSONAL

Esta partida incluye salarios, otros gastos sociales, primas de seguros y gastos diversos para los empleados por importe de 133,4 millones de euros (127,4 millones en el 2005). Los gastos de personal por un importe de 1 millón de euros,

relacionados con la construcción de la nueva sede del BCE, se han activado y excluido de esta partida. En el 2005 no se activó gasto de personal alguno.

Los emolumentos del Comité Ejecutivo ascendieron a un total de 2,2 millones de euros (2,1 millones de euros en el 2005). Los pagos transitorios se realizan a antiguos miembros del Comité Ejecutivo cuando cesan en sus cargos. En el 2006, estos pagos ascendieron a un total de 0,3 millones de euros (0,4 millones de euros en el 2005). Las pensiones abonadas a antiguos miembros del Comité Ejecutivo o a sus beneficiarios ascendieron a 0,1 millones de euros en el 2006 (0,1 millones de euros en el 2005).

La estructura de salarios y otros gastos sociales, incluidos los emolumentos de los altos cargos, se ha diseñado en términos generales tomando como referencia el esquema retributivo de las Comunidades Europeas, y es comparable con este último.

En esta partida se incluye asimismo el importe de 27,4 millones de euros (25,6 millones de euros en el 2005) correspondiente al plan de pensiones del BCE y otras prestaciones post-empleo (véase la nota 12, «Otros pasivos»).

A finales del 2006, el BCE tenía el equivalente a 1.367 empleados a tiempo completo con contratos permanentes o temporales, de los que 138 ocupaban puestos directivos. La variación a lo largo del 2006 fue como sigue:

	2006	2005
A 1 de enero	1.351	1.309
Nuevos empleados ¹⁾	55	82
Bajas/Finalización de contrato ²⁾	39	40
A 31 de diciembre	1.367	1.351
Cifra media de empleados	1.360	1.331

1) Esta partida también incluye los efectos del cambio de la contratación de tiempo parcial a tiempo completo.

2) Esta partida también incluye los efectos del cambio de la contratación de tiempo completo a tiempo parcial.

A 31 de diciembre de 2006, la cifra de empleados del BCE incluye el personal en situación de excedencia o de baja por maternidad, equivalente a 63 empleados a tiempo completo (59 en el 2005). Además, hasta el 31 de diciembre de 2006, el BCE tenía contratados temporalmente el equivalente a 70 empleados a tiempo completo para sustituir al personal que se encontraba en excedencia o de baja maternal.

Asimismo, el BCE ofrece al personal de otros bancos centrales del SEBC la posibilidad de acogerse a un programa para trabajar temporalmente en el BCE. A 31 de diciembre de 2006, participaban en este programa 61 personas (46 en el 2005), y su coste se recoge en esta partida.

27 GASTOS DE ADMINISTRACIÓN

Este epígrafe incluye todos los gastos corrientes relativos al arrendamiento y mantenimiento de edificios, bienes y equipos de naturaleza no capitalizable, honorarios profesionales y otros servicios y suministros, además de gastos relacionados con el personal, tales como contratación, mudanza, instalación, formación y aquellos relacionados con la terminación del contrato.

28 GASTOS DE PRODUCCIÓN DE BILLETES

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 de billetes. Estos costes corren a cargo del BCE de forma centralizada.

NOTA SOBRE LA DISTRIBUCIÓN DE BENEFICIOS/ ASIGNACIÓN DE PÉRDIDAS

Esta nota no forma parte de los estados financieros del BCE del ejercicio 2006.

INGRESOS RELACIONADOS CON LA PARTICIPACIÓN DEL BCE EN EL TOTAL DE BILLETES EN CIRCULACIÓN

En el 2005, con arreglo a lo establecido en una decisión del Consejo de Gobierno, se retuvo la cantidad de 868 millones de euros, generados por la cuota de los billetes en circulación que le corresponde al BCE, para garantizar que el volumen total de beneficios distribuidos no superara el beneficio neto del BCE en el ejercicio. En el 2006, se retuvieron, análogamente, 1.319 millones de euros. Estas cantidades representaron el total de los ingresos procedentes de la participación del BCE en el total de billetes en euros en circulación en los respectivos años.

DISTRIBUCIÓN DE BENEFICIOS/COBERTURA DE PÉRDIDAS

De conformidad con el artículo 33 de los Estatutos del SEBC, el beneficio neto del BCE se aplicará de la siguiente manera:

- (a) un importe que será determinado por el Consejo de Gobierno, y que no podrá exceder del 20% de los beneficios netos, se transferirá al fondo de reserva general, con un límite equivalente al 100% del capital; y
- (b) los beneficios netos restantes se distribuirán entre los accionistas del BCE proporcionalmente a sus acciones desembolsadas.

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 32.5¹.

En el año 2006, la financiación de la provisión para cubrir los riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés y de la variación del precio del oro, por un importe de 1.379 millones de euros, redujo el beneficio neto a cero. En consecuencia, al igual que en el 2005, no se realizaron transferencias al fondo general de reserva ni se distribuyeron beneficios a los accionistas del BCE. Tampoco fue necesario compensar pérdidas.

¹ El artículo 32.5 de los Estatutos del SEBC 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.

Independent auditor's report

President and Governing Council
of the European Central Bank

Frankfurt am Main

We have audited the accompanying annual accounts of the European Central Bank, which comprise the balance sheet as at 31 December 2006, the profit and loss account for the year then ended, and a summary of significant accounting policies and other explanatory notes.

The responsibility of the European Central Bank's Executive Board for the annual accounts

The Executive Board is responsible for the preparation and fair presentation of these annual accounts in accordance with the principles established by the Governing Council, which are set out in Decisions on the annual accounts of the European Central Bank. This responsibility includes: designing, implementing and maintaining internal control relevant to the preparation and fair presentation of annual accounts that are free from material misstatement, whether due to fraud or error; selecting and applying appropriate accounting policies; and making accounting estimates that are reasonable in the circumstances.

Auditor's responsibility

Our responsibility is to express an opinion on these annual accounts based on our audit. We conducted our audit in accordance with International Standards on Auditing. Those standards require that we comply with ethical requirements and plan and perform the audit to obtain reasonable assurance whether the annual accounts are free from material misstatement.

An audit involves performing procedures to obtain audit evidence about the amounts and disclosures in the annual accounts. The procedures selected depend on the auditor's judgment, including the assessment of the risks of material misstatement of the annual accounts, whether due to fraud or error. In making those risk assessments, the auditor considers internal control relevant to the entity's preparation and fair presentation of the annual accounts in order to design audit procedures that are appropriate in the circumstances, but not for the purpose of expressing an opinion on the effectiveness of the entity's internal control. An audit also includes evaluating the appropriateness of accounting policies used and the reasonableness of accounting estimates made by management, as well as evaluating the overall presentation of the annual accounts.

We believe that the audit evidence we have obtained is sufficient and appropriate to provide a basis for our audit opinion.

Opinion

In our opinion, the annual accounts give a true and fair view of the financial position of the European Central Bank as of 31 December 2006 and of the results of its operations for the year then ended in accordance with the principles established by the Governing Council, which are set out in Decisions on the annual accounts of the European Central Bank.

Frankfurt am Main, 27 February 2007

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Wohlmannstette
Wirtschaftsprüfer

Dr. Lemnitzer
Wirtschaftsprüfer

**Este documento, facilitado por el BCE, es una traducción no oficial del informe de auditoría del BCE.
En caso de discrepancia, prevalece la versión en lengua inglesa firmada por KPMG.**

Informe del auditor externo

Presidente y Consejo de Gobierno
del Banco Central Europeo
Fráncfort del Meno

Hemos auditado las cuentas anuales adjuntas del Banco Central Europeo, que constan del balance a 31 de diciembre de 2006, la cuenta de pérdidas y ganancias correspondiente al período comprendido entre el 1 de enero y el 31 de diciembre de 2006 y un resumen de la normativa contable relevante y de otras notas explicativas.

La responsabilidad del Comité Ejecutivo del Banco Central Europeo respecto a las cuentas anuales

El Comité Ejecutivo es responsable de la preparación y la presentación imparcial de estas cuentas anuales con arreglo a los principios establecidos por el Consejo de Gobierno, y recogidos en las Decisiones sobre las cuentas anuales del Banco Central Europeo. Dicha responsabilidad incluye: la creación, la aplicación y el mantenimiento del control interno relativo a la preparación y la presentación imparcial de cuentas anuales que no contengan errores sustanciales, debidos a fraude o error; la selección y la aplicación de normas contables apropiadas; y la elaboración de estimaciones contables adecuadas a las circunstancias.

La responsabilidad del auditor

Nuestra responsabilidad es expresar una opinión sobre estas cuentas anuales basada en nuestra auditoría, que hemos realizado de acuerdo con normas internacionales de auditoría. Conforme a dichas normas, hemos de aplicar criterios éticos y planificar y realizar la auditoría para obtener un grado razonable de certeza sobre la inexistencia de errores sustanciales en las cuentas anuales.

