



BANCO CENTRAL EUROPEO

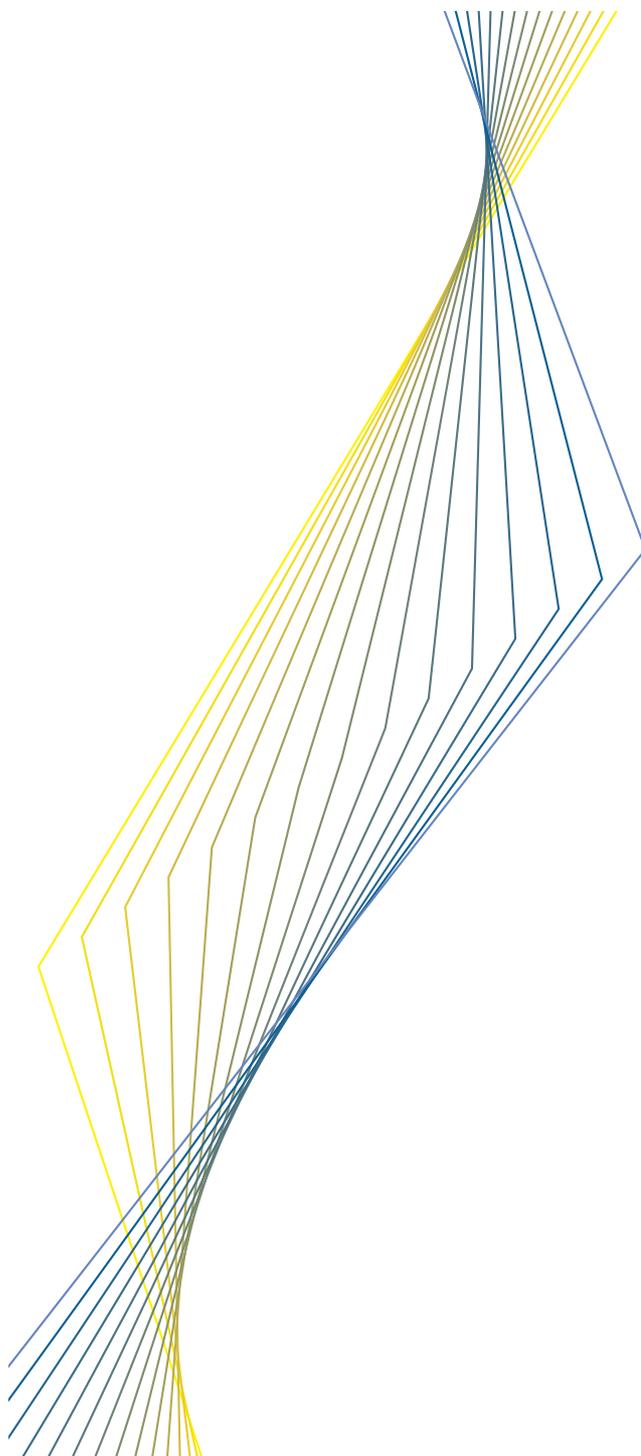
ECB EZB EKT BCE EKP

INFORME ANUAL

2000



BANCO CENTRAL EUROPEO



**INFORME
ANUAL**

2000

© Banco Central Europeo, 2001

Dirección	Kaiserstrasse 29 D-60311 Frankfurt am Main Alemania
Apartado de correos	Postfach 16 03 19 D-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

Todos los derechos reservados.

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

La recepción de datos para elaborar este Informe se ha cerrado el 13 de marzo de 2001.

ISSN 1561-4530

Índice

Prólogo	2
---------	---

Capítulo I

Evolución económica y política monetaria

1 Panorámica: decisiones de política monetaria en el año 2000	12
2 Evolución monetaria y financiera	18
2.1 Evolución monetaria	18
2.2 Mercados financieros	22
3 Evolución de los precios	33
4 Producto, demanda y mercado de trabajo	40
5 Evolución de las finanzas públicas	51
6 Entorno macroeconómico mundial, tipos de cambio y balanza de pagos	55

Capítulo II

Operaciones como banco central

1 Instrumentación de la política monetaria	66
1.1 Panorámica general	66
1.2 Operaciones principales de financiación	68
1.3 Operaciones de financiación a plazo más largo	70
1.4 Otras operaciones de mercado abierto	70
1.5 Facilidades permanentes	70
1.6 Sistema de reservas mínimas	71
1.7 Activos de garantía admitidos por el Eurosistema y su utilización en las operaciones de crédito	72
1.8 Participación de las entidades de contrapartida del Eurosistema en las operaciones de política monetaria	73
1.9 Actividad del mercado monetario	74
2 Operaciones de los sistemas de pago y de liquidación	74
2.1 El sistema TARGET	74
2.2 Modelo de corresponsalía entre bancos centrales	76
3 Operaciones en divisas y gestión de los activos exteriores de reserva del Eurosistema	78
3.1 Operaciones en divisas	78
3.2 Activos exteriores de reserva del Eurosistema	78
3.3 Evolución del enfoque del Eurosistema sobre la gestión de las reservas exteriores	79

4	Gestión de los recursos propios del BCE	79
5	Gestión de riesgos	80
5.1	Introducción	80
5.2	Operaciones de gestión de activos	80
5.3	Operaciones de política monetaria y de sistemas de pago	81
5.4	Estado actual	82

Capítulo III

La integración de Grecia en la zona del euro

1	Evolución económica, financiera y monetaria de Grecia	86
2	Aspectos jurídicos de la integración del Banco de Grecia en el Eurosistema	90
3	Aspectos operativos de la integración del Banco de Grecia en el Eurosistema	91
3.1	Operaciones de política monetaria	92
3.2	Aportaciones al capital, a las reservas y a los activos exteriores de reserva del BCE	92

Capítulo IV

	Evolución económica de otros países de la Unión Europea	96
--	--	-----------

Capítulo V

Asuntos europeos, internacionales y bilaterales

1	Asuntos europeos	108
1.1	El papel del Eurogrupo	109
1.2	El Consejo Europeo Extraordinario de Lisboa sobre el empleo, la reforma económica y la cohesión social	109
1.3	Conferencia Intergubernamental	110
2	Asuntos internacionales	112
2.1	Acuerdos institucionales con los organismos internacionales	112
2.2	Supervisión multilateral y bilateral de las políticas macroeconómicas	113
2.3	Seguimiento de la evolución de los mercados financieros mundiales	115
2.4	Arquitectura del sistema financiero internacional	116
3	Relaciones bilaterales	118
3.1	Relaciones con los países candidatos a la adhesión	118
3.2	Relaciones con otros países	121

Capítulo VI

Sistemas de pago y de liquidación de valores

1	Cuestiones generales	126
2	Vigilancia de los sistemas de grandes pagos	127
3	Supervisión de los sistemas de pago al por menor	129
4	Actividad de otros sistemas de pago	130
5	Política relativa a los sistemas de liquidación de valores	131

Capítulo VII

Estabilidad financiera y supervisión prudencial

1	Marco institucional para la estabilidad financiera	136
2	Evolución del sector bancario	137
3	Avances en materia de normativa	141

Capítulo VIII

Producción de billetes denominados en euros y preparativos para el canje del efectivo

1	Producción de billetes y monedas en euros	146
2	Calidad de los billetes y monedas en euros	146
2.1	Calidad de los billetes	146
2.2	Calidad de las monedas	146
3	Protección de los billetes y monedas en euros contra la falsificación	146
4	Campaña de información Euro 2002	147
4.1	Campaña publicitaria en los medios de comunicación	147
4.2	Contactos con la prensa y relaciones públicas	148
4.3	Plan de Colaboración	148
4.4	Otros elementos	148
5	Introducción de los billetes y monedas en euros en el año 2002	
5.1	Modalidades financieras para el canje del efectivo en el 2002	149
5.2	Canje del efectivo fuera de la zona del euro	151
5.3	Duración del período de doble circulación	151
5.4	Canje de los billetes nacionales por parte de los bancos centrales nacionales	152
5.5	Adaptación de los cajeros automáticos y de las máquinas clasificadoras y expendedoras	152

Capítulo IX

Desarrollo del sistema estadístico

1	Introducción	156
2	Estadísticas monetarias y bancarias y estadísticas sobre los mercados financieros	156
3	Estadísticas de balanza de pagos, reservas internacionales y posición de inversión internacional, y tipos de cambio efectivos	157
4	Cuentas financieras	158
5	Estadísticas de las Administraciones Públicas	159
6	Estadísticas económicas generales	159
7	Cooperación con la Comisión Europea y con organismos internacionales	159
8	Estadísticas de los Estados miembros no pertenecen a la UEM y de los países candidatos a la adhesión	160

Capítulo X

Otras tareas y actividades

1	Funciones consultivas	164
2	Cumplimiento de las prohibiciones relativas a la financiación monetaria y al acceso privilegiado	164
3	Gestión de las operaciones de endeudamiento y de préstamo de la Comunidad Europea	167

Capítulo XI

Comunicación externa y rendición de cuentas

1	Política y actividades de comunicación del BCE	170
1.1	Objetivos de la política de comunicación	170
1.2	Actividades de comunicación	171
2	Intercambio de información y de opiniones con el Parlamento Europeo	172
2.1	Relaciones entre el BCE y el Parlamento Europeo	172
2.2	Opinión del BCE sobre cuestiones concretas planteadas en las reuniones con el Parlamento Europeo	172

Capítulo XII

Marco institucional del Eurosistema y del Sistema Europeo de Bancos Centrales

1 Eurosistema y Sistema Europeo de Bancos Centrales	180
2 Órganos rectores del BCE	181
2.1 Consejo de Gobierno	181
2.2 Comité Ejecutivo	183
2.3 Consejo General	184
3 Organización del BCE	186
3.1 Gestión institucional	186
3.2 Gestión de recursos humanos	187
3.3 Organigrama del BCE	189
4 Comités del SEBC	190

Capítulo XIII

Cuentas anuales del BCE y balance consolidado del Eurosistema del año 2000

Balance a 31 de diciembre de 2000	194
Cuenta de pérdidas y ganancias del ejercicio 2000	196
Normativa contable	197
Notas al balance	201
Notas a la cuenta de pérdidas y ganancias	206
Informe de auditoría	208
Nota sobre la distribución de beneficios del BCE	209
Balance consolidado del Eurosistema a 31 de diciembre de 2000	210

Anexos

Glosario	214
Cronología	228

Documentos publicados por el Banco Central Europeo (BCE)	233
---	------------

Lista de Recuadros, Cuadros y Gráficos

Recuadros

1	Proyecciones económicas elaboradas por los expertos del Eurosistema publicadas por el BCE	13
2	La volatilidad de las bolsas aumentó impulsada por los mercados de valores de alta tecnología	31
3	Efectos sobre los precios de las reformas de la regulación de las industrias de red de la zona del euro	37
4	Principales características del crecimiento del PIB de la zona del euro en los últimos años	42
5	El descenso del desempleo desde una perspectiva a más largo plazo	48
6	Envejecimiento de la población y necesidad de reformar los sistemas de pensiones de la zona del euro	54
7	Repercusiones estadísticas de la inclusión de Grecia en la zona del euro	88
8	Diferenciales de inflación entre los países de la UE no participantes en la zona del euro y dicha zona	102
9	Disposiciones del Tratado de Niza	111
10	Revisión de la composición y del tipo de interés del DEG por parte del FMI	113
11	Principales conclusiones del seminario de Viena	121
12	Procedimientos de consulta durante el año 2000	164
13	Comparecencias públicas de representantes del BCE ante el Parlamento Europeo en el año 2000	173

Cuadros

1	Evolución de precios y costes en la zona del euro	34
2	Composición del crecimiento del PIB real en la zona del euro	41
3	Producción industrial en la zona del euro	46
4	Evolución del mercado de trabajo en la zona del euro	47
5	Déficit, deuda y operaciones de las Administraciones Públicas en la zona del euro	52
6	Flujo de pagos en TARGET	75
7	Día de máxima actividad en TARGET en el 2000	75
8	Indicadores macroeconómicos de Grecia	87
9	Indicadores macroeconómicos de Dinamarca	97
10	Indicadores macroeconómicos de Suecia	99
11	Indicadores macroeconómicos del Reino Unido	101
12	Ponderaciones de las monedas que integran la cesta de composición del DEG	113
13	Operaciones nacionales y transfronterizas en los balances de las OIFM de la zona del euro	139
14	Cantidades de billetes en euros que habrán de producirse antes del 1 de enero de 2002	152

Gráficos

1	Tipos de interés del BCE y tipos de interés del mercado monetario	16
2	Crecimiento de M3 y valor de referencia	18
3	Componentes de M3	19
4	Crédito de las IFM: detalle por sectores	21
5	Saldo vivo de los valores de renta fija denominados en euros emitidos por los residentes de la zona del euro	22
6	Tipos de interés a corto plazo en la zona del euro	24
7 (a)	Rendimiento de la deuda pública a largo plazo en la zona del euro, Estados Unidos y Japón;	26
(b)	Diferencial entre los tipos de interés a diez años de Estados Unidos y de la zona del euro	26
8	Tasa de inflación implícita calculada para el IPC francés	27
9	Tipos de interés a corto plazo aplicados por las entidades de crédito a su clientela y tipos de mercado comparables	28
10	Tipos de interés a largo plazo aplicados por las entidades de crédito a su clientela y tipos de mercado comparables	29
11	Índices bursátiles de la zona del euro, Estados Unidos y Japón	30
12	IAPC de la zona del euro: desagregación por componentes	35
13	Precios de consumo, precios industriales y precios de las importaciones en la zona del euro	39
14	Contribuciones al crecimiento trimestral del PIB real en la zona del euro	41
15	Desempleo en la zona del euro	50
16	Principales indicadores de las economías más industrializadas	58
17	Tipo de cambio efectivo nominal	60
18	Factores de liquidez y utilización de las facilidades permanentes en la zona del euro	67
19	Pujas totales y porcentaje de adjudicación	69
20	Evolución de los activos transfronterizos en porcentaje del total de los activos de garantía entregados al Eurosistema	77
21	Cooperación entre el BCE y los bancos centrales de los países candidatos	120

Abreviaturas

Países

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

Otras

AAPP	Administraciones Públicas
BCE	Banco Central Europeo
BCN	Bancos Centrales Nacionales
BPI	Banco de Pagos Internacionales
CD	Certificados de Depósito
c.i.f.	Coste, seguro y fletes (Cost, insurance and freight)
CUCI Rev. 3	Clasificación uniforme del comercio internacional (revisión 3)
ECU	Unidad Europea de Cuenta
EUR	Euro
FMI	Fondo Monetario Internacional
FMM	Fondos del Mercado Monetario
f.o.b.	Franco a bordo (Free on board)
IAPC	Índice Armonizado de Precios de Consumo
IFM	Instituciones Financieras Monetarias
IME	Instituto Monetario Europeo
IPC	Índice de Precios de Consumo
MBP5	Quinta edición del Manual de Balanza de Pagos
mm	miles de millones
OIT	Organización Internacional del Trabajo
PIB	Producto Interior Bruto
SEBC	Sistema Europeo de Bancos Centrales
SEC 95	Sistema Europeo de Cuentas Nacionales 1995
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria

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

En las catorce páginas que separan los capítulos del presente Informe Anual se reproducen cuadros en color de monedas de euro. Estas obras se realizaron en el contexto del proyecto titulado “Mundo Euro: pintura europea para jóvenes con cáncer”, patrocinado por el presidente del BCE. Niños, jóvenes y artistas de los países de la Unión Europea dedicaron sus esfuerzos y su imaginación a pintar aproximadamente 1000 enormes monedas de euro, que decoraron las calles de Fráncfort durante muchos meses del año 2000 y que recorrerán otras ciudades europeas en el 2001. El BCE adquirió catorce cuadros. Dos de las obras permanecerán en el BCE, mientras que las doce restantes, pintadas por jóvenes con cáncer de los doce países de la zona del euro, se donarán a los hospitales de los niños que participaron en el proyecto. El BCE se alegra de haber contribuido de esta forma a los objetivos caritativos del proyecto Mundo Euro.

	Page
Vesaliusinstituut KTA Oostende, Bélgica Autor: Jacky De Mayer. Título: Euro's Spring	XII
Universitätsklinik Fráncfort del Meno, Alemania Autor: Ferry Ahrlé. Título: Europe follow me	10
Hospital Infantil Virgen del Rocío, Niños Ud. Oncología Pediátrica, Sevilla, España Autores: niños del hospital. Sin título	64
Grecia Autor: Marios Spilopoulos. Sin título	84
Les enfants de l'unité de pédiatrie de l'Institut Gustave Roussy et le Rire Médecin, Francia Autores: Marine, Hugues, Tiphaine, Romain, Christine, Farid, Guillaume, Founé, Christelle, Magalie, Adel y Si-Amed. Sin título	94
Our Lady's Hospital for Sick Children, Irlanda Autor: Eamonn Coleman. Sin título	106
Clinica Pediatrica Ospedale "S. Gerardo", Italia Autores: Pedrotti Riccardo y Francesca Zavanone. Sin título	124
Mitarbeiterkinder der Luxair S.A., Luxemburgo Autor: Paule Lemmer. Título: Tracing the EURO	134
VU – Ziekenhuis, Kinderkliniek Amsterdam, Países Bajos Sin título	144
Sir-Karl-Popper-Schule, Vienna, Austria Autor: Christian Ludwig Attersee. Sin título	154
Jardim de Infância de Gueifães, nº 1 – Maia, Portugal Autores: Emerenciano, Inês, Ricardo, Maria y Ana. Título: All together	162
Helsinki Art School for Young People, Finlandia Autor: Annu Martikainen. Título: Colours playing along	168
Académie du Westhoek, Koksijde, Bélgica Autor: Chantal Grand. Título: Euro 2000 – Unity	178
Kinderkrebstation der Klinik Innsbruck, Austria Autor: Marie Luise Klimbacher. Sin título	192



Vesaliusinstituut KTA Oostende, Bélgica

Autor: Jacky De Mayer. Título: Euro's Spring

Prólogo



El euro ha cumplido ya su segundo año de vida. En 1999, las subidas de precios fueron de muy poca magnitud en los países de la zona del euro. El año pasado, la inflación superó ligeramente el 2% que el Banco Central Europeo (BCE) considera compatible con la estabilidad de precios a medio plazo.