Una auditoría incluye la aplicación de procedimientos con el fin de obtener datos relativos a los importes e información contenidos en las cuentas. Los procedimientos elegidos, entre ellos, la valoración de los riesgos de existencia de errores sustanciales en las cuentas, debidos a fraude o error, dependen del criterio del auditor. Para dicha evaluación, el auditor toma en consideración el control interno de la preparación y la presentación imparcial de las cuentas anuales, a fin de determinar procedimientos de auditoría adecuados a las circunstancias, y no con el objetivo de expresar una opinión sobre la eficacia del control interno. Asimismo, una auditoría incluye la evaluación de la idoneidad de las normas contables utilizadas y la aceptabilidad de las estimaciones contables realizadas por la dirección, además de la evaluación de la presentación general de las cuentas anuales.

Consideramos que los datos que hemos obtenido son suficientes y apropiados para constituir el fundamento de nuestra opinión.

Opinión

A nuestro parecer, las cuentas anuales ofrecen una imagen fiel de la situación financiera del Banco Central Europeo a 31 de diciembre de 2006 y del resultado de sus operaciones durante el período comprendido entre el 1 de enero de 2006 y el 31 de diciembre de 2006, con arreglo a los principios establecidos por el Consejo de Gobierno, recogidos en las Decisiones sobre las cuentas anuales del Banco Central Europeo.

Fráncfort del Meno, 27 de febrero de 2007

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

(Wohlmannstetter)
Wirtschaftsprüfer

(Dr. Lemnitzer)
Wirtschaftsprüfer

5 BALANCE CONSOLIDADO DEL EUROSISTEMA A 31 DE DICIEMBRE DE 2006

(MILLONES DE EUROS)

ACTIVO	31 DE DICIEMBRE DE 2006	31 DE DICIEMBRE DE 2005
1 Oro y derechos en oro	176.768	163.881
2 Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	142.288	154.140
2.1 Activos frente al FMI	10.658	16.391
2.2 Depósitos en bancos, inversiones en valores, préstamos al exterior y otros activos exteriores	131.630	137.749
3 Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	23.404	23.693
4 Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	12.292	9.185
4.1 Depósitos en bancos, inversiones en valores y préstamos	12.292	9.185
4.2 Activos procedentes de la facilidad de crédito prevista en el MTC II	0	0
5 Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro en relación con operaciones de política monetaria	450.541	405.966
5.1 Operaciones principales de financiación	330.453	315.000
5.2 Operaciones de financiación a plazo más largo	120.000	90.017
5.3 Operaciones temporales de ajuste	0	0
5.4 Operaciones temporales estructurales	0	0
5.5 Facilidad marginal de crédito	88	949
5.6 Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	0	0
6 Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	11.036	3.636
7 Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	77.614	92.367
8 Créditos en euros a las Administraciones Públicas	39.359	40.113
9 Otros activos	216.728	145.635
Total activo	1.150.030	1.038.616

Debido al redondeo, los totales y subtotales pueden no cuadrar.

PASIVO	31 DE DICIEMBRE DE 2006	31 DE DICIEMBRE DE 2005
1 Billetes en circulación	628.238	565.216
2 Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro en relación con operaciones de política monetaria	174.051	155.535
2.1 Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	173.482	155.283
2.2 Facilidad de depósito	567	252
2.3 Depósitos a plazo	0	0
2.4 Operaciones temporales de ajuste	0	0
2.5 Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	2	0
3 Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	65	207
4 Certificados de deuda emitidos	0	0
5 Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	53.374	41.762
5.1 Administraciones Públicas	45.166	34.189
5.2 Otros pasivos	8.208	7.573
6 Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	16.614	13.224
7 Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	89	366
8 Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	12.621	8.405
8.1 Depósitos y otros pasivos	12.621	8.405
8.2 Pasivos derivados de la facilidad de crédito prevista en el MTC II	0	0
9 Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	5.582	5.920
10 Otros pasivos	71.352	67.325
11 Cuentas de revalorización	121.887	119.094
12 Capital y reservas	66.157	61.562
Total pasivo	1.150.030	1.038.616

ANEXOS

INSTRUMENTOS JURÍDICOS ADOPTADOS POR EL BCE

En el cuadro siguiente figuran los instrumentos jurídicos adoptados por el BCE en el año 2006 y principios del 2007, y publicados en el Diario Oficial de la Unión Europea. En la Oficina de Publicaciones de las Comunidades Europeas pueden obtenerse ejemplares del Diario Oficial.

En la sección «marco jurídico» de la dirección del BCE en Internet pueden consultarse todos los instrumentos jurídicos adoptados por el BCE desde su creación y publicados en el Diario Oficial de la Unión Europea.

Número	Título	Publicación
BCE/2006/1	Recomendación del Banco Central Europeo, de 1 de febrero de 2006, al Consejo de la Unión Europea sobre los auditores externos del Oesterreichische Nationalbank	DO C 34, 10.2.2006, p. 30
BCE/2006/2	Orientación del Banco Central Europeo, de 3 de febrero de 2006, por la que se modifica la Orientación BCE/2005/5, de 17 de febrero de 2005, sobre las exigencias de información estadística del Banco Central Europeo y los procedimientos de intercambio de información estadística en el Sistema Europeo de Bancos Centrales, en materia de estadísticas de las finanzas públicas	DO L 40, 11.2.2006, p. 32
BCE/2006/3	Decisión del Banco Central Europeo, de 13 de marzo de 2006, por la que se modifica la Decisión BCE/2002/11 sobre las cuentas anuales del Banco Central Europeo	DO L 89, 28.3.2006, p. 56
BCE/2006/4	Orientación del BCE, de 7 de abril de 2006, sobre la prestación por el Eurosistema de servicios de gestión de reservas en euros a bancos centrales y países no pertenecientes a la zona del euro y a organizaciones internacionales	DO L 107, 20.4.2006, p. 54
BCE/2006/5	Recomendación del Banco Central Europeo, de 13 de abril de 2006, al Consejo de la Unión Europea sobre los auditores externos de la Banque de France	DO C 98, 26.4.2006, p. 25
BCE/2006/6	Orientación del Banco Central Europeo, de 20 de abril de 2006, por la que se modifica la Orientación BCE/2002/7 sobre las exigencias de información estadística del Banco Central Europeo en materia de cuentas financieras trimestrales	DO L 115, 28.4.2006, p. 46
BCE/2006/7	Decisión del Banco Central Europeo, de 19 de mayo de 2006, por la que se modifica 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 148, 2.6.2006, p. 56
	Código suplementario de criterios éticos aplicables a los miembros del Comité Ejecutivo del Banco Central Europeo	DO C 230, 23.9.2006, p. 46

Número	Título	Publicación
BCE/2006/8	Reglamento del Banco Central Europeo, de 14 de junio de 2006, sobre las obligaciones de información estadística de las instituciones de giro postal que reciben depósitos de residentes en la zona del euro distintos de las instituciones financieras monetarias	DO L 184, 6.7.2006, p. 12
BCE/2006/9	Orientación del Banco Central Europeo, de 14 de julio de 2006, sobre ciertos preparativos para la introducción del efectivo en euros y sobre la distribución y subdistribución anticipadas de billetes y monedas en euros fuera de la zona del euro	DO L 207, 28.7.2006, p. 39
BCE/2006/10	Orientación del Banco Central Europeo, de 24 de julio de 2006, sobre el cambio de billetes de banco tras la fijación irrevocable de los tipos de cambio con miras a la introducción del euro	DO L 215, 5.8.2006, p. 44
BCE/2006/11	Orientación del Banco Central Europeo, de 3 de agosto de 2006, por la que se modifica la Orientación BCE/2005/16, de 30 de diciembre de 2005, sobre el sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real (TARGET)	DO L 221, 12.8.2006, p. 17
BCE/2006/12	Orientación del Banco Central Europeo, de 31 de agosto de 2006, por la que se modifica la Orientación BCE/2000/7 sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema	DO L 352, 13.12.2006, p. 1
BCE/2006/13	Recomendación del Banco Central Europeo, de 6 de octubre de 2006, sobre la adopción de ciertas medidas para proteger más eficazmente los billetes en euros contra la falsificación	DO C 257, 25.10.2006, p. 16
BCE/2006/14	Recomendación del Banco Central Europeo, de 9 de octubre de 2006, al Consejo de la Unión Europea sobre el auditor externo del Banka Slovenije	DO C 257, 25.10.2006, p. 19
BCE/2006/15	Reglamento del Banco Central Europeo, de 2 de noviembre de 2006, relativo a las disposiciones transitorias para la aplicación de las reservas mínimas por el Banco Central Europeo después de la introducción del euro en Eslovenia	DO L 306, 7.11.2006, p. 15
BCE/2006/16	Orientación del Banco Central Europeo, de 10 de noviembre de 2006, sobre el régimen jurídico de la contabilidad y la información financiera en el Sistema Europeo de Bancos Centrales	DO L 348, 11.12.2006, p. 1
BCE/2006/17	Decisión del Banco Central Europeo, de 10 de noviembre de 2006, sobre las cuentas anuales del Banco Central Europeo	DO L 348, 11.12.2006, p. 38