El aumento de la inflación durante el año pasado obedeció principalmente a influencias externas. El precio del petróleo se elevó con rapidez, al tiempo que el euro se depreciaba frente a las principales monedas, en un clima de fuerte crecimiento económico, factores que podrían haber repercutido en la estabilidad de precios a medio plazo. En consecuencia, durante la mayor parte del año 2000, la estabilidad de precios estuvo sometida a riesgos al alza, como se puso de manifiesto también en la evolución monetaria. El crecimiento monetario se mantuvo muy por encima del valor de referencia del 4,5% prácticamente durante todo el año.

Para mantener las perspectivas de estabilidad de los precios en el medio plazo, el Consejo de Gobierno del BCE decidió elevar los tipos de interés oficiales en seis ocasiones a lo largo del año. Hacia finales de año, se produjo una cierta moderación de los riesgos para la

estabilidad de precios. El crecimiento monetario se redujo paulatinamente, acercándose al valor de referencia; bajó el precio del petróleo; el tipo de cambio del euro se recuperó con respecto a los mínimos registrados en octubre y se hizo más patente la desaceleración de la economía estadounidense. El crecimiento económico de la zona del euro siguió siendo sólido, aunque se redujo ligeramente con respecto a los altos niveles observados al comienzo del año. Sin embargo, a finales del 2000 y principios del 2001, persistían aún algunos factores de riesgo al alza para la estabilidad de precios relacionados con la evolución de los salarios, la política fiscal y el desfase en la repercusión de los incrementos del precio del petróleo y de la depreciación del euro registrados anteriormente.

Contemplando desde la perspectiva actual los dos primeros años de existencia del euro, hay razones para reiterar las favorables conclusiones que presenté en el Informe Anual del año pasado. La inflación se ha mantenido en niveles relativamente bajos, sobre todo, teniendo en cuenta el acusado incremento de los precios del petróleo. Los mercados financieros han mostrado su confianza en la determinación y la capacidad de que ha hecho gala el BCE para mantener la estabilidad de precios – su objetivo principal – a medio y largo plazo. Esto quedó patente en el nivel alcanzado por los tipos de interés a largo plazo, que indica que los mercados esperan que se mantenga dicha estabilidad en la zona del euro. El BCE ha conseguido ya un grado de credibilidad considerable.

La introducción del euro ha intensificado el proceso de cambio en el sector financiero y, en general, en la economía de la zona. De hecho, se ha empezado a afianzar la idea de la existencia de una entidad económica única, algo crucial para entender la política monetaria del BCE, que siempre se ha orientado a mantener la estabilidad de los precios en el conjunto de la zona. Los mercados financieros de la zona han seguido integrándose y la concentración del sector financiero se ha visto impulsada con la introducción de la moneda única. Los dos procesos están relacionados y

todavía no han concluido, como se desprende también del Plan de Acción sobre los Servicios Financieros de la Comisión Europea y del Informe preparado por el comité de sabios sobre la regulación de los mercados de valores europeos.

La introducción del euro se produjo en un clima económico favorable, y este hecho ha contribuido a la permanencia de dicho clima. Durante el pasado año, el crecimiento económico de la zona del euro (3,4%) fue el más alto de la última década. Ya había aumentado en 1999, tras registrar una ligera desaceleración después de las crisis asiática y rusa. Se creó un gran número de puestos de trabajo y se observó una caída casi continua del desempleo, aunque éste siguió siendo inaceptablemente alto, tanto como promedio en el conjunto de la zona como en algunos países en particular.

Es un hecho ampliamente reconocido que el desempleo en la zona del euro es, sobre todo, de carácter estructural. Por lo tanto, resulta gratificante que, en los dos últimos años, las reformas estructurales encaminadas a lograr un funcionamiento más flexible de los mercados laborales y de productos hayan constituido un objetivo prioritario. Más importante aún es que las medidas que se adopten sean de amplio alcance y se apliquen de forma coherente.

La situación presupuestaria de los países que integran la zona del euro es mucho más saneada que hace solo unos pocos años. Es justo señalar, no obstante, que la reciente reducción de los déficit públicos es atribuible en mayor medida al bajo nivel de los tipos de interés y a unas tasas de crecimiento más altas de lo previsto que a las medidas encaminadas a mejorar los saldos presupuestarios. Es importante que los países sigan avanzando por la senda del ajuste presupuestario para cumplir los requisitos del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. La favorable evolución económica de la zona del euro se ha visto facilitada por los avances logrados en materia de saneamiento presupuestario, así como por la moderación salarial, las reformas estructura-

les y la estabilidad de los precios. Todos estos logros, si se mantienen, contribuirán seguramente a aumentar el potencial de crecimiento de Europa y a estimular una reducción del desempleo en los próximos años. En los dos primeros años de vida del euro, se ha observado que el marco de la política monetaria a nivel europeo es satisfactorio. No se han producido las graves deficiencias que temían algunos. Es crucial acatar este marco conforme a lo acordado, lo que no significa que no puedan llevarse a cabo nuevas mejoras, siempre y cuando proceda, sobre la base de la experiencia.

Todavía queda un largo camino por recorrer, pero es mucho lo que se ha logrado hasta ahora. No obstante, un hecho que vale la pena destacar es que el público no siempre ha sido plenamente consciente del balance, en general positivo, de estos dos años de existencia del euro. No es éste el lugar adecuado para analizar con detalle esta brecha entre percepción y realidad. Incluso podría ser imposible explicar totalmente este fenómeno. Sin embargo, el hecho de que el euro sea algo nuevo y que, como aún no circula en forma de billetes y monedas, se perciba como poco “visible” o “concreto” ha sido, probablemente, un factor importante.

En cualquier caso, se ha prestado excesiva atención – sobre todo entre el público – a la depreciación del euro. Aunque la zona del euro es una economía relativamente cerrada, dicha depreciación se ha sumado a los riesgos al alza para la estabilidad de precios, como se mencionó anteriormente, debido a su persistencia y su magnitud. Era evidente que el tipo de cambio ya no estaba en consonancia con la solidez de las variables económicas fundamentales de la zona. Esta situación, unida a la atención que la evolución del tipo de cambio recibió en los medios de comunicación, tendió también a afectar a la confianza del público en el euro.

Los temores suscitados por las posibles repercusiones de la evolución del tipo de cambio del euro en la economía mundial, que compartían también nuestros socios del G7,

desencadenaron finalmente en el mes de septiembre, a instancias del BCE, la intervención en los mercados de divisas, junto con dichos socios. En noviembre, de forma unilateral, el Eurosistema volvió a intervenir en los mercados. A finales del año pasado el euro comenzó a recuperarse.

La percepción respecto al euro y el debate en torno al tipo de cambio en los años 1999 y 2000 son ejemplos prácticos y concretos de algo que siempre hemos sabido en términos abstractos: afianzar la confianza en el euro y, en especial, la confianza del público, es un proceso que lleva tiempo. La mejor forma de conseguirlo es mantener un historial de baja inflación y demostrar la determinación con la que el BCE persigue su objetivo de estabilidad de precios. Aunque se ha tenido buen comienzo, un historial, por definición, lleva su tiempo. Como la estabilidad de precios es algo que nunca puede darse por sentado, éste es el principal desafío que se le plantea al Eurosistema en los años venideros.

Como ya señalé, uno de los mayores inconvenientes a la hora de concienciar a los ciudadanos europeos respecto a la nueva moneda es el hecho de que los billetes y monedas no circularán hasta el próximo año, lo que da una idea de la importancia del acontecimiento. Este año culminarán los preparativos de su puesta en circulación que coincidirá con el cambio de todos los sistemas de cuentas al euro. Así es esencial que todo el mundo se prepare a conciencia para la última etapa de la transición a la nueva moneda.

En el presente Informe Anual se resumen las actividades del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) y del Eurosistema en el año 2000. También se ofrece información sobre la política monetaria aplicada en el año pasado y en el año en curso. En el Informe se hace hincapié en las muchas cuestiones, algunas de ellas de carácter técnico, que se han resuelto y se están resolviendo, para hacer del Eurosistema el banco central de la zona del euro. Aunque, en su mayoría, se presentan cuestiones que guardan relación directa o indirecta con la política monetaria, también se abordan

otras actividades del Eurosistema, entre las que mencionaré algunas. En los trece capítulos de este Informe se presenta una exposición detallada de todas ellas.

Las decisiones del BCE en materia de política monetaria siguieron centrándose en el objetivo principal de mantener la estabilidad de precios a medio plazo (véase capítulo I). Esta política se basa, como en el pasado, en nuestra estrategia de dos pilares. Por lo que respecta al segundo pilar, el BCE comenzó a publicar el año pasado las proyecciones económicas de los expertos del Eurosistema. En el contexto de la política del BCE, esta acción debe interpretarse como un ejemplo de apertura y transparencia, que no conlleva cambio alguno en la estrategia de política monetaria. En relación al primer pilar, el Consejo de Gobierno confirmó el valor de referencia del 4,5% para el crecimiento interanual de la oferta monetaria, puesto que no habían variado los determinantes básicos de dicho valor. Sin embargo, se llegó a la conclusión de la existencia de una mayor incertidumbre en torno al crecimiento económico en la zona del euro a medio plazo. Aunque no se aprecian todavía indicios claros de un mayor crecimiento potencial de la zona como consecuencia de la aparición de la "nueva economía", sí se aprecia en cierta medida, a nivel microeconómico, que la situación puede cambiar en el futuro.

El marco operativo del Eurosistema siguió funcionando satisfactoriamente (véase capítulo II). La única excepción fue la aparición paulatina de un problema de fuerte sobrepuja por parte de las entidades de crédito en las operaciones principales de financiación, que obligó al Eurosistema a cambiar el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo por el de subasta a tipo de interés variable con un tipo mínimo de puja. Como se explicó en su momento, el tipo mínimo de puja del nuevo procedimiento señala la orientación de la política monetaria, al igual que lo había hecho anteriormente el tipo de interés fijo, puesto que no se pretendía modificar la orientación de dicha política. Hasta ahora, la experiencia ha sido muy positiva.

Este año, Grecia se ha convertido en el duodécimo país miembro de la zona del euro (véase capítulo III), decisión que se adoptó en vista de la convergencia conseguida. De conformidad con la normativa, el BCE publicó un Informe de Convergencia en el año 2000, y a lo largo del año se realizaron una serie de preparativos técnicos para la integración de Grecia. También cabe mencionar que, tras la celebración de un referéndum, Dinamarca decidió no adoptar el euro. Esto no supuso ningún cambio en las relaciones entre el BCE y el *Danmarks Nationalbank*, ya que Dinamarca siguió participando en el MTC II y la corona danesa se mantuvo dentro de una banda de fluctuación estrecha frente al euro (véase capítulo IV).

Durante el pasado año, el Eurosistema ha seguido afianzando su papel en la cooperación internacional (véase capítulo V), actividad que revistió múltiples dimensiones. En primer lugar, el BCE siguió manteniendo y desarrollando relaciones con las instituciones y los órganos de la Comunidad Europea. En segundo lugar, el Eurosistema volvió a participar en actividades de cooperación internacional de carácter monetario, económico y financiero, mostrando especial interés en la labor realizada por organismos y foros internacionales sobre la evolución de los mercados financieros mundiales. En tercer lugar, el BCE siguió profundizando sus relaciones de trabajo con numerosos bancos centrales ajenos a la Unión Europea (UE). El Eurosistema intensificó el diálogo con los bancos centrales de los países candidatos a la adhesión. El BCE estableció relaciones con los bancos centrales de países europeos candidatos a la adhesión, de las principales economías de mercados emergentes y de algunos países industrializados.

En junio del 2000, el BCE publicó una declaración en la que explicaba la función del Eurosistema en el ámbito de la vigilancia de los sistemas de pago (véase capítulo VI). Fomentar el funcionamiento fluido de estos sistemas es una función esencial de todo banco central, directamente vinculada con sus responsabilidades en materia de política monetaria y estabilidad financiera.

En 1999, el Eurosistema formuló una serie de objetivos para agilizar el funcionamiento de los servicios de pago al por menor transfronterizos y reducir sus costes (véase capítulo VI). El año pasado, el Eurosistema evaluó los avances realizados en este área e identificó los asuntos pendientes. Se llegó a la conclusión de que el sector bancario y los sistemas de pago se han comprometido a cumplir dichos objetivos y de que se ha progresado en la preparación de una gestión más eficiente de las transferencias al por menor transfronterizas, aunque se han detectado también algunos problemas. El Eurosistema ha propuesto soluciones a dichos problemas y seguirá supervisando cuidadosamente las actividades del sector bancario y los avances en el cumplimiento de los objetivos comentados, para que, en última instancia, los preparativos se traduzcan en unos servicios satisfactorios para los ciudadanos europeos.

El Eurosistema se mantiene atento a la evolución del dinero electrónico y a sus repercusiones en los bancos centrales (véase capítulo VI). En el año 2000, se ha colaborado activamente con las autoridades europeas en la preparación de un nuevo marco normativo para las entidades de dinero electrónico, que ya ha sido adoptado. En gran medida, la nueva regulación responde a las inquietudes del BCE en materia de política monetaria, supervisión prudencial y sistemas de pago.

La estrecha cooperación entre los responsables de la vigilancia de los sistemas de pago y los supervisores bancarios es esencial para contribuir a establecer una estrategia global de reducción de los riesgos en el sistema financiero (véanse capítulos VI y VII). El BCE y los bancos centrales nacionales (BCN) del SEBC, en su calidad de responsables de la vigilancia de los sistemas de pago, y las autoridades de supervisión bancaria de los países de la UE han acordado un "Protocolo de Cooperación". Este Protocolo establece el intercambio de información entre los distintos supervisores con respecto a los sistemas interbancarios de transferencia de grandes pagos, con el fin de garantizar la solvencia y la estabilidad tanto de los sis-

temas como de las entidades que participan en ellos.

La creciente integración de las actividades bancarias y financieras en la zona del euro y en la UE llevó a las autoridades de esta última a examinar durante el año 2000 los mecanismos institucionales y el marco normativo diseñados para salvaguardar la estabilidad financiera (véase capítulo VII). En el “Informe sobre Estabilidad Financiera” se llegó a la conclusión de que los mecanismos institucionales vigentes constituyen una base coherente y flexible para salvaguardar dicha estabilidad, si bien es necesario introducir algunas mejoras en cuanto a su funcionamiento operativo. El BCE respalda la postura adoptada en el Informe. Además del interés general del Euro-sistema en la integración de los mercados de valores, sus propias funciones en los ámbitos de los sistemas de pago, la supervisión prudencial y la estabilidad financiera constituyen un incentivo aún mayor para seguir de cerca y evaluar la evolución de la infraestructura y del marco normativo de dichos mercados. En este contexto, el BCE participó activamente en el proceso de consulta iniciado por el Comité de Sabios sobre la regulación de los mercados de valores europeos y respalda ampliamente la propuesta presentada por el Comité para lograr que el proceso regulador sea más flexible y eficaz.

Con la asistencia del Comité de Supervisión Bancaria, se han perfeccionado los instrumentos de análisis del sector bancario para establecer un procedimiento de seguimiento del riesgo sistémico en el conjunto de la UE y de la zona del euro. Además, se ha mejorado el análisis de los principales cambios estructurales registrados por el sector bancario y financiero (véase capítulo VII).

Como parte de los preparativos para la introducción de los billetes y monedas en euros, el BCE y los BCN del Eurosistema están llevando a cabo la “Campaña de Información Euro 2002” (véase capítulo VIII), con el eslogan “el euro, nuestra moneda”. La campaña la están llevando a cabo el BCE, a nivel internacional, y los doce BCN del Eurosistema, a

nivel nacional. La campaña, puesta en marcha en coordinación con campañas similares a cargo de las autoridades nacionales, gira en torno a cuatro mensajes principales:

- la apariencia de los billetes y monedas,
- los elementos de seguridad que permitirán reconocer los billetes y monedas auténticos,
- las denominaciones,
- las modalidades del canje.

Estos mensajes se transmiten a través de tres canales principales: una campaña publicitaria en los medios de comunicación, material divulgativo destinado a la prensa y al público y la colaboración con otros grupos que realizan actividades similares (a través del Plan de Colaboración).

El Consejo de Gobierno ha acordado los principios generales del modelo de canje del efectivo en el 2002 (véase capítulo VIII). A tal efecto, se ha tenido en cuenta el papel fundamental que las entidades de crédito han de desempeñar para que el canje se realice con éxito. Se han decidido la distribución y redistribución anticipadas de los billetes, el modelo de débito y la cobertura de riesgos.

En el año 2000, el trabajo estadístico del BCE se centró en garantizar un cumplimiento adecuado de las funciones del Eurosistema. Así, la información ha sido recibida, procesada, difundida y publicada oportunamente, con un alto nivel de calidad y con una buena base documental (véase capítulo IX). Dicho trabajo se llevó a cabo en estrecha colaboración con los BCN, que son los encargados de recoger los datos que proporcionan las unidades informantes y de elaborar las estadísticas nacionales a partir de las que se calculan los agregados de la zona del euro. Aunque no hay razones para dudar que se cuenta con información suficiente para adoptar decisiones acertadas en materia de política monetaria, también es cierto que todavía hay margen para mejorar, sobre todo, en lo que se refiere a algunas

estadísticas de variables económicas que no están disponibles en todos los países de la zona del euro, o en una armonización adecuada de los datos nacionales. La responsabilidad respecto a las estadísticas económicas de la UE recae principalmente sobre la Comisión Europea (Eurostat). El BCE y la Comisión colaboraron estrechamente para establecer un plan de acción que identificase las materias en cada Estado miembro y los ámbitos estadísticos que requerían avances urgentes. Los ámbitos identificados como los más necesitados de mejora son las cuentas nacionales trimestrales, las estadísticas trimestrales de las Administraciones Públicas, las estadísticas del mercado de trabajo, algunos datos relativos a indicadores de coyuntura empresarial a corto plazo y las estadísticas de comercio exterior.