Número	Título	Publicación
BCE/2006/18	Recomendación del Banco Central Europeo, de 13 de noviembre de 2006, al Consejo de la Unión Europea sobre el auditor externo del Banco de España	DO C 283, 21.11.2006, p. 16
BCE/2006/19	Decisión del Banco Central Europeo, de 24 de noviembre de 2006, sobre la aprobación del volumen de emisión de moneda metálica en 2007	DO L 348, 11.12.2006, p. 52
BCE/2006/20	Reglamento del Banco Central Europeo, de 14 de diciembre de 2006, por el que se modifica el Reglamento (BCE/2001/13) relativo al balance consolidado del sector de las instituciones financieras monetarias	DO L 2, 5.1.2007, p. 3
BCE/2006/21	Decisión del Banco Central Europeo, de 15 de diciembre de 2006, sobre la participación de los bancos centrales nacionales en la clave para la suscripción del capital del Banco Central Europeo	DO L 24, 31.1.2007, p. 1
BCE/2006/22	Decisión del Banco Central Europeo, de 15 de diciembre de 2006, 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 24, 31.1.2007, p. 3
BCE/2006/23	Decisión del Banco Central Europeo, de 15 de diciembre de 2006, 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 del ajuste del desembolso del capital	DO L 24, 31.1.2007, p. 5
BCE/2006/24	Decisión del Banco Central Europeo, de 15 de diciembre de 2006, por la que se adoptan las medidas necesarias para la contribución al valor acumulado de los recursos propios del Banco Central Europeo y para el ajuste de los activos de los bancos centrales nacionales equivalentes a las reservas exteriores transferidas	DO L 24, 31.1.2007, p. 9
BCE/2006/25	Decisión del Banco Central Europeo, de 15 de diciembre de 2006, por la que se modifica la Decisión BCE/2001/15 sobre la emisión de billetes de banco denominados en euros	DO L 24, 31.1.2007, p. 13
BCE/2006/26	Decisión del Banco Central Europeo, de 18 de diciembre de 2006, 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 24, 31.1.2007, p. 15

Número	Título	Publicación
BCE/2006/27	Orientación del Banco Central Europeo, de 18 de diciembre de 2006, por la que se modifica la Orientación BCE/2005/5 sobre las exigencias de información estadística del Banco Central Europeo y los procedimientos de intercambio de información estadística en el Sistema Europeo de Bancos Centrales, en materia de estadísticas de las finanzas públicas	DO C 17, 25.1.2007, p. 1
BCE/2006/28	Orientación del Banco Central Europeo, de 21 de diciembre de 2006, sobre la gestión de los activos exteriores de reserva del Banco Central Europeo por los bancos centrales nacionales y la documentación jurídica requerida para las operaciones en dichos activos	DO C 17, 25.1.2007, p. 5
	Memorándum de Entendimiento por el que se modifica el Memorándum de Entendimiento sobre un Código de Conducta de los miembros del Consejo de Gobierno	DO C 10, 16.1.2007, p. 6
BCE/2006/29	Recomendación del Banco Central Europeo, de 21 de diciembre de 2006, al Consejo de la Unión Europea sobre los auditores externos del Oesterreichische Nationalbank	DO C 5, 10.1.2007, p. 1
BCE/2006/30	Decisión del Banco Central Europeo, de 30 de diciembre de 2006, relativa al desembolso de capital, la transferencia de activos exteriores de reserva y la contribución a las reservas y provisiones del Banco Central Europeo por el Banka Slovenije	DO L 24, 31.1.2007, p. 17

DICTÁMENES ADOPTADOS POR EL BCE

En el cuadro siguiente figuran los dictámenes emitidos por el BCE en el año 2006 y principios del 2007 de conformidad con el apartado 4 del artículo 105 del Tratado, el artículo 4 de los Estatutos del SEBC, la letra b del apartado 2 del

artículo 112 del Tratado y el artículo 11.2 de los Estatutos del SEBC. En la dirección del BCE en Internet pueden consultarse todos los dictámenes emitidos por el BCE desde su creación.

(a) Dictámenes emitidos por el BCE tras consultas de los Estados miembros¹

Número ²	Origen	Materia
CON/2006/1	Hungría	Condiciones generales y normas de funcionamiento de las entidades que realizan actividades de cámara de compensación
CON/2006/2	Hungría	Protección del forint y los billetes y monedas en euros contra reproducciones ilegales o irregulares
CON/2006/3	Estonia	Reservas mínimas
CON/2006/4	Chipre	Modificación de los estatutos del Central Bank of Cyprus en preparación de la adopción del euro
CON/2006/5	Lituania	Extensión del ámbito de aplicación de la legislación sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pago y liquidación de valores
CON/2006/6	Finlandia	Poderes de excepción y competencias del SEBC
CON/2006/7	Hungría	Condiciones generales y reglamentos internos de las cámaras de compensación para entidades de crédito
CON/2006/9	Chipre	Modificación del marco regulador de la central depositaria de valores
CON/2006/10	Malta	Marco jurídico de la adopción del euro
CON/2006/11	Letonia	Ampliación de la base de reservas e introducción de coeficientes de reservas diferenciados a efectos de calcular las exigencias de reservas
CON/2006/15	Polonia	Integración de la supervisión de la banca, los mercados de capitales, los seguros y los fondos de pensiones

1 En diciembre del 2004, el Consejo de Gobierno decidió que los dictámenes del BCE emitidos a solicitud de las autoridades nacionales se publiquen, por norma, inmediatamente después de su adopción y posterior transmisión a la administración que efectuó la consulta.

2 Las consultas se enumeran en el orden en que el Consejo de Gobierno del BCE adoptó el dictamen correspondiente.

Número ²	Origen	Materia
CON/2006/16	Lituania	Adopción del fundamento jurídico necesario para que el Lietuvos bankas se una al modelo de corresponsalía entre bancos centrales
CON/2006/17	Eslovenia	Modificación de los estatutos del Banka Slovenije en preparación de la adopción del euro
CON/2006/19	Letonia	Modificación de los estatutos del Latvijas Banka
CON/2006/20	Países Bajos	Supervisión del sector financiero
CON/2006/22	Portugal	Codificación de diversas leyes sobre la emisión, acuñación, puesta en circulación y comercialización de monedas
CON/2006/23	Malta	Modificación de los estatutos del Central Bank of Malta en preparación para la adopción del euro
CON/2006/24	Eslovenia	Modificación de la ley de garantías financieras
CON/2006/25	Bélgica	Introducción de un sistema de declaración directa en materia de estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional
CON/2006/26	Letonia	Modificación de las exigencias mínimas de liquidez
CON/2006/27	Letonia	Enmienda de la Constitución letona en relación con el estatus del Latvijas Banka
CON/2006/28	Estonia	Redenominación del capital y de las acciones de sociedades e introducción de acciones sin valor nominal con miras a la introducción del euro
CON/2006/29	Eslovenia	Introducción del euro
CON/2006/30	Suecia	Reglamento del Sveriges Riksbank sobre adquisición y devolución de efectivo
CON/2006/31	Polonia	Disposiciones que permiten a los bancos que operan como sociedades anónimas escindirse conforme a lo establecido en la Ley de Sociedades
CON/2006/32	Francia	Modificación de los estatutos de la Banque de France
CON/2006/33	Chipre	Modificación de los estatutos del Central Bank of Cyprus en preparación de la adopción del euro

Número ²	Origen	Materia
CON/2006/34	Bélgica	Ampliación de la lista de participantes directos en los sistemas de liquidación de valores
CON/2006/37	Chipre	Modificación del marco regulador de la central depositaria de valores
CON/2006/38	Grecia	Creación de un régimen de protección de los consumidores dentro del ámbito del papel de supervisión prudencial del Banco de Grecia, y otras disposiciones relacionadas
CON/2006/39	Polonia	Cambio en la composición de la Comisión de Supervisión Bancaria
CON/2006/40	Bélgica	Modificación de los estatutos del Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique en lo que respecta a la pignoración de créditos a su favor como garantía de sus operaciones de crédito
CON/2006/41	Eslovenia	Reservas mínimas
CON/2006/42	Chipre	Condiciones de afiliación de las cooperativas de crédito a un organismo central
CON/2006/43	Eslovenia	Fundamento jurídico de la introducción del efectivo en euros y su distribución y subdistribución anticipadas
CON/2006/44	Italia	Reforma general de los estatutos de la Banca d'Italia
CON/2006/45	República Checa	Reproducción de billetes, monedas y otros símbolos monetarios en la República Checa
CON/2006/46	Hungría	Proyectos de disposiciones legales de Hungría sobre operaciones y servicios de pago e instrumentos de pago electrónico
CON/2006/47	República Checa	Determinadas funciones del Česká národní banka en materia de protección de los consumidores
CON/2006/48	Eslovenia	Reforma general de la ley bancaria
CON/2006/49	Letonia	Instrumentos de política monetaria
CON/2006/50	Chipre	Modificación de los estatutos del Central Bank of Cyprus en preparación de la adopción del euro
CON/2006/51	Italia	Reparto de competencias entre las autoridades supervisoras

Número ²	Origen	Materia
CON/2006/52	Letonia	Sistema de liquidación de valores del Latvijas Banka
CON/2006/53	Polonia	Supervisión de los gestores de sistemas de compensación y liquidación
CON/2006/54	Países Bajos	Incorporación de nuevos principios de gobierno corporativo a los estatutos del De Nederlandsche Bank
CON/2006/55	Hungría	Adaptación de los estatutos del Magyar Nemzeti Bank al Derecho comunitario
CON/2006/56	Luxemburgo	Mercados de instrumentos financieros
CON/2006/58	Malta	Reforma de los estatutos del Central Bank of Malta con miras a la adopción del euro
CON/2006/59	Estonia	Exigencias de reservas mínimas
CON/2006/61	Portugal	Autenticación de las monedas en euros y tratamiento de las que no sean aptas para el reciclado
CON/2006/62	Portugal	Creación de un marco para la detección de falsificaciones y selección de billetes aptos para la circulación
CON/2007/01	Chipre	Marco jurídico destinado a adoptar el euro y facilitar la introducción del efectivo en euros
CON/2007/02	Hungría	Establecimiento de un sistema de información directa para las estadísticas de balanza de pagos
CON/2007/03	Irlanda	Valores con garantía de activos

(b) Dictámenes emitidos por el BCE tras consultas de las instituciones europeas³

Número ⁴	Origen	Materia	Publicación
CON/2006/8	Consejo de la UE	Derogación de normas desfasadas relativas al sistema monetario europeo	DO C 49, 28.2.2006, p. 35
CON/2006/12	Consejo de la UE	Modificación del programa de transmisión de las cuentas nacionales del SEC 95	DO C 55, 7.3.2006, p. 61
CON/2006/13	Consejo de la UE	Cobertura temporal de la recogida de precios para el IPCA	DO C 55, 7.3.2006, p. 63
CON/2006/14	Consejo de la UE	Nombramiento de un miembro del Comité Ejecutivo del BCE	DO C 58, 10.3.2006, p. 12
CON/2006/18	Consejo de la UE	Modificación sustancial de la nomenclatura estadística común de actividades económicas en la Comunidad (NACE)	DO C 79, 1.4.2006, p. 31
CON/2006/21	Consejo de la UE	Servicios de pago en el mercado interior	DO C 109, 9.5.2006, p. 10
CON/2006/35	Consejo de la UE	Modificación y ampliación del programa de acción en materia de intercambios, asistencia y formación para la protección del euro contra la falsificación de moneda (programa «Pericles»)	DO C 163, 14.7.2006, p. 7
CON/2006/36	Consejo de la UE	Tipo de conversión entre el euro y el tólar esloveno y demás medidas necesarias para la introducción del euro en Eslovenia	DO C 163, 14.7.2006, p. 10
CON/2006/57	Consejo de la UE	Proyecto de Directiva por la que se aplica la Directiva 85/611/CEE por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas relativas a los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) en lo que respecta a la aclaración de determinadas	DO C 163, 13.2.2007, p.1

³ Publicadas también en la dirección del BCE en Internet.

⁴ Las consultas se enumeran en el orden en que el Consejo de Gobierno del BCE adoptó el dictamen correspondiente.

Número ⁴	Origen	Materia	Publicación
CON/2006/60	Consejo de la UE	Propuesta de Directiva por la que se modifican determinadas directivas comunitarias en lo que atañe a las normas procedimentales y los criterios de evaluación aplicables en relación con la evaluación cautelar de las adquisiciones y los incrementos de participaciones en el sector financiero	DO C 27, 7.2.2007, p.1
CON/2007/4	Consejo de la UE	Introducción de un nuevo procedimiento de comitología en ocho directivas del Plan de acción para los servicios financieros	DO C 39, 23.2.207, p.1

CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA¹

12 DE ENERO Y 2 DE FEBRERO DE 2006

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 2,25%, 3,25% y 1,25%, respectivamente.

6 DE JULIO DE 2006

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.

2 DE MARZO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 2,5%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 8 de marzo de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 3,5% y el 1,5%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 8 de marzo de 2006.

3 DE AGOSTO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 3%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 9 de agosto de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 4% y el 2%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 9 de agosto de 2006.

6 DE ABRIL Y 4 DE MAYO DE 2006

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.

31 DE AGOSTO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3%, 4% y 2%, respectivamente.

8 DE JUNIO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 2,75%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 15 de junio de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 3,75% y el 1,75%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 15 de junio de 2006.

5 DE OCTUBRE DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,25%, con efectos a partir

¹ La cronología de las medidas de política monetaria adoptadas por el Eurosistema entre los años 1999 y 2005 puede consultarse en las páginas 182 a 186 del Informe Anual del BCE de 1999, en las páginas 228 a 231 del Informe Anual del BCE del 2000, en las páginas 238 y 239 del Informe Anual del BCE del 2001, en la página 254 del Informe Anual del BCE del 2002, en las páginas 235 y 236 del Informe Anual del BCE del 2003, en la página 239 del Informe Anual del BCE del 2004 y en la página 231 del Informe Anual del BCE del 2005.

de la operación que se liquidará el 11 de octubre de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 4,25% y el 2,25%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 11 de octubre de 2006.

2 DE NOVIEMBRE DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,25%, 4,25% y 2,25%, respectivamente.

7 DE DICIEMBRE DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,50%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 13 de diciembre de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 4,50% y el 2,50%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 13 de diciembre de 2006.

21 DE DICIEMBRE DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide aumentar de 40 mm de euros a 50 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 2007. Al fijar este importe se han tomado en consideración los siguientes factores: las necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro se han incrementado considerablemente en los últimos años, y se espera que vuelvan a aumentar en el año 2007. Por lo tanto, el Eurosistema ha decidido elevar ligeramente el porcentaje de necesidades de liquidez cubiertas con las operacio-

nes de financiación a plazo más largo, aunque continuará 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 2008.

11 DE ENERO Y 8 DE FEBRERO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,50%, 4,50% y 2,50%, respectivamente.

8 DE MARZO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,75%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 14 de marzo de 2007. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 4,75% y el 2,75%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 14 de marzo de 2007.

DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO A PARTIR DEL 2006

Esta lista facilita información a los lectores sobre una selección de documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir de enero del 2006. La lista de documentos de trabajo incluye únicamente los publicados entre diciembre del 2006 y febrero del 2007. Salvo que se indique otra cosa, las publicaciones pueden obtenerse gratuitamente, siempre que haya existencias, enviando una petición por correo a info@ecb.int.

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 (<http://www.ecb.int>).

INFORME ANUAL

«Informe Anual 2005», abril 2006.

INFORME DE CONVERGENCIA

«Informe de Convergencia», mayo 2006.

«Informe de Convergencia: Información y resumen», diciembre 2006.

«Convergence Report», diciembre 2006.

ARTÍCULOS DEL BOLETÍN MENSUAL

«Previsibilidad de la política monetaria del BCE», enero 2006.

«*Hedge funds*: evolución e implicaciones», enero 2006.

«Análisis de la evolución de los precios de la vivienda en la zona del euro», febrero 2006.

«Políticas presupuestarias y mercados financieros», febrero 2006.

«La importancia de la reforma del gasto público para la estabilidad y el crecimiento económicos», abril 2006.

«Gestión de carteras del BCE», abril 2006.

«Acuerdos monetarios y cambiarios de la zona del euro con algunos terceros países y territorios», abril 2006.

«Contribución del BCE y del Eurosistema a la integración financiera europea», mayo 2006.

«La lista única del sistema de activos de garantía del Eurosistema», mayo 2006.

«Emisión de acciones en la zona del euro», mayo 2006.

«Indicadores de expectativas de inflación de la zona del euro», julio 2006.

«Competitividad y comportamiento de las exportaciones de la zona del euro», julio 2006.

«Salvos monetarios por sectores: factores determinantes y evolución reciente», agosto 2006.

«Evolución de los sistemas de grandes pagos en la zona del euro», agosto 2006.

«El cambio demográfico en la zona del euro: Proyecciones y consecuencias», octubre 2006.

«Cuentas financieras y no financieras integradas de los sectores institucionales de la zona del euro», octubre 2006.

«“Activismo” de la política monetaria», noviembre 2006.