El BCE deberá ser consultado por las instituciones comunitarias pertinentes y por las autoridades nacionales responsables, según corresponda, acerca de cualquier propuesta de acto comunitario o proyecto de disposición legal nacional que entre en el ámbito de sus competencias (véase capítulo X). En el año 2000, se formularon un total de 32 consultas, de las cuales tres se referían a la adopción del euro por parte de Grecia; cuatro, a la introducción de los billetes y monedas denominados en euros, y siete, a actos jurídicos comunitarios. El resto de las consultas fueron proyectos de disposiciones legales nacionales.

Durante el año 2000, los miembros del Comité Ejecutivo del BCE y su Presidente, en particular, continuaron compareciendo ante el Parlamento Europeo para informar sobre la política monetaria y otras actividades del SEBC (véase capítulo XI). En consonancia con la práctica habitual, comparecí trimestralmente ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo. Estas comparencias se centraron en la evolución económica y de la política monetaria y, en especial, en los factores que pueden afectar a la estabilidad de precios. Informé sobre las decisiones adoptadas por el Consejo de Gobierno en el área de la política monetaria, así como en otros ámbitos de competencia del SEBC, y expliqué con detalle el análisis en

el que se habían basado dichas decisiones. Además, los miembros del Comité Ejecutivo del BCE comparecieron ante la misma Comisión en otras ocasiones. Nuestras comparencias periódicas ante el Parlamento Europeo constituyen un instrumento esencial para proporcionar a los ciudadanos europeos y a sus representantes electos explicaciones detalladas sobre la manera en la que el BCE y el Eurosistema cumplen el mandato que les confiere el Tratado.

Además de los órganos rectores del BCE (el Comité Ejecutivo, el Consejo de Gobierno y el Consejo General), la gestión institucional comprende, distintos procedimientos de control externo (véase capítulo XII). Los Estatutos del SEBC y del BCE prevén dos de ellos, a saber, los auditores externos y el Tribunal de Cuentas Europeo. Más recientemente, se ha constituido un Comité de Lucha contra el Fraude como un sistema de control adicional. Además, conviene mencionar que también existe un control interno que depende del Comité Ejecutivo y que, entre otras funciones, realiza un seguimiento continuo de las tareas de auditoría. En octubre del año pasado, el Consejo Ejecutivo aprobó el Código de Conducta del Banco Central Europeo, que sirve de guía y de referencia para el personal del BCE y para los miembros del Comité Ejecutivo. El Código persigue unos niveles altos de ética profesional en el desempeño de las funciones en la institución, así como en las relaciones con los BCN, las autoridades públicas, los participantes en los mercados, los representantes de los medios de comunicación y con el público. El Comité Ejecutivo también adoptó una normativa detallada para evitar el uso indebido de la información confidencial referente a los mercados financieros, como las normas de “información privilegiada” y “las murallas chinas”.

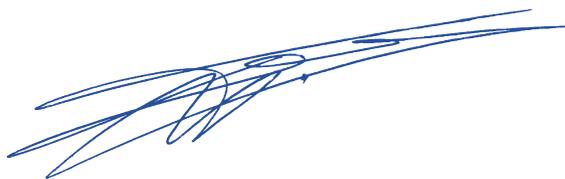
A finales del año 2000, el número de empleados del BCE provenientes de los quince Estados miembros ascendía a 941 (véase capítulo XII), frente a los 732 de finales de 1999. En el presupuesto del BCE para el año 2001 se prevé que a finales de año el número de empleados se sitúe ligeramente por encima de los 1.100.

El año pasado, el BCE cerró el ejercicio con un beneficio de explotación de 4,6 mm de euros, descontadas las provisiones especiales de 2,6 mm de euros para hacer frente a los riesgos de tipo de cambio y de tipo de interés (véase capítulo XIII). Los beneficios obtenidos de las intervenciones del BCE en los mercados de divisas contribuyeron, en gran medida, a este resultado.

Una de las ventajas de la moneda única es que la zona del euro, probablemente, sea ahora menos vulnerable a perturbaciones económicas que en el pasado. Hay motivos reales para ser optimistas con respecto a las perspectivas de la economía de la zona. Pero, además, la

existencia de una economía sólida, la resolución paulatina del problema del desempleo, la mejora de la estructura de la economía y el mantenimiento de una moneda estable en el ámbito interno constituyen una fuente de estabilidad para la economía mundial.

Fráncfort del Meno, marzo del 2001



Willem F. Duisenberg



Universitätsklinik Fráncfort del Meno, Alemania

Autor: Ferris Ahrlé. Título: Europe follow me

Capítulo I

Evolución económica y política monetaria

I Panorámica: decisiones de política monetaria en el año 2000

El objetivo principal de la política monetaria única es mantener la estabilidad de precios en la zona del euro. A finales de 1998, el Consejo de Gobierno del BCE definió la estabilidad de precios como “un incremento anual del IAPC para la zona del euro inferior al 2%” y, además, dejó claro desde un principio que la “estabilidad de precios ha de mantenerse en el medio plazo”. En el año 2000, el Consejo de Gobierno, al adoptar las decisiones de política monetaria, siguió organizando su análisis de la información relativa a la situación económica y a las amenazas para la estabilidad de precios de conformidad con los dos “pilares” de la estrategia de política monetaria del Eurosistema.

El primer pilar asigna un papel destacado al dinero, lo que pone de manifiesto el origen fundamentalmente monetario de la inflación en el medio y largo plazo. En el contexto del primer pilar, la evolución de M3 se evalúa en relación con un valor de referencia. Este valor de referencia consiste en la tasa de crecimiento interanual de M3, que contribuye y es compatible con el mantenimiento de la estabilidad de precios en la zona del euro a medio plazo. En diciembre de 1998, el valor de referencia se fijó en una tasa de crecimiento interanual del 4,5%, y el Consejo de Gobierno confirmó este valor en diciembre de 1999.

El segundo pilar incluye un amplio conjunto de variables económicas y financieras distintas de la anterior para evaluar las perspectivas de evolución de precios en la zona del euro y los riesgos para su estabilidad. En este marco, las proyecciones macroeconómicas basadas en modelos convencionales y en el conocimiento y en las previsiones de los expertos, efectuadas fuera del Eurosistema, constituyen un instrumento fundamental para resumir la información existente que es relevante para evaluar la posible evolución futura. En noviembre del 2000, el Consejo de Gobierno decidió publicar semestralmente, a partir de diciembre del 2000, las proyecciones económicas para la zona del euro elaboradas por los expertos del Eurosistema (véase el recua-

dro I para una descripción de la publicación de las proyecciones y de su papel en la estrategia de política monetaria del BCE).

En el año 2000 se observó un sólido crecimiento económico en la zona del euro, registrándose una tasa de crecimiento interanual en torno al 3,4%, el nivel más elevado alcanzado en más de una década. Al mismo tiempo, principalmente como consecuencia de las influencias desfavorables de los precios del petróleo y del tipo de cambio del euro, las presiones a corto plazo sobre los precios se incrementaron e hicieron que la tasa de inflación media del año se situara en el 2,4%. La intensidad de estas presiones a corto plazo dio lugar a la aparición de riesgos para la estabilidad de precios en el medio plazo, a través de posibles efectos secundarios e indirectos sobre la inflación, especialmente en un contexto de fuerte crecimiento económico y de un alto grado de utilización de la capacidad productiva. La tasa de crecimiento de M3 se mantuvo por encima del valor de referencia durante todo el año. El Consejo de Gobierno del BCE reaccionó frente a estas presiones a medio plazo sobre los precios elevando los tipos de interés en seis ocasiones (véase gráfico I), lo que contribuyó a mantener una perspectiva favorable para la estabilidad de precios en el medio plazo.

Al inicio del año 2000, los tipos de interés de los tres instrumentos de política monetaria principales eran los vigentes desde el 4 de noviembre de 1999, fecha en la que el Consejo de Gobierno del BCE había decidido elevar 50 puntos básicos los tipos de interés oficiales del BCE. En esa ocasión, el tipo de las operaciones principales de financiación del Eurosistema se incrementó hasta el 3%, mientras que los tipos de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito aumentaron hasta el 4% y 2%, respectivamente. En noviembre de 1999, los motivos que, por precaución, habían llevado a la reducción de los tipos de interés en abril de 1999 ya habían dejado de existir. La información procedente de la evolución de los agregados monetarios,

Recuadro I

Proyecciones económicas elaboradas por los expertos del Eurosistema publicadas por el BCE

Las proyecciones económicas constituyen la herramienta analítica adecuada para organizar y resumir una gran cantidad de información y contribuyen a crear un cuadro coherente de la posible evolución futura. Por este motivo, las proyecciones son un indicador muy útil para iniciar una discusión sobre la evolución económica futura.

Desde el comienzo de la tercera fase, los expertos del Eurosistema han preparado las proyecciones económicas como parte de la documentación presentada para las deliberaciones del Consejo de Gobierno. El BCE las hizo públicas por primera vez en el *Boletín Mensual del BCE* de diciembre del 2000. Estas proyecciones, elaboradas por el Eurosistema con periodicidad semestral, se publicarán de ahora en adelante en las ediciones de junio y diciembre del *Boletín Mensual del BCE*. Las cifras de las proyecciones se refieren a la tasa de inflación, medida por el IAPC, y a la tasa de crecimiento del PIB real y de sus componentes, y van acompañadas de un texto en el que se describen sus características fundamentales. Su horizonte temporal es de dos años, y se presentan en forma de intervalos, con el fin de reflejar el grado de incertidumbre que les rodea.

La decisión de publicar las proyecciones pone de manifiesto la convicción del Consejo de Gobierno de que la información y el análisis en que se fundamentan sus decisiones de política monetaria deben compartirse con el público hasta donde sea posible y eficiente. Sin embargo, para evaluar adecuadamente el papel de estas proyecciones en el proceso de toma de decisiones de política monetaria, se ha de comprender bien su carácter y sus limitaciones.

En este sentido, el Eurosistema utiliza el término “proyección” (en lugar de “previsión”) para indicar que las cifras publicadas son resultado de un escenario basado en un conjunto de supuestos técnicos, incluido, en particular, el supuesto de “una política monetaria sin cambios”, que implica un nivel de tipos de interés a corto plazo constante a lo largo del horizonte que abarca la proyección. Esto significa que no se incluyen las posibles respuestas de política monetaria frente a futuras amenazas para la estabilidad de precios. Dados estos supuestos, estas proyecciones no constituyen, por lo general, las mejores previsiones sobre los resultados futuros, especialmente en horizontes a largo plazo.

Las proyecciones económicas elaboradas por los expertos del Eurosistema se basan en modelos econométricos y en el conocimiento de los expertos. Estas proyecciones económicas (así como las previsiones realizadas por la mayoría de las instituciones) forman parte del segundo pilar porque se preparan utilizando marcos analíticos que se centran en la interacción entre oferta y demanda y/o presión de costes y no otorgan un papel predominante al dinero. Además, es importante saber que, por su carácter, las proyecciones no incluyen todos los análisis efectuados dentro de este pilar. En particular, los modelos econométricos en los que se basan las proyecciones, al igual que cualquier otro modelo de la economía, tienen un cierto grado de incertidumbre y no pueden proporcionar una descripción completa de la misma. Por otra parte, el proceso de preparar las proyecciones lleva mucho tiempo, por lo que determinados supuestos en los que se basan pueden quedar obsoletos con rapidez. Finalmente, al evaluar el posible riesgo para la estabilidad de precios, a menudo es necesario ir más allá del horizonte temporal para el que suelen formularse proyecciones que sean fiables, es decir uno o dos años. Por todos estos motivos, el Consejo de Gobierno no sólo se basa en proyecciones para sus consideraciones sobre la política monetaria, sino que también analiza la evolución monetaria en el contexto del primer pilar de su estrategia y examina otras informaciones distintas de las proyecciones procedentes del segundo pilar (como datos recientes que no se tienen en cuenta en las proyecciones, previsiones elaboradas fuera del Eurosistema, indicadores de los mercados financieros que ofrecen información de carácter prospectivo, etc.). La evaluación minuciosa y la verificación de la información proveniente de diversos indicadores y diferentes marcos analíticos constituyen las características esenciales de la estrategia de dos pilares del BCE. Ello ayuda al Consejo de Gobierno a

valorar la importancia de los distintos indicadores y a identificar el carácter de las perturbaciones económicas que afectan a la economía de la zona del euro y que tienen implicaciones para la evolución de precios.

Los argumentos que se acaban de exponer explican por qué las proyecciones de los expertos del Eurosistema tienen un papel importante en las discusiones del Consejo de Gobierno. El Consejo de Gobierno sólo hace uso de las proyecciones como un elemento más que interviene en sus deliberaciones, pero no se responsabiliza de ellas. Ya que la evaluación del Consejo de Gobierno se basa en un conjunto de análisis más amplio que, únicamente, las proyecciones de los expertos, no es de esperar que las decisiones de política monetaria respondan mecánicamente a la evolución de las proyecciones económicas publicadas por el BCE.

Dado el compromiso ineludible del BCE con el mantenimiento de la estabilidad de precios, la mejor predicción del Consejo de Gobierno sobre la evolución de precios en el medio plazo debe estar siempre en consonancia con su definición cuantitativa de estabilidad de precios; definición que debería ser la referencia de las expectativas de inflación. En este contexto, no debería considerarse, en ninguna circunstancia, que las proyecciones macroeconómicas sobre la inflación ponen en cuestión el compromiso del Consejo de Gobierno con el mantenimiento de la estabilidad de precios en el medio plazo. Además, las proyecciones se han venido elaborando y presentando al Consejo de Gobierno desde el inicio de la tercera fase. Ni la estrategia del BCE, en general, ni el papel de las proyecciones de los expertos, en particular, se ha modificado con la publicación de las proyecciones.

de los mercados financieros y de otros indicadores económicos señalaba que los riesgos a la baja para la estabilidad de precios habían retrocedido y que se estaban convirtiendo en riesgos al alza.

En el primer semestre del año 2000, la información procedente del primer pilar siguió mostrando riesgos al alza para la estabilidad de precios. La media de tres meses de la tasa de crecimiento interanual de M3 se mantuvo en torno al 6% durante casi todo el primer semestre del año, significativamente por encima del valor de referencia del 4,5%, con un máximo del 6,4% en abril del 2000 (véase la sección 2.1 del presente capítulo). La prolongada desviación al alza del crecimiento de M3 con respecto al valor de referencia del 4,5% en el año 2000, tras a un período en el que el crecimiento de M3 se había situado alrededor del 6% durante varios meses de 1999, señaló la acumulación progresiva de una abundante liquidez en 1999 y el primer semestre del 2000. Además, el elevado crecimiento de M3 en este período siguió estando asociado a tasas de crecimiento de M1 en torno al 10%. Por otra parte, el crédito al sector privado también continuó su expansión a tasas cercanas al 10%.

La información procedente del segundo pilar también mostraba la existencia de riesgos para la estabilidad de precios en el primer semestre del 2000. Los precios del petróleo continuaron en aumento, ya que distintos acontecimientos provocaron presiones graduales al alza, especialmente en el segundo trimestre del 2000, y el tipo de cambio del euro siguió depreciándose hasta principios de mayo. La tasa de inflación, medida por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), se elevó y se mantuvo cercana al 2% durante la mayor parte del primer semestre del 2000. Además, la subida de los precios de las importaciones incrementó los costes de producción, con posibles efectos indirectos que podrían materializarse, con cierto desfase, en la tasa de variación del IAPC. Por otra parte, desde una perspectiva a medio plazo, estas prolongadas presiones al alza derivadas de los precios de la energía también dieron lugar a riesgos de efectos indirectos a través de las subidas salariales; riesgos especialmente pronunciados en un entorno de intenso crecimiento económico y de un mayor tensionamiento del mercado de trabajo en algunos sectores. De hecho, los datos sobre el crecimiento del producto interior bruto (PIB) y otros indicadores, incluidas las cifras de producción industrial y las encuestas sobre la

confianza industrial y del consumidor, indicaban que la economía había crecido con rapidez a comienzos del 2000 y que iba a continuar por esa senda. El entorno exterior también apoyaba el crecimiento. La recuperación continuó en el Este de Asia y en Latinoamérica, y, en Estados Unidos, el crecimiento fue muy intenso. Las previsiones sobre la actividad económica de la zona del euro se revisaron repetidamente al alza, basándose en datos y en encuestas sobre dicha actividad y en la mejora continuada del entorno internacional.

En resumen, el elevado crecimiento monetario y del crédito, una fase prolongada de depreciación del tipo de cambio y las importantes subidas de los precios del petróleo añadieron, en un período de fuerte crecimiento económico, presiones inflacionistas en el medio plazo. Al mostrar los dos pilares de la estrategia de política monetaria riesgos al alza para la estabilidad de precios, el Consejo de Gobierno del BCE decidió elevar los tipos de interés principales del BCE en cuatro ocasiones durante el primer semestre del 2000 (en 25 puntos básicos el 3 de febrero, 16 de marzo y 27 de abril, y en 50 puntos básicos el 8 de junio). El tipo de interés de las operaciones principales de financiación del Eurosistema se elevó, por lo tanto, al 4,25%, y los tipos de interés aplicables a la facilidad de depósito y a la facilidad marginal de crédito, al 3,25% y 5,25%, respectivamente.

El 8 de junio de 2000, el Consejo de Gobierno del BCE decidió también que, a partir de la operación que habría de liquidarse el 28 de junio de 2000, las operaciones principales de financiación se ejecutarían mediante subastas a tipo de interés variable, previo anuncio de un tipo mínimo de puja, que se estableció al mismo nivel que el de la subasta a tipo de interés fijo anterior (4,25%). Este cambio a subastas a tipo de interés variable con un tipo mínimo de puja constituyó una respuesta a las importantes subrepujas que se habían producido en el contexto del procedimiento de subasta a tipo de interés fijo utilizado hasta entonces, y no pretendió modificar la orientación de la política monetaria (véase sección I

del capítulo II). Se anunció, asimismo, que el tipo mínimo de puja desempeñaría, desde aquel momento, el papel que previamente había representado el tipo de interés de las subastas a tipo fijo de señalar la orientación de la política monetaria.