«La experiencia del Eurosistema con las operaciones de ajuste al final del período de mantenimiento de reservas», noviembre 2006.

«Desarrollo del sector financiero en Europa central, oriental y sudoriental», noviembre 2006.

«La UE ampliada y las economías de la zona del euro», enero 2007.

«Evolución de las características estructurales de los mercados de trabajo de la zona del euro en la última década», enero 2007.

«La expansión de la economía China en perspectiva», enero 2007.

- «Desafíos para la sostenibilidad fiscal en la zona del euro», febrero 2007.
- «Mecanismos de la UE para la gestión de crisis financieras», febrero 2007.
- «Remesas de emigrantes a las regiones vecinas de la UE», febrero 2007.

STATISTICS POCKET BOOK

Disponible mensualmente desde agosto del 2003.

DOCUMENTOS DE TRABAJO JURÍDICOS

- 1 «The developing EU legal framework for clearing and settlement of financial instruments», por K. M. Löber, febrero 2006.
- 2 «The application of multilingualism in the European Union context», por P. Athanassiou, marzo 2006.
- 3 «National central banks and Community public sector procurement legislation: a critical overview», por J. García-Andrade y P. Athanassiou, octubre 2006.

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 43 «The accumulation of foreign reserves», por un Grupo de Trabajo del Comité de Relaciones Internacionales, febrero 2006.
- 44 «Competition, productivity and prices in the euro area services sector», por un Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del Sistema Europeo de Bancos Centrales, abril 2006.
- 45 «Output growth differentials across the euro area countries: some stylised facts», por N. Benalal, J. L. Díaz del Hoyo, B. Pierluigi y N. Vidalis, mayo 2006.
- 46 «Inflation persistence and price-setting behaviour in the euro area – a summary of the IPN evidence», por F. Altissimo, M. Ehrmann y F. Smets, junio 2006.
- 47 «The reform and implementation of the Stability and Growth Pact», por R. Morris, H. Ongena y L. Schuknecht, junio 2006.
- 48 «Macroeconomic and financial stability challenges for acceding and candidate countries», por el Grupo de Trabajo sobre la Ampliación del Comité de Relaciones Internacionales, julio 2006.
- 49 «Credit risk mitigation in central bank operations and its effects on financial markets: the case of the Eurosystem», por U. Bindseil y F. Papadia, agosto 2006.
- 50 «Implications for liquidity from innovation and transparency in the European corporate bond market», por M. Laganá, M. Pearbeidskosten per eenheid product in de verwerkende industrie Peñina, I. von Köppen-Mertes y A. Persaud, agosto 2006.
- 51 «Macroeconomic implications of demographic developments in the euro area», por A. Maddaloni, A. Musso, P. Rother, M. Ward-Warmedinger y T. Westermann, agosto 2006.
- 52 «Cross-border labour mobility within an enlarged EU», por F. F. Heinz y M. Ward-Warmedinger, octubre 2006.
- 53 «Labour productivity developments in the euro area», por R. Gómez-Salvador, A. Musso, M. Stocker y J. Turunen, octubre 2006.
- 54 «Quantitative quality indicators for statistics – an application to euro area balance of payment statistics», por V. Damia y C. Picón Aguilar, noviembre 2006.

- 55 «Globalisation and euro area trade: interactions and challenges», por U. Baumann y F. di Mauro, febrero 2007.

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 699 «The behaviour of producer prices: some evidence from the French PPI micro-data», por E. Gautier, diciembre 2006.
- 700 «Forecasting using a large number of predictors: is Bayesian regression a valid alternative to principal components?», por C. De Mol, D. Giannone y L. Reichlin, diciembre 2006.
- 701 «Is there a single frontier in a single European banking market?», por J. W. B. Bos y H. Schmiedel, diciembre 2006.
- 702 «Comparing financial systems: a structural analysis», por S. Champonnois, diciembre 2006.
- 703 «Co-movements in volatility in the euro money market», por N. Cassola y C. Morana, diciembre 2006.
- 704 «Are money and consumption additively separable in the euro area? A non-parametric approach», por B. E. Jones y L. Stracca, diciembre 2006.
- 705 «What does a technology shock do? A VaR analysis with model-based sign restrictions», por L. Dedola y S. Neri, diciembre 2006.
- 706 «What drives investors' behaviour in different FX market segments? A VaR-based return decomposition analysis», por O. Castrén, C. Osbat y M. Sydow, diciembre 2006.
- 707 «Ramsey monetary policy with labour market frictions», por E. Faia, enero 2007.
- 708 «Regional housing market spillovers in the United States: lessons from regional divergences in a common monetary policy setting», por I. Vansteenkiste, enero 2007.
- 709 «Quantifying and sustaining welfare gains from monetary commitment», por P. Levine, P. McAdam y J. Pearlman, enero 2007.
- 710 «Pricing of settlement link services and mergers of central securities depositories», por J. Tapking, enero 2007.
- 711 «What “hides” behind sovereign debt ratings?», por A. Afonso, P. Gomes y P. Rother, enero 2007.
- 712 «Opening the black box: structural factor models with large cross-sections», por M. Forni, D. Giannone, M. Lippi y L. Reichlin, enero 2007.
- 713 «Balance of payments crises in emerging markets: how early were the “early” warning signals?», por M. Bussière, enero 2007.
- 714 «The dynamics of bank spreads and financial structure», por R. Gropp, C. Kok Sørensen y J.-D. Lichtenberger, enero 2007.
- 715 «Emerging Asia's growth and integration: how autonomous are business cycles?», por R. Ruffer, M. Sánchez y J.-G. Shen, enero 2007.
- 716 «Adjusting to the euro», por G. Fagan y V. Gaspar, enero 2007.
- 717 «Discretion rather than rules? When is discretionary policy-making better than the timeless perspective?», por S. Sauer, enero 2007.
- 718 «Drift and breaks in labour productivity», por L. Benati, enero 2007.
- 719 «US imbalances: the role of technology and policy», por R. Bems, L. Dedola y F. Smets, enero 2007.
- 720 «Real price wage rigidities in a model with matching frictions», por K. Kuester, febrero 2007.
- 721 «Are survey-based inflation expectations in the euro area informative?», por R. Mestre, febrero 2007.

- 722 «Shocks and frictions in US business cycles: a Bayesian DSGE approach», por F. Smets y R. Wouters, febrero 2007.
- 723 «Asset allocation by penalised least squares», por S. Manganelli, febrero 2007.
- 724 «The transmission of emerging market shocks to global equity markets», por L. Cuadro Sáez, M. Fratzscher y C. Thimann, febrero 2007.
- 725 «Inflation forecasts, monetary policy and unemployment dynamics: evidence from the United States and the euro area», por C. Altavilla y M. Ciccarelli, febrero 2007.
- 726 «Using intraday data to gauge financial market responses to Fed and ECB monetary policy decisions», por M. Andersson, febrero 2007.
- 727 «Price-setting in the euro area: some stylised facts from individual producer price data», por P. Vermeulen, D. Dias, M. Dossche, E. Gautier, I. Hernando, R. Sabbatini y H. Stahl, febrero 2007.
- 728 «Price changes in Finland: some evidence from micro CPI data», por S. Kurri, febrero 2007.
- 729 «Fast micro and slow macro: can aggregation explain the persistence of inflation?», por F. Altissimo, B. Mojon y P. Zaffaroni, febrero 2007.
- 730 «What drives business cycles and international trade in emerging market economies?», por M. Sánchez, febrero 2007.
- 731 «International trade, technological shocks and spillovers in the labour market: A GVAR analysis of the US manufacturing sector», por P. Hiebert y I. Vansteenkiste, febrero 2007.
- 732 «Liquidity shocks and asset price boom/bust cycles», por R. Adalid y C. Detken, febrero 2007.
- 733 «Mortgage interest rate dispersion in the euro area», por C. Kok Sørensen y J.-D. Lichtenberger, febrero 2007.
- 734 «Inflation risk premia in the term structure of interest rates», por P. Hördahl y O. Tristani, febrero 2007.

OTRAS PUBLICACIONES

- «Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union and in acceding countries – Statistical tables», enero 2006 (sólo en Internet).
- «Requerimientos de recopilación de datos de las entidades de crédito y otras entidades que participan a título profesional en el manejo de efectivo de conformidad con el marco para el reciclaje de billetes», enero 2006 (sólo en Internet).
- «Euro money market survey 2005», enero 2006.
- «Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report», febrero 2006.
- «Hacia una zona única de pagos para el euro – objetivos y plazos (cuarto informe)», febrero 2006 (sólo en Internet, excepto la versión inglesa).
- «Handbook for the compilation of flows statistics on the MFI balance sheet», febrero 2006 (sólo en Internet).
- «Methodological notes for the compilation of the revaluation adjustment», febrero 2006 (solo en Internet).
- «National implementation of Regulation ECB/2001/13», febrero 2006 (sólo en Internet).
- «Payment and securities settlement systems in the European Union and in the acceding countries – Addendum incorporating 2004 data» (Blue Book), marzo 2006.
- «Estadísticas del BCE: Panorámica general», abril 2006.
- «TARGET Annual Report 2005», mayo 2006.