Durante el verano del 2000, la información del primer pilar apuntaba a una desaceleración en el crecimiento de los agregados monetarios, especialmente en el componente más líquido de M3, tal vez como resultado del paulatino incremento de los tipos de interés del BCE. El crecimiento total del crédito de la zona del euro también se ralentizó. Sin embargo, la tasa de crecimiento de M3 se mantuvo por encima del valor de referencia, situándose en torno al 5,5% a finales del verano.

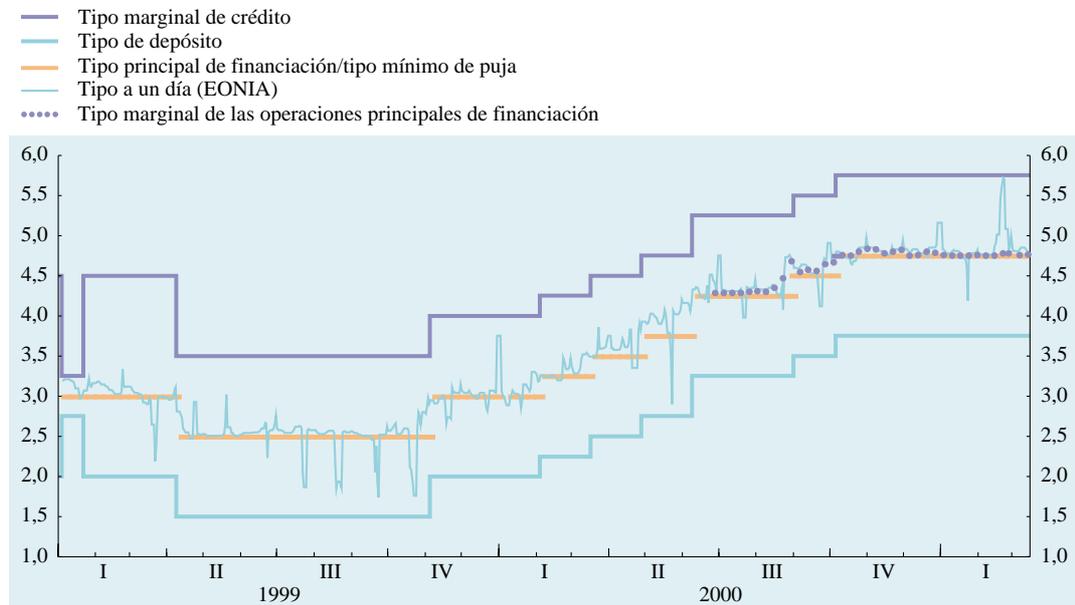
Desde el punto de vista del segundo pilar, se hizo cada vez más evidente durante el verano del 2000 que, como consecuencia del continuo incremento de los precios del petróleo en términos de dólares estadounidenses, la tasa de inflación, medida por los precios de consumo, permanecería por encima del 2% durante un período mayor de lo previsto; lo que intensificó aún más los riesgos de efectos indirectos. Esta inquietud se vio acrecentada por la evolución del tipo de cambio del euro, que se depreció significativamente a partir de mediados de junio del 2000. Además, los cifras sobre la actividad económica siguieron indicando un fuerte crecimiento económico, basado en la continuación de un entorno internacional favorable. En este contexto, la mayoría de las previsiones de inflación para el 2001 también se revisaron al alza en el tercer trimestre del 2000.

Al persistir los riesgos al alza para la estabilidad de precios, el Consejo de Gobierno decidió elevar los tipos de interés principales del BCE en 25 puntos básicos el 31 de agosto y el 5 de octubre de 2000. Tras estas decisiones, el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación se situó en el 4,75%, y los tipos de interés correspondientes a la facilidad de depósito y a la facilidad mar-

Gráfico I

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

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

ginal de crédito, en el 3,75% y 5,75%, respectivamente.

Durante el verano del 2000, el nivel del tipo de cambio del euro se estaba distanciando cada vez más de las sólidas variables económicas fundamentales de la zona del euro, y, por ello, las preocupaciones relativas a sus posibles implicaciones para la economía mundial aumentaron. El 22 de septiembre de 2000, y a iniciativa del BCE, el G7 abordó la depreciación del euro en forma de una intervención concertada en el mercado de divisas junto con las autoridades monetarias de Estados Unidos, Japón, Reino Unido y Canadá. El BCE, como resultado de su inquietud acerca de los riesgos para la estabilidad de precios en la zona del euro derivados de la depreciación del tipo de cambio del euro, decidió intervenir de nuevo en los mercados de divisas a principios de noviembre.

A finales del 2000, se intensificaron las señales de moderación en el crecimiento de M3, ya que las subidas de los tipos de interés del

BCE a partir de noviembre de 1999 parecían haber frenado significativamente la demanda de los componentes más líquidos de M3, que se vio compensada, en parte, por el fuerte aumento de los instrumentos negociables. La tasa de crecimiento interanual del crédito al sector privado siguió siendo bastante elevada, en consonancia con la financiación que tuvieron que obtener las empresas de telecomunicaciones para realizar los pagos de las licencias UMTS al sector público. El crecimiento del crédito total a los residentes en la zona del euro se redujo 2 puntos porcentuales, aproximadamente, entre abril y octubre del 2000, mientras que el crédito al sector privado disminuyó 0,5 puntos porcentuales en el mismo período. En general, en el otoño del 2000, los riesgos para la estabilidad de precios derivados de la vertiente monetaria se hicieron más moderados.

A finales del 2000, se observaron los primeros indicios relativos a que el impacto de la subida de los precios del petróleo podría haber contribuido a la desaceleración de la

actividad económica de la zona del euro. Además, se hizo patente la incertidumbre sobre el comportamiento económico de Estados Unidos y Japón. Los datos de producción industrial y los indicadores de confianza indicaban que el crecimiento de la producción de la zona del euro parecía haber alcanzado un máximo en el segundo trimestre del año y que se había moderado ligeramente a partir de ese momento. Al mismo tiempo, la favorable evolución del mercado de trabajo continuó a lo largo del año, y puede que contribuyese a la estabilización de la confianza de los consumidores en niveles elevados. En los primeros meses del 2001, siguió siendo favorable la perspectiva de un crecimiento económico sostenido en la zona del euro.

La evolución de los mercados financieros en torno a finales del 2000 reflejó la perspectiva general de crecimiento sostenido en la zona del euro en un entorno mundial de mayor incertidumbre. El tipo de cambio del euro frente a las principales monedas se apreció significativamente a partir de finales de noviembre del 2000. Además, el rendimiento de los bonos sugería que los mercados esperaban que el crecimiento económico de la zona del euro siguiera siendo intenso y que la inflación evolucionara en línea con la definición del Consejo de Gobierno de estabilidad de precios en el medio plazo.

La caída significativa de los precios del petróleo, en dólares estadounidenses, tras su máximo de noviembre y la apreciación del tipo de cambio del euro contribuyeron a un descenso de la tasa de inflación interanual, medida por los precios de consumo. Sin embargo, aún persistían a finales del 2000 y principios del 2001 algunos riesgos al alza para la estabilidad de precios. La tasa de inflación, medida por el IAPC, se mantuvo sensiblemente por encima del 2%, y la inflación, excluida la energía, aunque bastante contenida, comenzó a reflejar, desde el otoño del 2000, los efectos indirectos que las anteriores subidas de los precios del petróleo y la última depreciación del tipo de cambio del euro habían tenido sobre ella; es decir, la repercusión de los elevados incrementos de los pre-

cios industriales en etapas más tempranas del proceso productivo. Otro riesgo se relacionaba con el comportamiento de los salarios, especialmente a la luz del nivel relativamente elevado de la tasa de inflación, medida por el IAPC, en la segunda mitad del 2000, en un entorno de fuerte crecimiento económico. Por otra parte, en algunos países de la zona del euro, comenzaron a manifestarse indicios de relajación en la política fiscal, que han de tenerse en cuenta. La información proporcionada por las proyecciones económicas elaboradas por los expertos del Eurosistema, y publicadas en diciembre del 2000, confirman, en general, que persisten los riesgos al alza para la estabilidad de precios.

En su reunión de 14 de diciembre de 2000, el Consejo de Gobierno del BCE revisó el valor de referencia para el crecimiento de M3, confirmando el valor del 4,5%. Esta decisión se fundamentó en la revisión anual de los supuestos en que se basa el cálculo del valor de referencia, a saber, los relacionados con el descenso tendencial de la velocidad de circulación de M3 (mantenido entre el 0,5% y el 1%) y el crecimiento tendencial del producto potencial (mantenido entre el 2% y el 2,5%). El Consejo de Gobierno consideró que seguían sin presentarse señales concluyentes de aumentos observables y duraderos en el crecimiento de la productividad de la zona del euro que justificasen una significativa revisión al alza del supuesto del crecimiento tendencial del PIB potencial, aunque estimaba que el nivel de incertidumbre que rodeaba las estimaciones de la evolución a medio plazo del crecimiento del producto potencial de la zona del euro estaba sesgado al alza. El Consejo de Gobierno anunció que realizaría un seguimiento atento de la evidencia sobre la posible aceleración del crecimiento de la productividad en la zona del euro. También se hizo hincapié en que el crecimiento del producto potencial podría intensificarse mediante nuevas reformas estructurales de los mercados de trabajo y de bienes. Naturalmente, la política monetaria tendría en cuenta dichos cambios de la manera más oportuna.

2 Evolución monetaria y financiera

2.1 Evolución monetaria

El crecimiento de M3 se desaceleró a lo largo del año 2000

La tasa de crecimiento media interanual del agregado amplio M3 fue del 5,7%, la misma que la registrada en 1999. Sin embargo, esta estabilidad de la tasa media de crecimiento de M3 oculta un cambio de tendencia de la evolución monetaria a lo largo de todo el año (véase gráfico 2). La tasa de crecimiento interanual de M3 aumentó de forma acusada en los primeros cuatro meses del 2000, alcanzando un máximo del 6,7% en abril, pero cayó considerablemente durante el resto del año. En consecuencia, el diferencial entre el crecimiento de M3 y su valor de referencia del 4,5% fue reduciéndose paulatinamente. En el último trimestre del 2000, la media móvil de tres meses de las tasas de crecimiento interanuales de M3 se situó en el 5,1%.

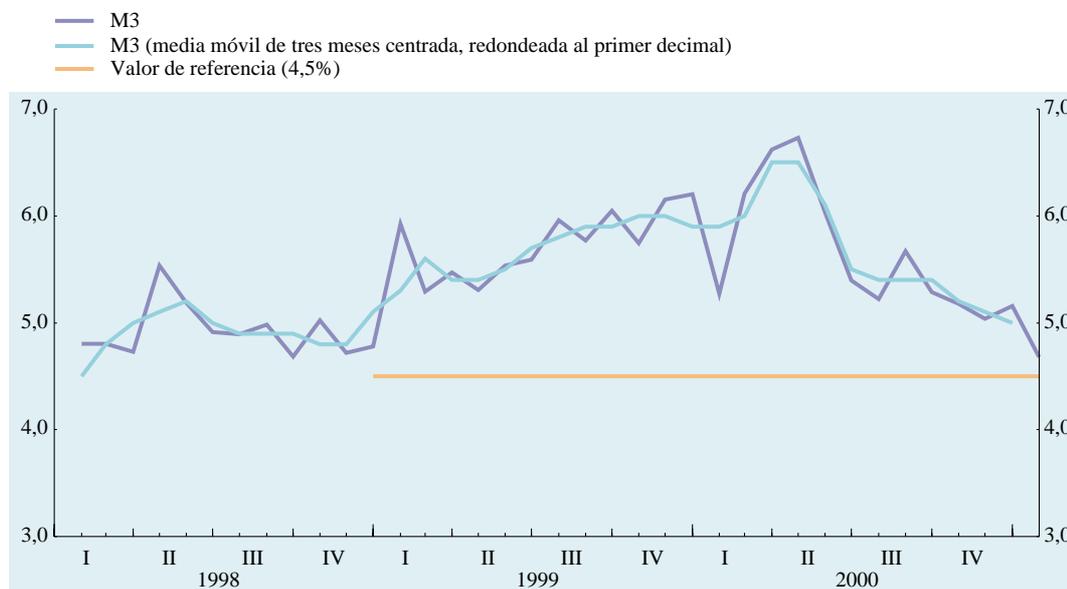
Durante el año 2000, el crecimiento económico sostenido, tanto en términos nominales como reales, estimuló el denominado “efecto transacción” de la demanda de dinero. En la

evolución especialmente dinámica del crecimiento de M3 observada en el primer trimestre puede haber influido también la precaución de los inversores ante la gran incertidumbre imperante en los mercados de valores durante ese mismo período, como muestra el pronunciado crecimiento de M1 a principios del 2000. La moderación experimentada por el crecimiento de M3 a partir del segundo trimestre obedeció, probablemente, a los sucesivos aumentos de los tipos de interés del BCE a partir de noviembre de 1999, puesto que el correspondiente incremento de los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario eleva los costes de oportunidad de mantener los componentes más líquidos de M3. Así, se moderó la demanda de los componentes no remunerados o los componentes menos sensibles a las variaciones de los tipos de mercado, tales como el efectivo y los depósitos a la vista (es decir, M1), así como de los depósitos disponibles con preaviso no superior a tres meses. Este efecto compensó con creces el de la demanda de depósitos a corto plazo y de los instrumentos negociables de M3 (véase gráfico 3).

Gráfico 2

Crecimiento de M3 y valor de referencia

(tasas de variación interanuales)



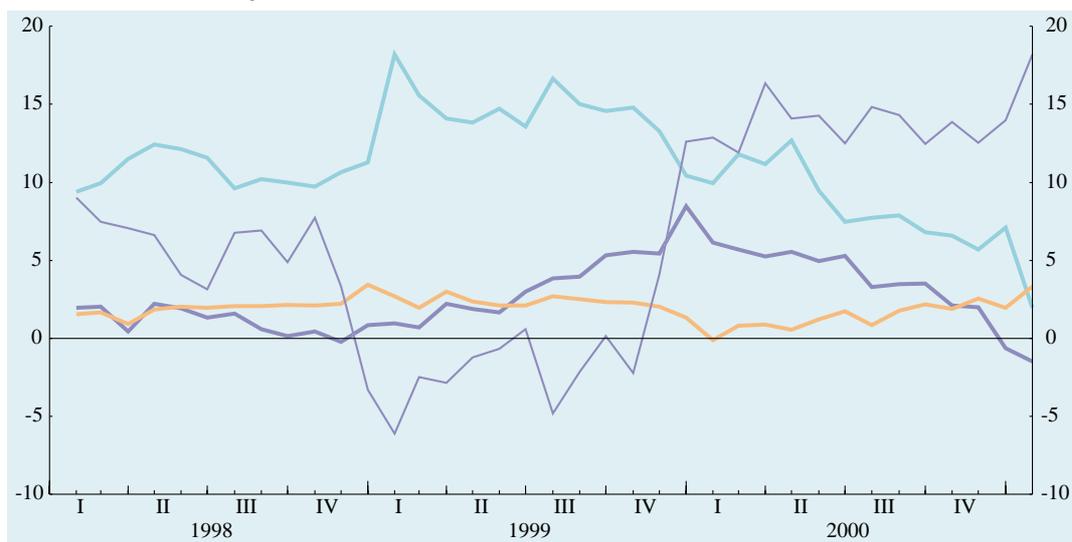
Fuente: BCE.

Gráfico 3

Componentes de M3

(tasas de variación interanuales)

- Efectivo en circulación
- Depósitos a la vista
- Otros depósitos a corto plazo
- Instrumentos negociables



Fuente: BCE.

Si se efectúa un análisis más detallado de los componentes de M3, el crecimiento interanual del efectivo en circulación, que había experimentado una fuerte recuperación en 1999, debida en gran parte al aumento transitorio de la demanda de dinero ante el cambio de siglo, por motivos de precaución, mostró una tendencia a la baja a lo largo del 2000. Esta desaceleración se hizo más pronunciada en el segundo semestre, posiblemente como resultado de los crecientes costes de oportunidad de mantener efectivo. En consecuencia, la tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación disminuyó hasta el 1,8% en el cuarto trimestre, en comparación con el 6% correspondiente al mismo trimestre de 1999.

En lo que se refiere a los depósitos a la vista, cuya tasa de crecimiento interanual se había situado en el 12,7% en abril del 2000, siguieron una marcada tendencia a la baja a partir de la primavera, probablemente a consecuencia también del aumento de los costes de oportunidad. En último trimestre, la tasa media del crecimiento interanual disminuyó hasta el 6,4%, lo que supone un descenso sig-

nificativo con respecto al cuarto trimestre de 1999 (13,5%).

Los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista siguieron creciendo, en promedio, con mucha moderación durante el año 2000. En el último trimestre del año, aumentaron un 2,2%, en tasa interanual, frente al 2% registrado en el mismo trimestre de 1999. Sin embargo, el moderado ritmo de crecimiento ocultaba una evolución bastante divergente de sus dos componentes.

Mientras que la demanda de los primeros creció fuertemente (5,6%), la de los depósitos disponibles con preaviso disminuyó durante el mismo período (-1,6%). La evolución divergente de los dos componentes puede atribuirse, en gran parte, a la evolución de los tipos de interés que aplican las entidades de crédito a ambos tipos de depósitos (véase gráfico 9).

En el año 2000, la expansión de los instrumentos de mercado incluidos en M3, es decir, los instrumentos negociables y las cesiones temporales, fue importante. En el último tri-

mestre, su tasa de crecimiento interanual se situó en el 13,2%, lo que supuso un aumento sustancial con respecto a las moderadas tasas de crecimiento interanuales registradas en el cuarto trimestre de 1999 (2,5%). Como se ha mencionado anteriormente, la fuerte demanda de estos instrumentos puede haber sido reflejo, al menos en parte, del aplanamiento de la curva de rendimientos durante el 2000. Sin embargo, la evolución de los instrumentos negociables emitidos por las instituciones financieras monetarias (IFM) de la zona del euro debería interpretarse con cautela, ya que el actual sistema estadístico del Eurosistema no permite estimar con precisión qué parte es mantenida por no residentes en la zona del euro. Es probable que las adquisiciones por parte de no residentes en la zona del euro hayan introducido un sesgo al alza en el crecimiento de M3 durante el 2000.

En enero del 2001, la tasa de crecimiento de M3 disminuyó hasta el 4,7%, desde el 5,2% de diciembre del año anterior, siguiendo la tendencia bajista comenzada en el segundo trimestre de este año. La tasa de crecimiento trimestral anualizada de M3 descendió del 5,1% del período desde octubre a diciembre del 2000 al 5% en el período desde noviembre del 2000 a enero del 2001.

El crecimiento del crédito total disminuyó ligeramente en el 2000

En cuanto a las contrapartidas de M3, el crédito a residentes en la zona del euro se desaceleró en el año 2000. El crecimiento medio interanual de este componente fue del 7,4%, en comparación con el 8,4% correspondiente al año anterior. Esta moderación se debió, principalmente, a una reducción del crédito concedido a las Administraciones Públicas (la tasa media de variación interanual fue del -1,3% en el 2000, frente al 2,9% registrado en 1999), mientras que el crédito al sector privado siguió creciendo con fuerza, a una tasa media del 10,5%, la misma que la del año 1999.

Dentro del crédito al sector privado, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos

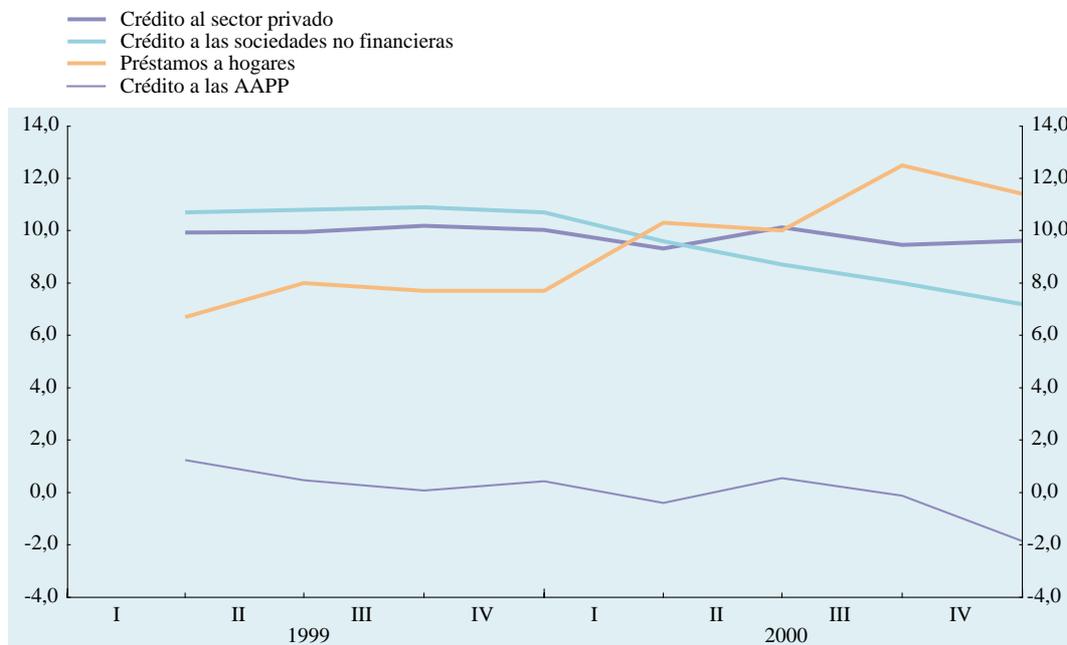
osciló entre el 8,8% y el 10,5%. Sin embargo, hacia finales de año, el perfil de su evolución a más corto plazo pareció mostrar signos incipientes de ralentización. El crecimiento de los préstamos se debió, principalmente, al considerable aumento experimentado por los préstamos a sociedades no financieras. Por el contrario, el ritmo de expansión de los préstamos a hogares registró una ligera disminución, que reflejaba sobre todo una moderación en la demanda de préstamos hipotecarios (véase gráfico 4).

El sólido crecimiento de la actividad económica en la zona del euro y el alto nivel de confianza empresarial y de los consumidores estimularon la expansión de los préstamos a hogares y a empresas durante el año 2000. La anticipación en la solicitud de préstamos, ante expectativas de una subida de los tipos de interés, puede haber tenido también alguna influencia, especialmente en la primera mitad del año. Otros factores que pueden haber influido son las operaciones de fusión y adquisición llevadas a cabo en la zona del euro y las inversiones directas en el extranjero. Por último, la interacción entre los préstamos hipotecarios y los elevados precios inmobiliarios en algunos países de la zona estimuló la demanda de préstamos, sobre todo en el primer semestre del 2000, mientras que en los últimos meses del año aparecieron signos de moderación en el aumento de los precios de la vivienda. Al mismo tiempo, el continuo incremento de los tipos de interés de los préstamos y créditos, que siguió con cierto retraso el de los tipos de interés de mercado con vencimientos similares, contribuyó a moderar el crecimiento del crédito en la zona del euro. De hecho, durante el segundo trimestre del año, se hizo patente una desaceleración del crecimiento del crédito (la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado alcanzó un máximo del 10,5% en abril, descendiendo a continuación, hasta situarse en el 9,1% en julio). Posteriormente, la demanda de préstamos se vio muy influida por las necesidades de ciertas empresas de telecomunicaciones, especialmente en Alemania, de financiar la adquisición de licencias de telefonía móvil de tercera generación

Gráfico 4

Crédito de las IFM: detalle por sectores

(tasas de variación interanuales)



Fuente: BCE.

(UMTS). En consecuencia, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado se aproximó de nuevo al 10% alcanzado en los meses del otoño, disminuyendo después hasta el 9,5% en diciembre del 2000 y el 9,1% en enero del 2001. A ello pudo haber contribuido tanto el efecto retardado del crecimiento de los tipos de interés de los préstamos y de los créditos como el ligero debilitamiento del crecimiento económico de la zona del euro asociado con el incremento experimentado por los precios del petróleo en el otoño.

En claro contraste con el fuerte crecimiento del crédito al sector privado, la variación del crédito a las Administraciones Públicas fue negativa en el año 2000 (la tasa de disminución interanual de los préstamos de las IFM fue del 1,9% en el cuarto trimestre del 2000; la de los valores fue del 8,9%). En conjunto, esta evolución resultaba coherente con una menor necesidad de financiación en una fase de intensa actividad económica y reflejaba el elevado volumen de ingresos obtenidos en algunos países con la venta de licencias UMTS en el año 2000. En cuanto a las demás contra-

partidas de M3, los pasivos a más largo plazo del sector IFM aumentaron a un ritmo relativamente moderado (la tasa media de crecimiento interanual fue del 6,2% en el último trimestre del 2000, frente al 7,2% del trimestre correspondiente de 1999). Probablemente, la ralentización del ritmo de crecimiento de estos instrumentos reflejó, en cierta medida, el aplanamiento de la curva de rendimientos a lo largo del año.

Por último, en el año 2000, la posición acreedora neta frente al exterior del sector IFM disminuyó significativamente en 98 mm de euros. Sin embargo, esta caída fue menor que la registrada en 1999, año en que el descenso fue de 177 mm de euros. Al igual que había ocurrido en 1999, la disminución de los activos exteriores netos se debió, tal vez, a las inversiones directas y de cartera de los residentes en la zona del euro que no son IFM. En la segunda parte del año, se registró una desaceleración del ritmo de disminución de los activos exteriores netos, junto con una recuperación de las entradas netas provenientes de algunas operaciones financieras entre residentes distintos de IFM y el resto del mundo.

2.2 Mercados financieros

Continúa el crecimiento de la emisión de valores de renta fija

El mercado de valores de renta fija en la zona del euro siguió creciendo vigorosamente en el 2000, con un aumento del 7% en el saldo vivo con respecto a finales de 1999. Esta evolución se sustentó en un crecimiento del 4% de las emisiones a corto plazo y del 7% de las emisiones a largo plazo. El total de emisiones siguió estando dominado por las emisiones a largo plazo, que representaban más del 90% del saldo total a finales del 2000.

En términos absolutos, la Administración Central y el sector IFM siguen dominando el mercado de valores de renta fija de la zona del euro tanto en cuanto al saldo vivo como a las emisiones. No obstante, las tasas de crecimiento del saldo de estos valores fueron bajas en el 2000, en comparación con la actividad emisora de las instituciones financieras no monetarias y de las sociedades no financieras (véase gráfico 5), cuyo saldo vivo de valores denominados en euros creció en torno a un 24% y a un 17%, respectivamente. Aparte del sólido crecimiento económico de la zona del euro, la alta y continuada actividad

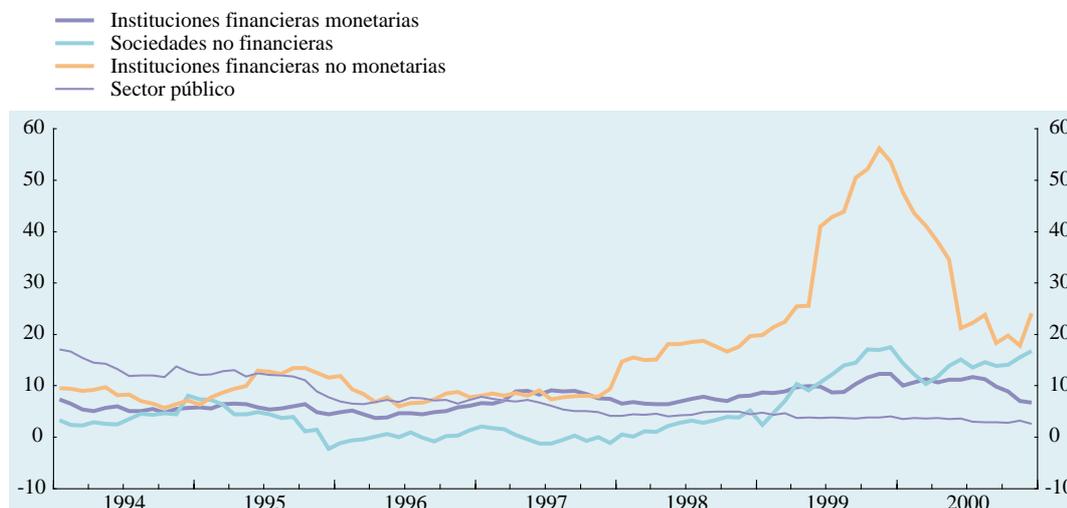
emisora de estos dos sectores se debió, en gran medida, a la reestructuración que está experimentando el sector empresarial europeo. Además, la necesidad del sector de telecomunicaciones de financiar sus adquisiciones de licencias UMTS constituyó un elemento importante al respecto en la segunda mitad del año. Al mismo tiempo, existen indicios inequívocos de que la moneda única ha contribuido a mejorar las condiciones de participación de los emisores privados en los mercados de capitales europeos. Además, como se comenta en el artículo titulado "Características de la financiación empresarial en la zona del euro" del *Boletín Mensual del BCE* de febrero del 2001, existen indicios de que el sector empresarial de la zona del euro ha ampliado sus fuentes de financiación de mercado e incluye, de forma creciente, la financiación directa a través de la emisión de valores de renta fija.

A consecuencia de las considerables diferencias que presentan las tasas de crecimiento del saldo vivo de los distintos sectores, las instituciones financieras no monetarias y las sociedades no financieras incrementaron su participación en el total de valores de renta fija en euros, del 8,5% en 1999 al 9,7% en el 2000. La participación del sector IFM en este

Gráfico 5

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

(tasas de variación interanuales)



Fuente: Reuters.

saldo pasó del 37% a finales de 1999 al 37,4% en el 2000, lo que refleja, en gran parte, el aumento de los préstamos al sector privado. Por su parte, la participación de las Administraciones Públicas cayó del 54,5% de finales de 1999 al 53% a finales del 2000. Esta constante reducción de la importancia relativa del sector público en los mercados de renta fija de la zona del euro es consecuencia de una menor necesidad de financiación del sector público durante el 2000, en comparación con los años anteriores.

Respecto a la distribución por monedas, la participación de la emisión bruta de valores de renta fija denominados en euros por parte de residentes en la zona siguió siendo elevada en el 2000, aunque registró un descenso con respecto a 1999. Si se compara con una participación media del 94,6% en 1999, la emisión bruta en euros representó el 92,6% de la emisión bruta total efectuada por residentes en la zona del euro durante el año 2000. El euro siguió siendo una moneda atractiva también para los inversores extranjeros, aun cuando sus tasas de crecimiento en el año 2000 no alcanzaron los extraordinarios niveles registrados en el año anterior. El saldo vivo de los valores de renta fija denominados en euros emitidos por no residentes en la zona del euro aumentó un 26,3% en el 2000, frente al 42,4% correspondiente a 1999.

Los tipos de interés del mercado monetario aumentaron en el 2000 en consonancia con los tipos de interés del BCE

En el año 2000, los tipos de interés del mercado monetario aumentaron sustancialmente. Esta evolución fue reflejo del aumento gradual experimentado por los tipos de interés del BCE durante dicho año, que se produjo en seis ocasiones y que supuso un incremento total de 175 puntos básicos. En general, los mercados financieros anticiparon esta subida de los tipos de interés del mercado monetario, como puede apreciarse en el hecho de que el tipo EURIBOR a doce meses se situara, a principios del 2000, en torno al 3,9%, significativamente por encima del tipo EURIBOR a

un mes del 3,1% vigente en aquel momento (véase gráfico 6), indicación de que los mercados financieros esperaban un aumento considerable de los tipos de interés del mercado monetario durante el 2000.

Previamente a que se anunciaran las decisiones de elevar los tipos de interés del BCE, el tipo de interés a un día, medido por el EONIA, solía situarse por encima de los tipos que señalaban la orientación de la política monetaria (es decir, el tipo que se aplicaba en las subastas a tipo de interés fijo hasta la operación principal de financiación que se liquidó el 21 de junio de 2000, y el tipo mínimo de puja que se aplicó a partir de esa fecha en las subastas a tipo de interés variable). Como ya había ocurrido en 1999, la volatilidad del EONIA fue baja y se manifestó hacia el final de los períodos de mantenimiento de reservas, momento en el que se hacen obligatorias para el sistema bancario las restricciones que conllevan las reservas mínimas. Además, el EONIA tendía a aumentar ligeramente el último día hábil de cada mes, como reflejo del deseo de las entidades financieras de ajustar sus balances en dichas fechas. Esta tendencia se manifestó con especial fuerza a finales de año.

En la primera mitad del 2000, los tipos de interés del mercado monetario se movieron muy en paralelo con el ajuste gradual al alza de los tipos de interés del BCE. De las cuatro subidas de tipos de interés del BCE decididas en el primer semestre del 2000, los mercados financieros ya habían anticipado casi por completo las tres primeras antes de que se anunciaran oficialmente, y los anuncios sólo dieron lugar a ajustes muy pequeños de los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario. Únicamente con ocasión del aumento de 50 puntos básicos efectuado el 8 de junio, la reacción de los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario fue algo más acusada, lo que sugería que la magnitud de esta variación no había sido plenamente anticipada por los participantes en el mercado.

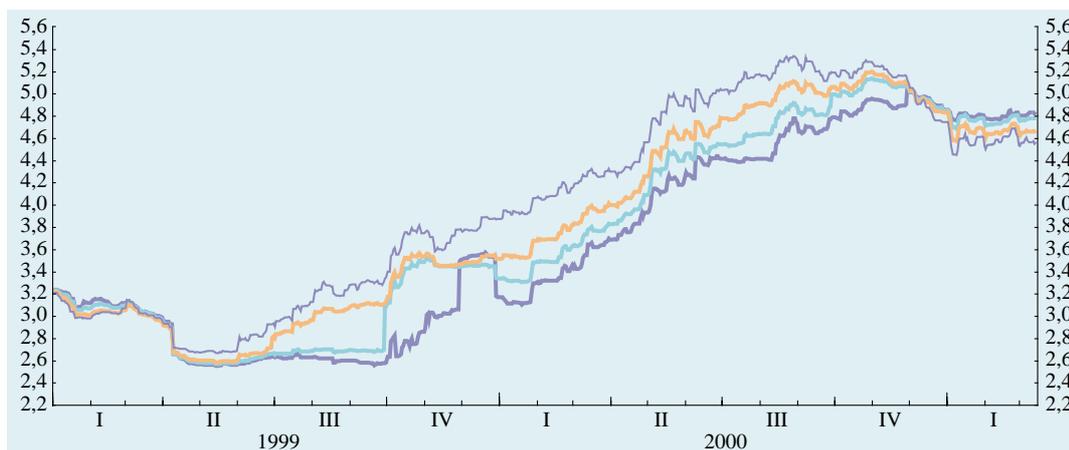
La elevación de los tipos de interés del BCE anunciada el 8 de junio interrumpió, durante un período de alrededor de dos meses, la ten-

Gráfico 6

Tipos de interés a corto plazo en la zona del euro

(en porcentaje; datos diarios)

- EURIBOR a un mes
- EURIBOR a tres meses
- EURIBOR a seis meses
- EURIBOR a doce meses



Fuente: Reuters.

dencia alcista de los tipos EURIBOR a uno y tres meses, ya que esta decisión detuvo temporalmente las expectativas de nuevos aumentos de los tipos de interés en el futuro inmediato. Sin embargo, en el periodo comprendido entre mediados de agosto y el mes de octubre, volvieron a incrementarse los tipos de interés del mercado monetario en los plazos más cortos de la curva de tipos, anticipando así los dos aumentos de los tipos de interés del BCE que se anunciaron el 31 de agosto y el 5 de octubre. Estas decisiones contribuyeron, posteriormente, a moderar las expectativas de nuevas subidas de los tipos de interés del BCE.