«Financial Stability Review», junio 2006.

«Business continuity oversight expectations for systemically important payment systems (SIPS)», junio 2006 (sólo en Internet).

«Communication on TARGET2», julio 2006 (sólo en Internet).

«Government Finance Statistics Guide», agosto 2006.

«Régimen transitorio para la aplicación del marco para el reciclaje de billetes», agosto 2006.

«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», septiembre 2006.

«Differences in MFI interest rates across euro area countries», septiembre 2006.

«Indicators of financial integration in the euro area», septiembre 2006.

«Recent developments in supervisory structures in EU and acceding countries», octubre 2006 (sólo en Internet).

«EU banking structures», octubre 2006.

«EU banking sector stability», noviembre 2006.

«The ESCB's governance structure as applied to ESCB statistics», noviembre 2006.

«Third progress report on TARGET2», noviembre 2006 (sólo en Internet).

«La opinión del Eurosistema sobre una “SEPA para las tarjetas”», noviembre 2006 (sólo en Internet).

«Financial Stability Review», diciembre 2006.

«The European Central Bank – History, role and functions», segunda edición revisada, diciembre 2006.

«Assessment of accounting standards from a financial stability perspective», diciembre 2006 (sólo en Internet).

«Research Bulletin No 5», diciembre 2006.

«Ampliación del período de transición establecido en el marco para el reciclaje de billetes del BCE en seis países de la zona del euro», diciembre 2006.

«Payment and securities settlement systems in the European Union and in the acceding countries – Addendum incorporating 2005 data (Blue Book)», diciembre 2006.

«Acceptance criteria for third-party rating tools within the Eurosystem credit assessment framework», diciembre 2006 (sólo en Internet).

«Correspondent central banking model (CCBM) – procedure for Eurosystem counterparties», diciembre 2006 (sólo en Internet).

«Government finance statistics guide», enero 2007.

«Letter from the ECB President to Ms Pervenche Berès, Chairwoman of the Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament», enero 2007.

«Letter from the ECB President to Mr Jean-Marie Cavada, Chairman of the Committee on Civil Liberties, Justice and Home Affairs, European Parliament», enero 2007.

«Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report», febrero 2007.

«List of monetary financial institutions and institutions subject to minimum reserves», febrero 2007 (sólo en Internet).

«Financial statistics for a global economy – proceedings of the 3rd ECB conference on statistics», febrero 2007.

«Euro Money Market Study 2006», febrero 2007 (sólo en Internet).

«Letter from the ECB President to Ms Pervenche Berès, Chairwoman of the Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament», febrero 2007.

FOLLETOS INFORMATIVOS

«El Banco Central Europeo, el Eurosistema, el Sistema Europeo de Bancos Centrales», mayo 2006.

«TARGET2 – Securities brochure», septiembre 2006.

«La zona única de pagos para el euro (SEPA): un mercado de pequeños pagos integrado», noviembre 2006.

GLOSARIO

En este glosario se recogen algunos términos utilizados en el Informe Anual. En la dirección del BCE en Internet puede consultarse un glosario más completo y detallado.

Activos exteriores netos de las IFM: activos exteriores de las IFM de la **zona del euro** (como oro, billetes y monedas en moneda extranjera, valores emitidos por no residentes en la zona del euro y préstamos concedidos a no residentes en la zona) menos pasivos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como depósitos, **cesiones temporales**, participaciones en fondos del **mercado monetario** y **valores distintos de acciones** emitidos por las IFM con vencimiento hasta dos años de no residentes en la zona del euro).

Activos de garantía: activos pignoralos o transferidos (v.g., por las **entidades de crédito** a los bancos centrales) como garantía de devolución de los préstamos, así como activos vendidos (v.g., por las entidades de crédito a los bancos centrales) como parte de las **cesiones temporales**.

Administración Central: la administración según se define en el **Sistema Europeo de Cuentas 1995**, pero excluyendo las Comunidades Autónomas y las Corporaciones Locales (véase también **Administraciones Públicas**).

Administraciones Públicas: sector que, según la definición del **Sistema Europeo de Cuentas 1995**, incluye las unidades residentes que se dedican principalmente a la producción de bienes y servicios que no son de mercado y que se destinan al consumo individual y colectivo y/o a efectuar operaciones de redistribución de la renta y de la riqueza nacional. Incluye las administraciones central, regional y local, así como las administraciones de Seguridad Social, quedando excluidas las entidades de titularidad pública que lleven a cabo operaciones comerciales, como las empresas públicas.

Análisis económico: uno de los pilares del marco del **Banco Central Europeo** para el 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 de la oferta y la demanda en los mercados de bienes, servicios y factores en los citados horizontes temporales. 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: uno de los pilares del marco del **Banco Central Europeo** para el 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 evaluar las tendencias de medio a largo plazo de la inflación, dada la estrecha relación existente entre dinero y precios en horizontes temporales amplios. El análisis monetario toma en consideración el comportamiento 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**).

Balance consolidado del sector IFM: obtenido mediante la exclusión de las posiciones entre IFM que figuran en el balance agregado del sector (como, por ejemplo, los préstamos y depósitos entre

IFM). Ofrece información estadística sobre los activos y pasivos del sector de las IFM frente a los residentes en la zona del euro que no pertenecen a este sector (es decir, las **Administraciones Públicas** y otros residentes) y frente a los no residentes. El balance consolidado constituye la principal fuente de información estadística para el cálculo de los agregados monetarios y es la base del análisis periódico de las contrapartidas de **M3**.

Balanza de pagos: información estadística que resume las transacciones económicas de una economía con el resto del mundo en un período determinado. Las transacciones consideradas son las relativas a bienes, servicios y rentas, las relacionadas con activos financieros y pasivos frente al resto del mundo, y las que están clasificadas como transferencias (como las condonaciones de deuda).

Banco Central Europeo (BCE): el BCE es el núcleo del **Eurosistema** y del **Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC)** y tiene personalidad jurídica propia con arreglo al **Tratado** (apartado 2 del artículo 107). Su cometido es garantizar que se cumplan las funciones encomendadas al Eurosistema y al SEBC, ya sea por medio de sus propias actividades o por medio de los bancos centrales nacionales, de conformidad con los Estatutos del SEBC. Los órganos rectores del BCE son el **Consejo de Gobierno** y el **Comité Ejecutivo**, así como 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, es una cartera o índice de referencia construido en función de los objetivos de liquidez, riesgo y rentabilidad de las inversiones. La cartera de referencia sirve como base para comparar el comportamiento de la cartera mantenida.

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 (es decir, en anotaciones en cuenta). Además de mantener y registrar valores, una CDV puede realizar funciones de compensación y liquidación.

Cesión temporal: acuerdo por el que, cuando se vende un activo, el vendedor obtiene simultáneamente el derecho y la obligación de recomprarlo a un precio determinado en una fecha futura o a solicitud de la otra parte. Este acuerdo es similar a la toma de préstamos con garantía, con la diferencia de que el vendedor no conserva la propiedad de los valores.

Coefficiente de reservas: porcentaje definido por el banco central para cada categoría de pasivos computables incluida en la **base de reservas**. Este coeficiente se utiliza para calcular las **exigencias de reservas**.

Comité Económico y Financiero (CEF): órgano consultivo de la Comunidad que contribuye a preparar las tareas del **Consejo ECOFIN** y de la Comisión Europea. Entre sus funciones 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 **Banco Central Europeo**, compuesto por el presidente y 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.

Consejo ECOFIN: el Consejo de la UE reunido en su composición de ministros de Economía y Hacienda.

Consejo General: uno de los órganos rectores del **Banco Central Europeo (BCE)**, compuesto por el presidente y el vicepresidente del BCE y por los gobernadores de todos los bancos centrales nacionales del **Sistema Europeo de Bancos Centrales**.

Consejo de Gobierno: el órgano rector supremo del **Banco Central Europeo**, 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.

Coste de la financiación externa de las sociedades no financieras (real): coste en que incurren las sociedades no financieras cuando obtienen nuevos recursos externos. En el caso de las sociedades no financieras de la **zona del euro**, se calcula como una media ponderada del coste de obtener préstamos bancarios, del coste de los valores de renta fija y del coste de los valores de renta variable, basada en los saldos vivos (corregidos por los efectos de valoración) y deflactada por las expectativas de inflación.

Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro: préstamos de las **IFM** a residentes en la **zona del euro** distintos de IFM (incluidos las **Administraciones Públicas** y el sector privado) y valores emitidos por residentes en la zona distintos de IFM mantenidos por IFM (acciones, otras participaciones y **valores distintos de acciones**).