En el otoño, las expectativas del mercado monetario fueron cambiando paulatinamente. Mientras que el tipo EURIBOR a doce meses ya había empezado a disminuir en septiembre, los tipos del mercado monetario a más corto plazo iniciaron un gradual descenso a lo largo del mes de noviembre. La caída de los tipos de interés del mercado monetario a más largo plazo fue más pronunciada, y, a principios de diciembre del 2000, la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario empezó a invertirse. A finales del 2000, el EURIBOR a doce meses se situaba en el 4,75%, el mismo nivel, aproximadamente, que

el registrado a principios de mayo y más de 50 puntos básicos por debajo del nivel alcanzado en septiembre, mientras que el EURIBOR a un mes se encontraba en el 4,85%, 20 puntos básicos por debajo del máximo observado a finales de noviembre.

El cambio en las expectativas del mercado en el otoño del 2000 estuvo unido al aumento de la volatilidad implícita asociada a las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses, lo que mostraba un incremento de la incertidumbre percibida por los participantes en el mercado respecto a la evolución futura de la política monetaria. Sin embargo, esta mayor volatilidad contrarrestó sólo en parte el descenso de la volatilidad implícita del mercado monetario que se observó en los diez primeros meses del 2000.

En los dos primeros meses del 2001, cesó la caída de los tipos de interés del mercado monetario. La pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario, medida como diferencia entre los tipos EURIBOR a doce meses y a un mes, se mantuvo ligeramente invertida, por lo que puede deducirse que los participantes en el mercado esperaban una cierta caída de los tipos de interés a corto plazo durante el año 2001.

El rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro se mantuvo prácticamente estable durante la mayor parte del año 2000

En contraste con el pronunciado incremento de los tipos de interés a largo plazo registrado durante 1999, el rendimiento de la deuda pública de la zona del euro se mantuvo prácticamente estable durante la mayor parte del 2000, en torno a un nivel cercano al 5,5% [véase gráfico 7 (a)]. Sólo en los últimos meses del año, a partir del mes de noviembre, el rendimiento de los bonos experimentó una ligera reducción, hasta un nivel situado ligeramente por encima del 5% a finales de año. El rendimiento de los bonos estadounidenses a diez años experimentó una caída de alrededor de 130 puntos básicos durante el año 2000, y, a finales del año, se situaba en el 5,2%, el nivel más bajo desde la primavera de 1999. En consonancia con esta evolución, el diferencial del rendimiento de los bonos a diez años estadounidenses y de la zona del euro se redujo en torno a 85 puntos básicos, hasta alcanzar un nivel cercano a los 15 puntos básicos a finales del 2000, el diferencial más bajo registrado desde finales de 1996 [véase gráfico 7 (b)].

Tanto las revisiones al alza de las expectativas de crecimiento de la economía mundial como su moderación posterior parecen haber constituido un importante factor para explicar la tendencia del rendimiento de los bonos a largo plazo en el 2000 a escala internacional. En Estados Unidos, el fuerte ritmo de la actividad económica ejerció presiones al alza sobre el rendimiento de los bonos estadounidenses a largo plazo en el mes de enero. Más tarde, a principios de febrero, el rendimiento de la deuda pública estadounidense invirtió su tendencia y disminuyó considerablemente, como consecuencia de los planes del Tesoro estadounidense de reducir significativamente la emisión de bonos a plazos más largos y de recomprar bonos antes de su vencimiento. Parece que esto dio lugar a la aparición, a principios del año, de una prima de escasez en el precio de la deuda pública estadounidense, que puede haber contribuido también al acu-

sado aumento del diferencial de los tipos *swap* estadounidenses sobre el rendimiento de la deuda pública, que fue de unos 50 puntos básicos en los primeros meses del 2000, los niveles más altos registrados en toda la década. Este aumento del diferencial se debió principalmente al importante descenso del rendimiento de la deuda pública, puesto que el nivel de los tipos *swap* a diez años se mantuvo prácticamente estable desde finales de enero hasta finales de abril del 2000.

Al parecer, la persistente y generalizada presión a la baja sobre el rendimiento de los bonos estadounidenses que se produjo en la segunda mitad del 2000 se debió, principalmente, a la reevaluación de los inversores del ritmo previsto de la actividad económica. En especial, a raíz de la decisión de la Reserva Federal de elevar los tipos de interés oficiales en 1999 y principios del 2000, así como de la persistencia de unos precios del petróleo altos y de la gran fortaleza del dólar, fue prevaleciendo cada vez más entre los participantes en el mercado la expectativa de que el ritmo de la actividad económica iba a desacelerarse. En este contexto, las expectativas de inflación a largo plazo empeoraron, lo que supuso una presión adicional a la baja sobre el rendimiento de la deuda pública estadounidense. La presión a la baja sobre el rendimiento de los bonos estadounidenses a largo plazo se intensificó varias veces a lo largo del año, en la medida en que la caída de las cotizaciones bursátiles, junto con la creciente volatilidad de los mercados estadounidenses de renta variable, indujo a los inversores a invertir en valores relativamente más seguros, como la deuda pública.

En Japón, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo mostró una estabilidad considerable, manteniéndose el rendimiento de los bonos a diez años entre el 1,6% y el 1,9% durante la mayor parte del año. El rendimiento de los bonos japoneses a diez años sólo se situó por encima de esta estrecha banda temporalmente, en torno del mes de agosto del 2000, cuando el Banco de Japón dio por concluida su política de tipos de interés cero.

Gráfico 7

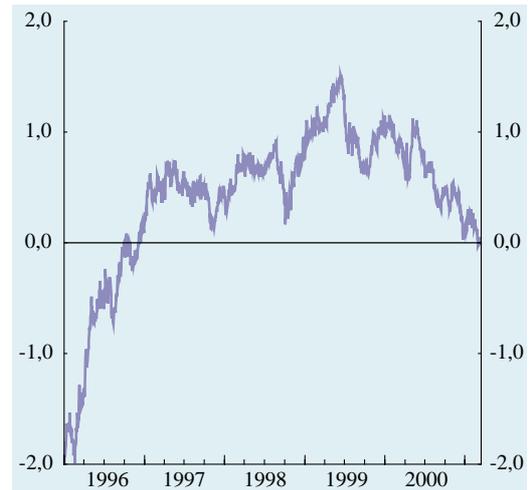
(a) Rendimiento de la deuda pública a largo plazo en la zona del euro, Estados Unidos y Japón

(en porcentaje; datos diarios)



(b) Diferencial entre los tipos de interés a diez años de Estados Unidos y de la zona del euro

(en porcentaje; datos diarios)



Fuente: Reuters.

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

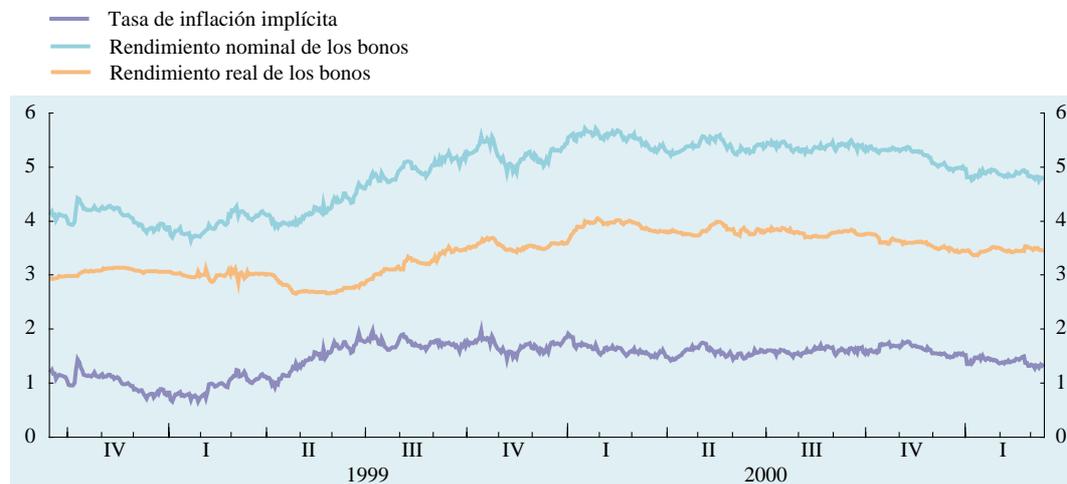
Si bien, a lo largo del año, la evolución de los mercados de renta fija estadounidenses afectó temporalmente a los rendimientos de la deuda pública de la zona del euro, cabe destacar que las variaciones de dichos rendimientos fueron mucho menos pronunciadas en la zona del euro que en Estados Unidos. Además, el nivel medio alrededor del cual oscilaron los rendimientos de los bonos de la zona del euro se mantuvo relativamente estable en los primeros diez meses del 2000. Esta estabilidad del rendimiento nominal de los bonos de la zona puede que se debiera sobre todo a dos factores. En primer lugar, parece ser que las expectativas de inflación media a largo plazo imperantes entre los inversores permanecieron en niveles relativamente bajos durante dicho período, reflejando la confianza de los participantes en el mercado en que las medidas adoptadas por el Consejo de Gobierno del BCE conseguirían mantener la estabilidad de precios en el medio plazo. Ello se puso de manifiesto en la estabilidad manifestada por la tasa de inflación implícita, obtenida como diferencia entre el rendimiento nominal de los bonos franceses a diez años y

el rendimiento real de los bonos franceses indicados con la inflación (véase gráfico 8), que se mantuvo entre el 1,5% y el 1,8% durante gran parte del 2000. En segundo lugar, las expectativas de crecimiento a largo plazo en la zona del euro parecieron estabilizarse en niveles relativamente altos en dicho año, tras el rápido crecimiento del PIB real registrado en 1999 y comienzos del 2000, lo que se hizo patente en la estabilidad del rendimiento real de los bonos franceses indicados con la inflación, que se mantuvo en niveles situados entre el 3,6% y el 4% durante la mayor parte del año. En los últimos dos meses, se produjo en la zona del euro una disminución gradual del rendimiento de la deuda pública a largo plazo, que reflejaba las expectativas del mercado de un crecimiento económico a corto plazo ligeramente más lento. Entre los principales factores inductores de esta revisión a la baja de las expectativas referentes al ritmo de la actividad económica podrían incluirse las anteriores subidas de los precios del petróleo, así como el mencionado ajuste a la baja de las previsiones sobre el crecimiento económico mundial, especialmente el de Estados Unidos.

Gráfico 8

Tasa de inflación implícita calculada para el IPC francés

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Tesoro francés, ISMA y Reuters.

Nota: El rendimiento real de los bonos se obtiene a partir de los precios de mercado de los bonos franceses indicados con el IPC francés (excluido el tabaco) que vencen en el año 2009. El rendimiento nominal de los bonos se obtiene a partir de los precios de mercado de los bonos franceses de renta fija que vencen también en el año 2009.

Entre finales de 1999 y finales del 2000, la pendiente de la curva de rendimientos de la zona del euro, medida por la diferencia entre el rendimiento de los bonos a diez años y el EURIBOR a tres meses, disminuyó unos 200 puntos básicos, hasta situarse en torno a 20 puntos básicos. En el pronunciado aplanamiento de la curva de rendimientos pueden distinguirse dos períodos. Durante los primeros 10 meses del año, se manifestó un aumento de los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario, tras las subidas de los tipos de interés del BCE, mientras que los rendimientos a largo plazo de los bonos permanecieron casi estables. Sin embargo durante los últimos meses del año, los tipos de interés a corto plazo cayeron y continuó el aplanamiento de la curva de rendimientos dado el descenso del rendimiento de los bonos a largo plazo. En consonancia con ello, la curva de rendimientos se invirtió ligeramente en el tramo de vencimientos no superiores a los dos años, mientras que mantuvo su pendiente creciente en los vencimientos más largos. La evolución de la curva de rendimientos de la zona del euro hacia finales del 2000 puede considerarse indicativa de que la revisión a la baja de las expectativas de creci-

miento se concentraba en un horizonte de corto plazo, mientras que las expectativas a largo plazo de los participantes en el mercado no parecían experimentar grandes cambios.

Desde finales del 2000 hasta el 13 de marzo de 2001, el rendimiento de los bonos a diez años denominados en euros permaneció bastante estable alrededor del 5%. Puesto que el rendimiento de los bonos a largo plazo estadounidenses tendieron a bajar durante dicho período, en un contexto de una nueva disminución de los tipos de interés oficiales de Estados Unidos de 100 puntos básicos, el diferencial entre la deuda pública a diez años norteamericana y de la zona del euro fue prácticamente nulo a principios de marzo del 2001, el nivel más bajo desde comienzos del año 1997.

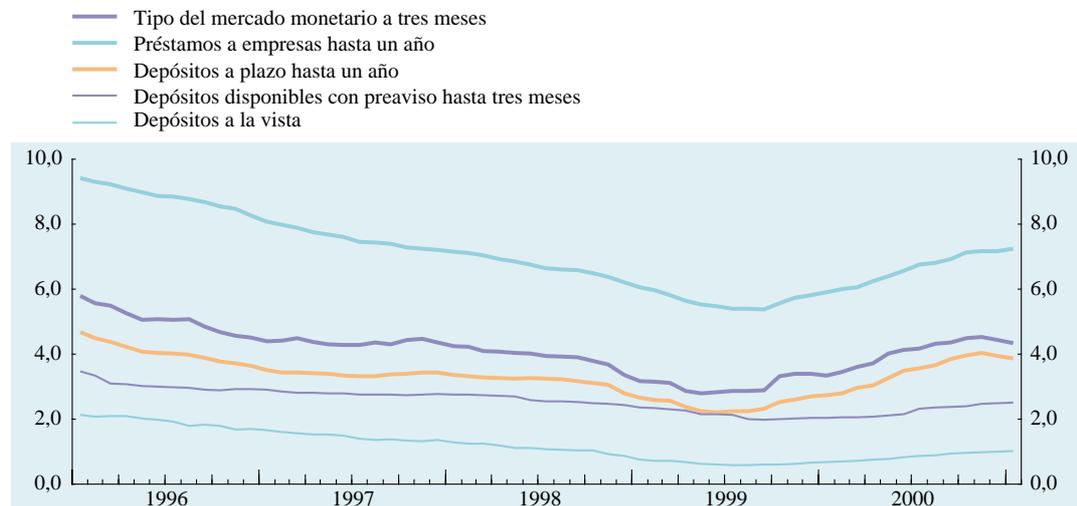
Los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela siguieron la evolución de los tipos de interés de mercado

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

Gráfico 9

Tipos de interés a corto plazo aplicados por las entidades de crédito a su clientela y tipos de mercado comparables

(en porcentaje; medias mensuales)



Fuentes: BCE y Reuters.

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

continuaron subiendo a lo largo del 2000, siguiendo la tendencia marcada por los tipos de interés del mercado monetario. Sin embargo, se observaron diferencias significativas entre los tipos de interés de las distintas formas de depósito. Desde finales de 1999 hasta finales del 2000, el tipo de interés del mercado monetario a tres meses registró un incremento de 165 puntos básicos. Durante el mismo período, los tipos de interés de los depósitos a la vista y de los depósitos disponibles con preaviso de hasta tres meses se elevaron ligeramente, en torno a 40 puntos básicos, lo que dio lugar a que, a finales del año 2000, el diferencial con respecto al tipo del mercado monetario a tres meses hubiera aumentado aproximadamente 125 puntos básicos. Por el contrario, el tipo de interés de los depósitos a plazo no superior a dos años experimentó una subida de 134 puntos básicos (véase gráfico 9). Esta evolución no es particularmente inusual si se compara con la experiencia histórica, que muestra que la repercusión de los tipos de mercado ha tendido a ser parcial y menos completa en los depósitos disponibles con preaviso no superior a tres meses que en los depósitos a plazo no superior a dos años. No obstante, aumentó el atractivo de estos últimos, como

demuestra su crecimiento relativamente intenso (véase la sección I.1 para más detalles de la evolución monetaria). Los tipos aplicados por las entidades de crédito a los préstamos a empresas con vencimiento no superior a un año aumentaron 137 puntos básicos hasta noviembre. Esto fue reflejo de la evolución de los tipos de interés de mercado a corto plazo, alcanzando el tipo de los préstamos a empresas un máximo de 210 puntos básicos por encima del tipo de interés del mercado monetario a tres meses registrado en noviembre (frente a los 238 puntos básicos de finales de 1999). A partir de mediados de noviembre, los tipos del mercado monetario empezaron a descender, lo que se reflejó con rapidez en el tipo de interés de los depósitos a plazo no superior a un año, que disminuyó 17 puntos básicos entre noviembre del 2000 y enero del 2001. El tipo de interés de los préstamos a empresas con vencimiento no superior a un año también se redujo, aunque en menor medida. Esta evolución sugiere una repercusión relativamente rápida de los tipos de interés del mercado monetario. Sin embargo otros tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela, como los depósitos a la vista y los depósitos disponibles con preaviso no superior a tres meses,

no se modificaron demasiado durante este período, lo que mostraba el alto grado de rigidez de estos tipos.

Los tipos de interés a largo plazo aplicados por las entidades de crédito a su clientela registraron fuertes aumentos, en general, en el primer semestre del 2000, acortando distancias con los incrementos experimentados por los rendimientos de la deuda pública en 1999. Posteriormente, y reflejando la estabilidad del rendimiento de los bonos a largo plazo durante los tres primeros trimestres del 2000 los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito empezaron a estabilizarse a partir del verano (véase gráfico 10). Así, el tipo de los depósitos a plazo superior a dos años aumentó 69 puntos básicos entre finales de 1999 y el mes de julio del 2000, y sólo 6 puntos básicos de julio a noviembre. Además, el tipo de interés de los préstamos hipotecarios a las familias se incrementó en 72 puntos básicos entre diciembre de 1999 y agosto del 2000, para estabilizarse posteriormente. Después de noviembre, estos tipos empezaron a disminuir como consecuencia de la evolución del rendimiento de la deuda pública a finales de año.