Derivado de crédito: instrumento financiero que separa el riesgo de crédito de la operación financiera subyacente, permitiendo que este riesgo se valore y se transfiera por separado.

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, en las operaciones, se interpone entre las contrapartes, actuando de comprador frente a los vendedores, y de vendedor frente a los compradores.

Entidad de crédito: 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 efectivo vigente en el mercado interbancario del euro a un día, que se calcula como una media ponderada de los tipos de interés de las operaciones de préstamo a un día sin garantías, denominadas en euros, de acuerdo con la información facilitada por un panel de bancos.

Estabilidad financiera: situación en la que el sistema financiero –que se compone de intermediarios financieros, mercados e infraestructuras de mercado– es capaz de resistir perturbaciones y resolver desequilibrios financieros, reduciendo con ello la posibilidad de que se produzcan trastornos en el proceso de intermediación financiera lo suficientemente graves como para que la asignación del ahorro a oportunidades de inversión se vea significativamente afectada.

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** para la **zona del euro** inferior al 2%. El Consejo de Gobierno también ha puesto de manifiesto que, con el fin de conseguir la estabilidad de precios, pretende mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, pero próximas a este valor, en el medio plazo.

Estrategia de Lisboa: programa detallado de reformas estructurales encaminado a transformar la UE en «la económica basada en el conocimiento más dinámica y competitiva del mundo», que se puso en marcha en el año 2000 en el Consejo Europeo de Lisboa.

EURIBOR (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro): tipo de interés de oferta, facilitado por un panel de bancos, al que una entidad de crédito importante está dispuesta a prestar fondos en euros a otra y que se calcula diariamente para los depósitos interbancarios con distintos vencimientos hasta doce meses.

Eurosistema: sistema de bancos centrales de la **zona del euro**. Comprende el **Banco Central Europeo** y los bancos centrales nacionales de los Estados miembros que han adoptado el euro en la tercera fase de la **Unión Económica y Monetaria**.

Excedente bruto de explotación: el excedente (o déficit) resultante de deducir del valor de las actividades de producción los empleos en concepto de consumos intermedios, remuneración de los asalariados e impuestos menos subvenciones a la producción, y antes de considerar tanto los ingresos y pagos por rentas originadas por operaciones de préstamo y alquileres como las generadas por la propiedad de activos financieros y de activos no producidos.

Exigencia 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**.

Facilidad de depósito: **facilidad permanente** del **Eurosistema** que las **entidades de contrapartida** pueden utilizar para realizar depósitos a un día en un banco central nacional, remunerados a un tipo de interés especificado previamente (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 créditos a un día de un banco central nacional a un tipo de interés especificado previamente, a cambio 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: normas, 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 para la toma de decisiones.

Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC): medida de los precios de consumo elaborada por Eurostat y armonizada para todos los Estados miembros 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 **Eurosistema**, las **entidades de crédito** residentes en la zona (definidas con arreglo al derecho comunitario) y todas las instituciones financieras residentes cuya actividad consiste en recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y en conceder créditos y/o invertir en valores por cuenta propia (al menos en términos económicos). Este último grupo está compuesto, fundamentalmente, por fondos del **mercado monetario**.

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**. Su liquidación comenzó el 1 de junio de 1998, tras el establecimiento del **Banco Central Europeo**.

Inversiones de cartera: operaciones y/o posiciones netas de residentes en valores emitidos por no residentes en la zona del euro («activos») y operaciones y/o posiciones netas de no residentes en valores emitidos por residentes («pasivos»). Comprende acciones y participaciones y **valores distintos de acciones** (bonos y obligaciones, e instrumentos del **mercado monetario**), excluidos los importes registrados en las **inversiones directas** o en los activos de reserva.

Inversiones directas: inversión transfronteriza realizada con objeto de obtener una participación permanente en una empresa residente en otra economía (se supone, en la práctica, que para la propiedad esta participación debe ser igual, al menos, al 10% de las acciones ordinarias o con derecho de voto).

M1: agregado monetario estrecho que 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 que 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 que comprende **M2** y los instrumentos negociables, en particular, **cesiones temporales**, participaciones en fondos del **mercado monetario** y **valores distintos de acciones** hasta dos años emitidos por las **IFM**.

Mercado monetario: mercado en el que se obtienen, se invierten y se negocian fondos a corto plazo, utilizando instrumentos con un plazo a la emisión habitualmente igual o inferior a un año.

Mercado de renta fija: mercado en el que se emiten y negocian valores de renta fija a largo plazo.

Mercado de renta variable: mercado en el que se emiten y negocian **valores de renta variable**.

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 de la UE que no participan en la tercera fase de la **Unión Económica y Monetaria**.

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) a un precio especificado previamente (el precio de ejercicio) en una fecha determinada (fecha de ejercicio) o hasta esa fecha (fecha de vencimiento).

Operación de ajuste: operación de mercado abierto realizada por el **Eurosistema** principalmente para hacer frente a fluctuaciones imprevistas de la liquidez en el mercado. La periodicidad y el vencimiento de estas operaciones no están normalizados.

Operación de financiación a plazo más largo: operación de mercado abierto regular realizada por el **Eurosistema** en forma de **operación temporal**. Estas operaciones se llevan a cabo mediante subastas estándar de periodicidad mensual y tiene, normalmente, un vencimiento a tres meses.

Operación de mercado abierto: operación ejecutada en los mercados financieros a iniciativa del banco central. Teniendo en cuenta sus objetivos, periodicidad y procedimientos, las operaciones de mercado abierto pueden dividirse en cuatro categorías: **operaciones principales de financiación, operaciones de financiación a plazo más largo, operaciones de ajuste** y operaciones estructurales. En cuanto a los instrumentos utilizados, las **operaciones temporales** constituyen el primer instrumento de mercado abierto del Eurosistema y puede emplearse en las cuatro categorías mencionadas. Además, para las operaciones estructurales pueden utilizarse la emisión de certificados de deuda y las operaciones simples, mientras que para la ejecución de las operaciones de ajuste pueden emplearse operaciones simples, **swaps de divisas** y la captación de depósitos a plazo fijo.

Operación principal de financiación: operación de mercado abierto regular realizada por el **Eurosistema** en forma de **operación temporal**. Estas operaciones se llevan a cabo mediante subastas estándar de periodicidad semanal y tienen, normalmente, un vencimiento a una semana.

Operación temporal: operación por la cual el banco central compra o vende activos mediante una **cesión temporal** o realiza operaciones de crédito con garantía de activos.

Otros intermediarios financieros: sociedades y cuasisociedades, a excepción de las empresas de seguros y fondos de pensiones, que se dedican principalmente a la intermediación financiera, incurriendo en pasivos distintos del efectivo, los depósitos y/o los sustitutos próximos de los depósitos, procedentes de unidades institucionales que no son IFM. En concreto, son sociedades que ejercen primordialmente actividades de financiación a largo plazo, como las sociedades de arrendamiento financiero, los fondos de titulización, las sociedades holding, las sociedades y agencias de valores y derivados financieros (cuando negocian por cuenta propia) y las sociedades de capital riesgo.

Pacto de Estabilidad y Crecimiento: el Pacto de Estabilidad y Crecimiento pretende ser un medio para mantener las finanzas públicas saneadas en la tercera fase de la **Unión Económica y Monetaria**, con el fin de fortalecer las condiciones para conseguir la **estabilidad de precios** y un crecimiento fuerte y sostenido que conduzca a la creación de empleo. A este fin, el Pacto recomienda unos objetivos presupuestarios a medio plazo para los Estados miembros y contiene

especificaciones concretas relativas al **procedimiento de déficit excesivo**. El Pacto consta de la Resolución del Consejo Europeo de Ámsterdam de 17 de junio de 1997 sobre el Pacto de Estabilidad y Crecimiento y 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, modificado por el Reglamento (CE) n° 1055/2005 de 27 de junio de 2005, 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**, modificado por el Reglamento (CE) n° 1056/2005 de 27 de junio de 2005–. El Pacto de Estabilidad y Crecimiento se complementa con el informe del Consejo ECOFIN, titulado «Improving the Implementation of the Stability and Growth Pact», que se adoptó en el Consejo Europeo de Bruselas celebrado el 22 y 23 de marzo del 2005. También lo complementa el nuevo código de conducta, titulado «Specifications on the implementation of the Stability and Growth Pact and Guidelines on the format and content of Stability and Convergence Programmes», aprobado por el Consejo ECOFIN el 11 de octubre de 2005.

Países candidatos: países para los que la UE ha aceptado la solicitud de adhesión. Las negociaciones de adhesión con Croacia y con Turquía comenzaron el 3 de octubre de 2005, mientras que las negociaciones con la Antigua República Yugoslava de Macedonia aún no se han iniciado.

Pasivos financieros a más largo plazo de las IFM: depósitos a plazo a más de dos años, depósitos disponibles con preaviso a más de tres meses, **valores distintos de acciones** emitidos por las **IFM** de la **zona del euro** con plazo a la emisión superior a dos años y capital y 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. El período de mantenimiento comienza el día en que se liquida la primera **operación principal de financiación** posterior a la reunión del **Consejo de Gobierno** en la que se efectúa la evaluación mensual de la orientación de la política monetaria. El **Banco Central Europeo** 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.

Procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo: la disposición del **Tratado** recogida en el artículo 104 y desarrollada en el Protocolo n° 20 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. El artículo 14 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 (modificada por el Reglamento (CE) n° 1056/2005 del Consejo de 27 de junio de 2005), que es un elemento del **Pacto de Estabilidad y Crecimiento**.

Proyecciones: resultados de los ejercicios realizados cuatro veces al año para predecir la evolución macroeconómica futura de la **zona del euro**. Las proyecciones elaboradas por los expertos del **Eurosistema** se publican en junio y diciembre, mientras que las proyecciones elaboradas por los expertos del **Banco Central Europeo (BCE)** se publican en marzo y septiembre. Forman parte del **análisis económico** de la estrategia de política monetaria del BCE y constituyen, por tanto, uno de

los distintos elementos que intervienen en la evaluación de los riesgos para la **estabilidad de precios** efectuada por el **Consejo de Gobierno**.

Rentabilidad empresarial: medida de los beneficios de las sociedades, fundamentalmente en relación con sus ventas, activos o recursos propios. Hay distintas ratios de rentabilidad empresarial basadas en los estados financieros de las empresas, como la ratio de resultado de explotación (ventas menos gastos de explotación) en relación con las ventas, la ratio de resultado neto (resultado de explotación más otros ingresos y gastos, incluido impuestos, amortizaciones y resultados extraordinarios) en relación con las ventas, la rentabilidad del activo (que relaciona el resultado neto con los activos totales) y la rentabilidad de los recursos propios (que relaciona el resultado neto con los fondos aportados por los accionistas). A nivel macroeconómico, el **excedente bruto de explotación**, basado en las cuentas nacionales, por ejemplo, en relación con el PIB o con el valor añadido, suele utilizarse como medida de rentabilidad.

Riesgo de crédito: riesgo de que una **entidad de contrapartida** no atienda una obligación de pago en su totalidad, ya sea al vencimiento o en cualquier momento posterior. El riesgo de crédito incluye el riesgo de costes de reposición, el riesgo de principal y el riesgo de liquidación.

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. Puede ser tanto **riesgo de crédito** como **riesgo de liquidez**.

Riesgo de liquidez: riesgo de que una **entidad de contrapartida** no atienda una obligación de pago en su totalidad, ya sea al vencimiento o en una fecha posterior no especificada.

Riesgo de mercado: riesgo de que el valor de una inversión se reduzca debido a movimientos en las variables del mercado. Se suele considerar, en general, que existen cuatro tipos de riesgo de mercado: riesgo de precio de acciones, riesgo de tipos de interés, riesgo de tipo de cambio y riesgo de materias primas.

Riesgo sistémico: riesgo de que la imposibilidad de que una institución cumpla sus obligaciones de pago dé lugar a que otras instituciones tampoco las puedan atender. Tal incumplimiento puede causar considerables problemas de liquidez o de crédito, y, en consecuencia, podría poner en peligro la estabilidad de los mercados o la confianza en ellos.

Saldo primario: necesidad o capacidad neta de financiación de las Administraciones Públicas, excluidos los pagos por intereses de los pasivos públicos consolidados.

Sistema de evaluación del crédito del Eurosistema (ECAE): marco que define los procedimientos, normas y técnicas que garantizan que todos los activos de garantía cumplen el requerimiento de elevada calidad crediticia establecido por el Eurosistema.

Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC): está compuesto por el **Banco Central Europeo (BCE)** y los bancos centrales nacionales (BCN) de los 27 Estados miembros de la UE, es decir, incluye, además de los miembros del **Eurosistema**, 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, así como el **Consejo General**, que constituye el tercer órgano rector del BCE.

Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95): sistema detallado e integrado de cuentas macroeconómicas basado en un conjunto de conceptos estadísticos, definiciones, clasificaciones y reglas contables acordados internacionalmente, que tiene por objeto realizar una descripción cuantitativa armonizada de las economías de los Estados miembros de la UE. 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 las órdenes de pago se procesan y liquidan una por una (sin compensación) en tiempo real (de forma continua) (véase, también, **TARGET**).

Sistema de liquidación de valores (SLV): sistema que permite la tenencia y la transferencia de valores, bien libres de pago, bien contra pago (sistema de entrega contra pago) o bien contra otro activo (sistema de entrega contra entrega). Comprende todos los procedimientos institucionales y técnicos necesarios para la liquidación de operaciones con valores, así como para su custodia. El sistema puede operar mediante liquidación bruta en tiempo real, liquidación bruta o liquidación neta. Un sistema de liquidación permite el cálculo (compensación) de las obligaciones de pago de los participantes.

Swap de divisas: dos operaciones realizadas simultáneamente, al contado y a plazo, de compra-venta de una divisa por otra.

TARGET (Sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real): sistema de liquidación bruta en tiempo real (SLBTR) descentralizado para el euro, compuesto por 17 SLBTR nacionales, el mecanismo de pagos del BCE y el mecanismo de *interlinking*.

TARGET2: una nueva generación del sistema **TARGET** en la que la actual estructura técnica descentralizada será sustituida por una plataforma compartida única que ofrecerá un servicio armonizado con una estructura de precios uniforme.

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.

Tipo de cambio efectivo del euro (TCE, nominal/real): media ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro en relación con las monedas de los principales socios comerciales de la **zona del euro**. El **Banco Central Europeo** publica los índices de tipos de cambio efectivos nominales del euro frente a dos grupos de socios comerciales: el TCE-24, integrado por los 14 Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y los 10 principales socios comerciales extracomunitarios, y el TCE-44, compuesto por el TCE-24 y otros 20 países. Las ponderaciones utilizadas reflejan la participación de cada socio en el comercio de la zona del euro, así como la competencia en terceros mercados. Los tipos de cambio efectivos reales son tipos de cambio efectivos nominales deflactados por una media ponderada de precios o costes externos en relación con los precios o costes de la zona del euro. Por lo tanto, son medidas de competitividad en términos de precios y costes.

Tipos de interés de las IFM: tipos de interés aplicados por **entidades de crédito** y otras **IFM** residentes, excluidos los bancos centrales y los fondos del **mercado monetario**, a los depósitos y

préstamos denominados en euros frente a los hogares y las sociedades no financieras residentes en la **zona del euro**.

Tipos de interés oficiales del BCE: tipos de interés, fijados por el **Consejo de Gobierno**, que reflejan la orientación de la política monetaria del **Banco Central Europeo**. 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 («Tratado de Roma»). El Tratado se ha modificado en varias ocasiones, en particular por el Tratado de la Unión Europea («Tratado de Maastricht»), que estableció la base para la **Unión Económica y Monetaria** y contiene los Estatutos del **SEBC**.

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 las órdenes de pago.

Unión Económica y Monetaria (UEM): proceso que condujo a la moneda única, el euro y a la política monetaria única de la **zona del euro**, así como a la coordinación de las políticas económicas de los Estados miembros de la UE. Este proceso, conforme a lo establecido en el **Tratado**, se llevó a cabo en tres fases. La tercera y última fase se inició el 1 de enero de 1999 con la transferencia de las competencias monetarias al **Banco Central Europeo** y con la introducción del euro. El canje de monedas y billetes realizado el 1 de enero de 2002 completó el proceso de constitución de la UEM.

Valor de referencia para el crecimiento de M3: la tasa de crecimiento interanual de **M3** a medio plazo que es compatible con el mantenimiento de la **estabilidad de precios**. Actualmente, el valor de referencia para el crecimiento anual 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. Estos valores incorporan normalmente un tipo de interés nominal 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. Los valores de renta variable suelen generar ingresos en forma de dividendos.

Volatilidad implícita: la volatilidad esperada (es decir, la desviación típica) de las tasas de variación del precio de un activo (v.g., una acción o un bono). Puede obtenerse a partir del precio de los activos, de la fecha de vencimiento y del precio de ejercicio de sus opciones, así como a partir de una tasa de rendimiento sin riesgo, utilizando un modelo de valoración de opciones como el modelo Black-Scholes.

Zona del euro: zona que incluye aquellos Estados miembros que, de conformidad con el **Tratado**, han adoptado el euro como moneda única y en la cual se aplica una política monetaria única bajo la responsabilidad del **Consejo de Gobierno** del **Banco Central Europeo**. La zona del euro esta compuesta actualmente por Bélgica, Irlanda, Alemania, Grecia, España, Francia, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Austria, Portugal, Eslovenia y Finlandia.

ISSN 1561452-2



9 771561 452003