Las cotizaciones bursátiles cayeron en un contexto de acusada volatilidad

En el 2000, los índices bursátiles de los mercados mundiales más importantes no mantuvieron la tendencia alcista que se había puesto de manifiesto a partir de 1995. En un contexto en el que las cotizaciones bursátiles mostraban una volatilidad significativa durante la mayor parte del año, los índices bursátiles de referencia finalizaron el año 2000 por debajo de su nivel de finales de 1999. Esta evolución se debió fundamentalmente a la creciente incertidumbre de los participantes en el mercado con respecto a las perspectivas de rentabilidad inmediata y a más largo plazo de las empresas, así como a las considerables revisiones a la baja que se registraron en las expectativas de rentabilidad de las empresas que operan en los sectores de alta tecnología.

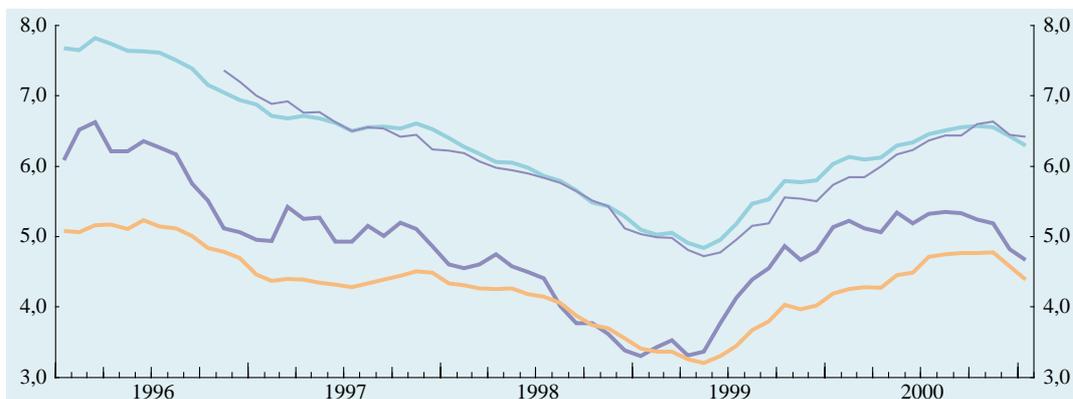
La evolución de las cotizaciones bursátiles a lo largo del 2000 siguió un comportamiento similar en Estados Unidos, Japón y la zona del euro (véase gráfico 11). En general, los índices bursátiles aumentaron en los primeros meses del año, con especial fuerza en la zona del euro. Posteriormente, las cotizaciones bursátiles se vieron sujetas a ciertas turbulencias, y,

Gráfico 10

Tipos de interés a largo plazo aplicados por las entidades de crédito a su clientela y tipos de mercado comparables

(en porcentaje; medias mensuales)

- Rendimiento de la deuda pública a cinco años
- Préstamos a hogares para compra de vivienda
- Depósitos a plazo hasta dos años
- Préstamos a más de un año a empresas



Fuentes: BCE y Reuters.

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

Gráfico I I

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

(1 enero 1998 = 100; datos diarios)



Fuente: Reuters.

Nota: Índice (bursátil) Dow Jones EURO STOXX amplio para la zona del euro; Standard and Poor's 500, para Estados Unidos, y Nikkei 225, para Japón.

a partir del mes de agosto, tendieron a bajar. En general, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, medidas por el índice *Dow Jones EURO STOXX*, se situaron, a finales de diciembre del 2000, un 6% por debajo de los niveles alcanzados a finales de 1999. En Estados Unidos, el índice *Standard and Poor's 500* cayó un 9% durante el mismo periodo, mientras que en Japón el índice *Nikkei 225* disminuyó un 27%. Sin embargo, los descensos de los índices bursátiles deben considerarse a la luz de los considerables aumentos de las cotizaciones de los últimos años. En concreto, los descensos tuvieron lugar tras los incrementos registrados en 1999, del 40% en el índice *Dow Jones EURO STOXX*, del 20% en el índice *Standard and Poor's 500* y del 37% en el índice *Nikkei 225*.

Los acontecimientos en Estados Unidos constituyeron los principales factores determinantes de la evolución de los mercados de valores mundiales. El fuerte y persistente ritmo de crecimiento económico en Estados Unidos a principios del 2000 había creado un clima muy optimista entre los inversores en cuanto a la rentabilidad a largo plazo de los valores, espe-

cialmente de los de la denominada “nueva economía”, representada, sobre todo, por las empresas de Internet. A lo largo del año, se fueron acumulando indicios de que la economía estadounidense se encaminaba hacia una ralentización en el ritmo de la actividad económica. Al mismo tiempo, los participantes en el mercado revisaron a la baja sus expectativas a largo plazo sobre la rentabilidad de las empresas, especialmente la de las empresas del sector de alta tecnología. A consecuencia de este cambio en las preferencias de los inversores en contra de los valores tecnológicos, el índice *Nasdaq* compuesto (que incluye una gran proporción de valores de la “nueva economía”) retrocedió un 37% entre finales de 1999 y finales del 2000. Este marcado descenso eliminó los importantes aumentos registrados en 1999, con lo que, a finales del 2000, el índice volvió a los niveles alcanzados a principios de 1999. La volatilidad del índice *Nasdaq 100* experimentó fluctuaciones considerables a lo largo del año, como consecuencia del alto grado de incertidumbre prevaliente entre los participantes en el mercado con respecto a las perspectivas de rentabilidad de las empresas pertenecientes al sector

de alta tecnología. En diciembre del 2000, dicha volatilidad era, aproximadamente, un tercio más alta que un año antes (véase recuadro 2).

En Japón, las cotizaciones bursátiles del sector de alta tecnología registraron también descensos pronunciados durante el año 2000. En particular, las cotizaciones de los valores

Recuadro 2

La volatilidad de las bolsas aumentó impulsada por los mercados de valores de alta tecnología

La tendencia de las cotizaciones bursátiles aporta una información muy útil en el contexto del segundo pilar de la estrategia de política monetaria del Eurosistema. La información contenida en las cotizaciones bursátiles deriva del hecho de que éstas deberían reflejar, entre otras cosas, las expectativas de los participantes en el mercado en cuanto a los dividendos futuros, relacionados, a su vez, con los beneficios empresariales esperados. Puesto que estos beneficios suelen guardar relación con el ritmo previsto de la actividad económica, los movimientos de las cotizaciones bursátiles pueden ser indicativos de cambios en las expectativas de los participantes en el mercado con respecto al crecimiento económico. En este sentido, la evolución de las cotizaciones bursátiles puede proporcionar información complementaria a la información obtenida de otros precios de activos, como por ejemplo, el rendimiento nominal de los bonos y el rendimiento real de los bonos indicados con la inflación. Es importante también que los bancos centrales efectúen un seguimiento atento de la evolución de las cotizaciones bursátiles, con el fin de evaluar los efectos riqueza y confianza que podrían generar sus variaciones. Sin embargo, desde el punto de vista de la política monetaria, una elevada volatilidad de las cotizaciones bursátiles, junto con la posibilidad de desajustes entre las cotizaciones y los elementos fundamentales que sustentan el valor de los activos, dificulta la evaluación de sus posibles efectos sobre las condiciones económicas futuras.

Durante la mayor parte del 2000, los mercados de valores de todo el mundo se vieron sujetos a fluctuaciones de precios relativamente importantes. En consecuencia, la volatilidad media de las cotizaciones bursátiles siguió aumentando en los principales mercados, continuando la tendencia que se había manifestado en los últimos años. Por ejemplo, la desviación típica media anualizada de las tasas de variación diarias de las cotizaciones (la volatilidad histórica) en la zona del euro, medida por el índice *Dow Jones EURO STOXX*, fue del 15% entre 1990 y 1998, se incrementó hasta el 17% en 1999 y, en el 2000, experimentó un nuevo ascenso, hasta situarse en el 22% (véase gráfico siguiente).

El aumento a escala mundial de la volatilidad de los índices bursátiles que abarcan una amplia gama de sectores, registrado en los últimos años, se debió, en gran medida, a la evolución de los sectores de alta tecnología de los mercados de valores. La pronunciada divergencia en la evolución de las cotizaciones bursátiles entre los segmentos del mercado que representan a la llamada “nueva economía” y los de la “antigua economía” parece tener su origen en Estados Unidos. La volatilidad histórica del índice *Nasdaq* compuesto – que incluye una elevada proporción de valores de alta tecnología – casi se duplicó, pasando del 27% anual en 1999 al 48% en el 2000, en comparación con una volatilidad media del 16% durante el período comprendido entre 1990 y 1998. Por el contrario, la volatilidad histórica del índice *Standard and Poor’s 500* – que incluye una proporción mayor de valores de la antigua economía – sólo aumentó ligeramente hasta el 22%, en promedio, en el año 2000. En la zona del euro puede observarse una evolución similar. La volatilidad de las cotizaciones bursátiles del sector tecnológico y del sector de telecomunicaciones en el índice *Dow Jones EURO STOXX* se incrementaron de un 28% y un 27% en 1999 al 51% y al 45%, respectivamente, en el 2000, mientras que la volatilidad media de todos los sectores económicos incluidos en dicho índice se incrementó en menor medida, del 19% al 22%.

Las grandes oscilaciones de las cotizaciones observadas en los sectores de alta tecnología de los principales mercados a lo largo del 2000 se debieron esencialmente a que los participantes en el mercado reconsideraron, en general, las perspectivas de rentabilidad a más largo plazo y los riesgos propios de los valores de alta tecnología. Si bien en los primeros meses del año los inversores se sintieron cada vez más optimistas acerca de las

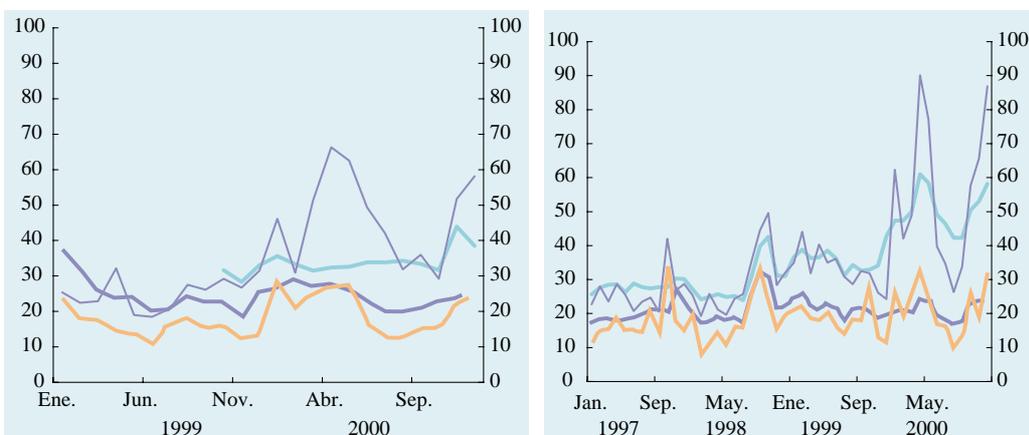
perspectivas de rentabilidad a largo plazo de los valores de la “nueva economía”, posteriormente parecieron sentirse más pesimistas e inseguros al respecto. La elevada volatilidad de las cotizaciones bursátiles en el sector de alta tecnología tiene su origen en las extraordinarias dificultades a las que tuvieron que hacer frente los participantes en el mercado al evaluar dichos valores. Dado su carácter innovador, las empresas de la “nueva economía” suelen ser de reciente creación y tienen un alto potencial de crecimiento en cuanto a su rentabilidad. No obstante, en muchos casos, esa rentabilidad no se materializa normalmente hasta las etapas posteriores del ciclo vital de dichas empresas, mientras que, en las etapas iniciales, es limitada, nula o incluso puede ser negativa. En consecuencia, sus perspectivas de rentabilidad a largo plazo pueden verse sometidas a un alto grado de incertidumbre, habida cuenta, en particular, de los costes iniciales que conlleva la inversión y la inseguridad de los resultados empresariales. Además, los valores de alta tecnología pueden ser especialmente vulnerables al riesgo empresarial, como cambios en la tecnología y en las preferencias de los consumidores, y a las crisis de liquidez.

El mayor grado de incertidumbre prevaleciente entre los participantes en el mercado se reflejó en el aumento del nivel de volatilidad implícita de los valores que forman parte del índice *Nasdaq* 100 (véase gráfico siguiente). La volatilidad implícita se obtiene a partir del precio de las opciones sobre los valores correspondientes y constituye una aproximación de la desviación típica prevista de las tasas de variación de las cotizaciones bursátiles, que, en este caso, abarca un período de hasta tres meses. Así pues, la volatilidad implícita es un indicador de la incertidumbre con respecto a las oscilaciones futuras de las cotizaciones. En el caso del índice *Nasdaq* 100 aumentó de una media del 36% en 1999 a un 51% en el 2000. Sin embargo, la volatilidad implícita media de los valores incluidos en el índice *Standard and Poor's* 500 se mantuvo en el 21% en el año 2000, sin variación con respecto a 1999. A juzgar por el alto grado de sintonía que se observa entre la volatilidad histórica y la implícita en los principales mercados, cabe pensar que, cuanto mayor es la incertidumbre de los participantes en el mercado respecto a las cotizaciones bursátiles futuras, mayor es también su sensibilidad en todo lo que se refiere a la rentabilidad o a otros factores fundamentales, como puede apreciarse en las fuertes fluctuaciones de las cotizaciones.

Volatilidad histórica e implícita de los mercados de renta variable

(en porcentaje; datos mensuales)

- Volatilidad implícita del EURO STOXX
- Volatilidad implícita del STOXX tecnológico
- Volatilidad histórica del EURO STOXX
- Volatilidad histórica del EURO STOXX tecnológico
- Volatilidad implícita del Standard & Poor's 500
- Volatilidad implícita del Nasdaq
- Volatilidad histórica del Standard & Poor's 500
- Volatilidad histórica del Nasdaq



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

La volatilidad histórica se calcula como la desviación típica anualizada de las tasas de variación de las cotizaciones bursátiles durante un mes. Para la zona del euro, la volatilidad histórica se calcula a partir de los índices bursátiles Dow Jones EURO STOXX. La volatilidad implícita se deriva de las opciones sobre índices bursátiles. Para el mercado en general y el sector tecnológico de la zona del euro, la volatilidad implícita se calcula utilizando opciones sobre el índice Dow Jones EURO STOXX 50 y el subíndice Dow Jones STOXX tecnológico respectivamente.

japoneses de telecomunicaciones, medios de comunicación y tecnologías de la información (TMT) cayeron un 53% entre finales de 1999 y finales del 2000. En contraste con esta evolución, las cotizaciones de los valores distintos de los TMT (medidas por los subíndices *Datastream*) cayeron un 12% en el mismo período. Además de la creciente inquietud entre los participantes en el mercado sobre la rentabilidad general de los valores tecnológicos, procedente de Estados Unidos, el mercado de valores japonés se deprimió aún más por la moderada evolución económica del país y por el gran número de quiebras de empresas.

Si bien los valores de la zona del euro se beneficiaron de una evolución generalmente positiva de la actividad económica de la zona, no se mostraron inmunes a los factores mencionados. Al igual que ocurría en otras economías, y como reflejo de la mayor incertidumbre de los participantes en el mercado con respecto a las perspectivas de rentabilidad de las empresas, la volatilidad de las cotizaciones bursátiles siguió siendo bastante elevada en la zona del euro durante la mayor parte del año 2000. La principal contribución al retroceso generalizado y a la pronunciada volatilidad de las cotizaciones bursátiles procedió del sector tecnológico, así como del sector de telecomunicaciones. Si bien las cotizaciones bursátiles de ambos sectores registraron fuertes subidas en el primer trimestre, continuando la tendencia alcista que se había puesto de mani-

fiesto desde el otoño de 1999, durante el resto del año tendieron a la baja. Por último, las cotizaciones bursátiles del sector de telecomunicaciones del índice *Dow Jones EURO STOXX* disminuyeron un 43% en el 2000, a medida que aumentaba la preocupación entre los participantes en el mercado. Dicha preocupación se basaba en los riesgos inherentes y en las perspectivas de rentabilidad a largo plazo de las empresas de telecomunicaciones, a la luz de la creciente competencia en el sector y del creciente endeudamiento resultante de unas voluminosas inversiones realizadas para desarrollar las redes de telecomunicación y de la necesidad de financiar la adquisición de licencias UMTS. Las cotizaciones de los valores tecnológicos también se mostraron volátiles en el año 2000, aunque no cayeron tanto. En consonancia con la evolución general, el sector tecnológico contribuyó, con mucho, a la mayor volatilidad de las cotizaciones bursátiles en los mercados de valores de la zona del euro durante el año.

En el período comprendido entre finales del 2000 y el 13 de marzo de 2001, los índices bursátiles de las principales bolsas cayeron abruptamente. En este período el índice *Dow Jones EUROSTOXX* disminuyó un 11%, y el índice *Standard and Poor's 500* y el índice *Nikkei 225* bajaron un 12% y un 14%, respectivamente, comportamiento debido, principalmente, a la incertidumbre en cuanto a las perspectivas de beneficios de las empresas y, en concreto, de las de alta tecnología.

3 Evolución de los precios

Aumento de la inflación, debido principalmente a factores externos

La tendencia alcista observada en la tasa de variación interanual del IAPC a partir de la primavera de 1999 continuó en el 2000, como consecuencia de presiones externas sobre los precios, mientras que las presiones internas permanecieron moderadas. La inflación de la zona del euro medida por el IAPC aumentó sensiblemente respecto al 1,1% registrado en 1999 situándose, en promedio, en el 2,3% en

el año 2000 (véase cuadro 1). Desde aproximadamente el 1% observado a mediados de 1999, la tasa de variación interanual del IAPC se elevó hasta el 1,9% en enero del 2000 y el 2,9% en noviembre, descendiendo, posteriormente, hasta el 2,6% en diciembre del 2000. Esta evolución reflejó, principalmente, el comportamiento de los precios del petróleo y del tipo de cambio del euro. Si bien existen evidencias de algunos efectos indirectos que tenderán a subir los precios internos, los costes internos, tales como los costes laborales

unitarios, sólo experimentaron un modesto incremento a lo largo del 2000.

La subida de los precios del petróleo reforzada por la evolución del tipo de cambio

La subida de los precios de la energía contribuyó, en promedio, en más de 1 punto porcentual a la inflación general en el 2000. Frente a una tasa de variación interanual del -4,4% observada en enero de 1999, los precios energéticos se elevaron gradualmente hasta cerca del 14% entre junio y noviembre y descendió hasta el 11,3% en diciembre (véase gráfico 12). En consecuencia, la tasa de variación interanual del componente energético

del IAPC se incrementó, como promedio, desde el 2,4% registrado en 1999 hasta el 13,3% en el 2000. Esta evolución fue debida a las nuevas presiones al alza a las que se vio sometido el componente energético del IAPC a lo largo del año, como consecuencia del aumento de los precios del petróleo en los mercados internacionales, reforzado por el debilitamiento del euro. Los precios del petróleo subieron desde 10,3 euros por barril en el primer trimestre de 1999 a 23,1 euros por barril en el cuarto trimestre del mismo año y a 34,5 euros por barril en el cuarto trimestre del 2000.

Además de la energía, al aumento de la tasa de inflación observado en el 2000 también contribuyeron, aunque en mucha menor medida,

Cuadro I

Evolución de precios y costes en la zona del euro

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

	1998	1999	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2001	2001
				I	II	III	IV	Sep.	Oct.	Nov.	Dic.	Ene.	Feb.
Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) y sus componentes ¹⁾													
Índice general	1,1	1,1	2,3	2,0	2,1	2,5	2,7	2,8	2,7	2,9	2,6	2,5	.
<i>del cual</i>													
Bienes	0,7	0,9	2,7	2,3	2,3	2,9	3,2	3,3	3,2	3,4	3,0	2,7	.
Alimentos	1,6	0,6	1,4	0,4	0,9	1,9	2,2	2,1	2,0	2,2	2,4	2,7	.
Alimentos elaborados	1,4	0,9	1,1	1,0	1,0	1,1	1,3	1,3	1,2	1,4	1,4	1,7	.
Alimentos no elaborados	1,9	0,0	1,7	-0,4	0,7	3,1	3,5	3,3	3,2	3,5	3,9	4,4	.
Bienes industriales	0,1	1,0	3,3	3,2	3,0	3,4	3,7	4,0	3,8	4,0	3,3	2,7	.
Bienes industriales no energéticos	0,9	0,6	0,7	0,5	0,6	0,6	1,0	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	.
Energía	-2,6	2,4	13,3	13,7	12,3	13,6	13,7	15,5	14,6	15,2	11,3	8,0	.
Servicios	1,9	1,5	1,7	1,6	1,7	1,8	1,8	1,8	1,9	1,8	1,8	2,2	.
Otros indicadores de precios y costes													
Precios industriales ¹⁾²⁾	-0,7	-0,4	5,4	4,3	5,2	5,8	6,1	6,2	6,6	6,3	5,4	4,8	.
Costes laborales unitarios ³⁾	0,2	1,2	.	0,6	0,5	1,2	.	-	-	-	-	-	-
Productividad del trabajo ³⁾	1,2	0,8	.	1,8	1,4	1,0	.	-	-	-	-	-	-
Remuneración por asalariado ³⁾	1,4	2,0	.	2,4	2,0	2,3	.	-	-	-	-	-	-
Costes laborales totales por hora ⁴⁾	1,8	2,2	.	3,6	3,8	3,9	.	-	-	-	-	-	-
Precios del petróleo (EUR/barril) ⁵⁾	12,0	17,1	31,0	26,9	28,8	33,7	34,5	37,2	36,8	37,7	28,8	27,5	29,9
Precios de las materias primas ⁶⁾	-12,5	-3,1	18,1	19,9	18,3	18,0	16,4	21,4	23,1	18,2	8,6	3,3	1,9

Fuentes: Eurostat, datos nacionales, International Petroleum Exchange, HWWA – Institut für Wirtschaftsforschung (Hamburgo) y cálculos del BCE.

1) Los datos de 2001 incluyen Grecia. También está incluida Grecia en el período base (Enero del 2000).

2) Excluida la construcción.

3) Total de la economía.

4) Total de la economía (excluidos la agricultura, las Administraciones Públicas, la sanidad y otros servicios).

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

6) Excluida la energía. En euros; ECU hasta diciembre de 1998.

los precios de los alimentos no elaborados, que experimentaron un fuerte incremento en la primera mitad del año, debido a la recuperación de los precios de la carne y a las malas condiciones climatológicas, que tuvieron un efecto alcista mayor de lo usual sobre los precios de las frutas y hortalizas. La incidencia de esta evolución sobre la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados se vio reforzada por los efectos de base de la caída de estos precios a mediados de 1999. En la segunda mitad del 2000, la tasa de variación interanual de dichos precios volvió a subir, alcanzando el 3,9% en diciembre, reflejando también la elevación de los precios de la carne, como consecuencia del aumento de los precios de los sustitutos de la carne de vaca, debido a los temores respecto a la encefalopatía espongiforme bovina suscitados recientemente en algunos países de la zona del euro. La tasa de variación media interanual de los precios de los alimentos no

elaborados se situó en el 1,7% en el 2000, frente al 0% en 1999.

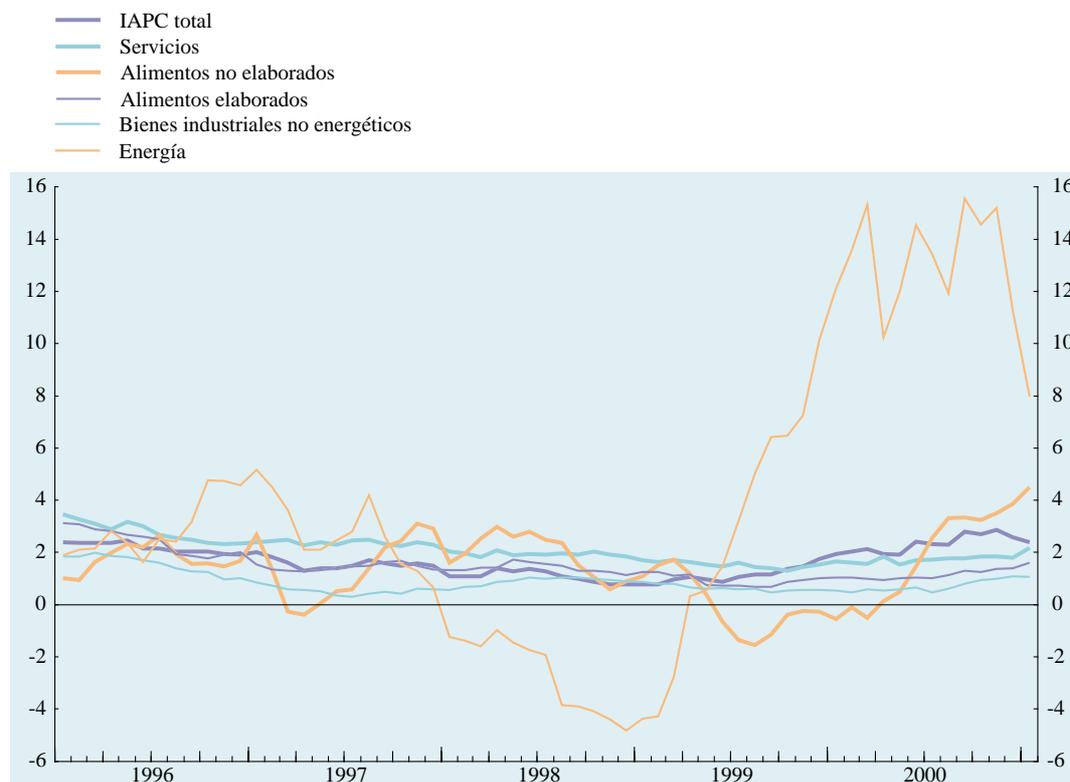
Los componentes menos variables del IAPC mostraron una evolución moderada

La tasa de variación interanual del IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía, se incrementó ligeramente desde el 1,1% en 1999 hasta el 1,2% en el 2000. Sin embargo, este dato oculta el hecho de que la citada tasa descendió desde el 1,3% en enero de 1999 hasta el 0,9% en septiembre del mismo año, elevándose gradualmente en fechas posteriores, hasta alcanzar el 1,5% en diciembre del 2000 en un contexto de una menor, aunque todavía moderada evolución salarial, y de una traslación limitada de los anteriores aumentos de los precios de importación, dados los retrasos en la repercusión de las subidas de dichos precios. Por este

Gráfico 12

IAPC de la zona del euro: desagregación por componentes

(tasas de variación interanuales; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

motivo, el comportamiento de la inflación en el 2000 se vio atenuado por los efectos indirectos de la reducción de los precios del petróleo y de las materias primas registrada hasta comienzos de 1999. De forma similar, se seguirán notando durante un cierto tiempo en el 2001, los efectos de la subida de los precios de importación y, en particular, de los precios del petróleo, aunque estos últimos hayan mostrado una tendencia más moderada y el euro se haya recuperado a finales del 2000. El aumento de la competencia puede haber contribuido también a contener la transmisión del alza sostenida del precio del petróleo en los años 1999 y 2000.

En especial, la evolución de los precios de los bienes industriales no energéticos es indicativa de una repercusión limitada de los precios de importación en el 2000. La tasa de variación interanual de los bienes industriales no energéticos se mantuvo, en general, estable en torno al 0,6% entre abril de 1999 y agosto del 2000. Sin embargo, dicha tasa aumentó hasta el 1,1% en diciembre del 2000, reflejando, en parte, la transmisión del incremento de los precios industriales de los bienes de consumo. Como consecuencia de esta evolución, la tasa de variación media interanual de este componente del IAPC se elevó del 0,6% en 1999 al 0,7% en el 2000.

La tasa de variación media interanual de los precios de los alimentos elaborados se situó en el 1,1% en el 2000, lo que supuso un ligero aumento respecto al 0,9% observado en 1999. La tasa de variación de este componente se mantuvo cercana al 1% en la primera mitad del año, incrementándose gradualmente en fechas posteriores, hasta alcanzar el 1,4% en diciembre.

A lo largo del 2000, la tasa de variación interanual de los precios de los servicios permaneció prácticamente sin cambios alrededor de una media anual del 1,7%, escasamente superior a la media del 1,5% registrada en 1999. La estabilidad de la tasa de variación fue el resultado de factores de signo contrario. Por un lado, la evolución salarial, por lo general, moderada contribuyó al bajo incremento sos-

tenido de los precios de los servicios. Además, la desregulación del sector de telecomunicaciones, junto con el aumento de la competencia, ejercieron presiones a la baja sobre los precios de las telecomunicaciones (véase el recuadro 3 titulado “Efectos sobre los precios de las reformas de la regulación de las industrias de red de la zona del euro”). Por otro lado, algunos efectos indirectos asociados al alza de los precios de importación hicieron subir los precios de los servicios recreativos y de transporte.

El aumento de los precios de importación hizo subir los precios industriales

Como consecuencia del aumento de los precios del petróleo y del debilitamiento del euro, en el 2000 el índice de la variación interanual de los precios de importación, medida por el índice del valor unitario de las importaciones, fue sensiblemente más elevado que en 1999 (véase gráfico 13). Según los últimos datos disponibles, la tasa de variación interanual de los precios de importación se situó en el 25,5% en noviembre del 2000. Esta evolución repercutió también en los precios industriales de la zona del euro, que experimentaron una fuerte subida en el 2000. En efecto, la tasa de variación interanual de estos precios pasó, en promedio, del -0,4% en 1999 al 5,4% en el 2000, debido, principalmente, al incremento de los precios de los bienes intermedios que produjo la subida de los precios del petróleo. Sin embargo, también contribuyeron, aunque en menor medida, los precios industriales de los bienes de consumo, cuya tasa de variación media interanual se elevó desde el 0,2% de 1999 hasta el 1,5% en el 2000.

Evolución moderada de los salarios

Los acuerdos salariales suscritos en la zona del euro en el 2000 supusieron, en general, unos aumentos moderados. La moderación fue inducida por políticas de empleo y acuerdos sobre la jornada laboral, así como por la reducción de impuestos y de cotizaciones

Recuadro 3

Efectos sobre los precios de las reformas de la regulación de las industrias de red de la zona del euro

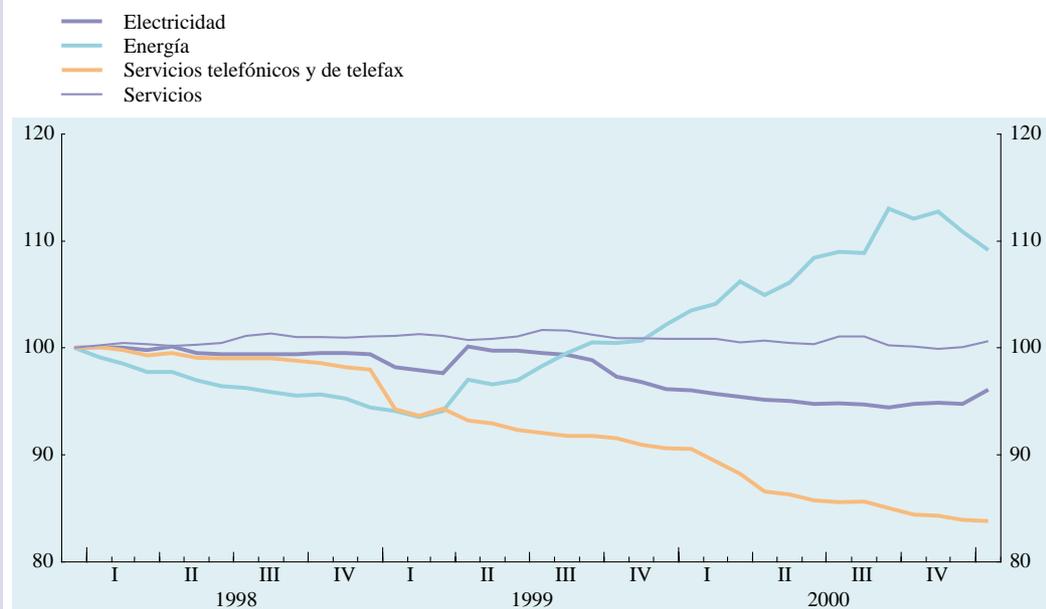
En los dos últimos años, la UE ha llevado a cabo un ambicioso programa de cambios en la regulación destinado a introducir la competencia en las industrias de red y a crear un mercado único europeo en estos sectores, lo que, a su vez, debería aumentar la eficiencia y reducir los precios de estos servicios para los usuarios. Las industrias de red se basan en una infraestructura que tiene carácter de monopolio, como por ejemplo la telefonía fija por cable y de las redes de distribución de electricidad, gas y agua. Dado que no es, por lo general, económicamente viable construir redes competitivas, puede introducirse la competencia en estos sectores sólo si existe un marco normativo adecuado, que garantice el acceso no discriminatorio a la red a todas las empresas de suministro existentes y potenciales. En este recuadro se analizan los efectos que han tenido sobre los precios las reformas de la regulación introducida en los sectores de telecomunicaciones, electricidad y gas entre los años 1998 y 2000. Al final del 2000, todavía estaban en fase de discusión a nivel comunitario las reformas normativas previstas en otros sectores, como las redes de distribución de agua y los servicios de correos.

La liberalización del sector de telecomunicaciones de la zona del euro ha progresado notablemente, aunque todavía faltan por resolver en algunos países varios problemas de índole práctica, como el acceso al mercado telefónico local y la subvención cruzada de los servicios por parte de las compañías nacionales dominantes. Para los sectores de la electricidad y del gas, el calendario de reformas adoptado por el Consejo de Ministros prevé una apertura gradual del mercado a lo largo de un período de hasta diez años. La Directiva sobre el mercado de la electricidad de 1996 exigía una liberalización inicial del 25% del mercado en 1999, proporción que debería haber aumentado hasta alrededor de un tercio en el 2003. La Directiva sobre el mercado del gas de 1998 establece que los Estados miembros habrán de garantizar la apertura de, al menos, el 20% del mercado en el año 2000, alcanzándose el 33% en el 2008. La Comisión Europea recopila periódicamente información sobre los avances realizados en la aplicación de dichas Directivas. Los datos muestran que alrededor del 56% del mercado de la electricidad de la zona del euro (incluido el de Grecia) y en torno al 58% del mercado del gas de la zona han sido liberalizados, lo que evidencia un grado de cumplimiento superior a los requisitos mínimos establecidos para los distintos países en las citadas Directivas. Los Estados miembros tienen previsto elevar estos porcentajes hasta alcanzar el 68% para la electricidad y el 76% para el gas en el 2003. Sin embargo, conviene tener en cuenta que la apertura de estos mercados por imperativo legal es una condición previa necesaria, pero no suficiente, para introducir la competencia en las redes de distribución, para lo que es fundamental diseñar un marco normativo adecuado.

El gráfico siguiente muestra la evolución de la electricidad y los servicios telefónicos y de telefax dentro del IAPC de la zona del euro, así como de otros conjuntos más amplios en los que los anteriores están incluidos, es decir, energía y servicios, durante el período comprendido entre los años 1998 y 2000. Todos los componentes se representan como proporción con respecto al IAPC general. Dado que la liberalización de los mercados europeos del gas ha empezado sólo recientemente, el gráfico no incluye todavía el gas. Por lo que se refiere a los servicios telefónicos y de telefax, se observa una acusada tendencia descendente, en comparación con el índice general, a partir de 1998, con una caída del precio de consumo de un 11,7% entre diciembre de 1997 y diciembre del 2000. La electricidad muestra también una tendencia a la baja, aunque sólo a partir de 1999. Sin embargo, esta tendencia bajista se interrumpió a raíz de la elevación de los impuestos sobre la energía llevada a cabo en algunos países y el alza general de los precios energéticos también generó un leve aumento de los precios de la electricidad a finales del 2000. Así, el índice de precios eléctricos para el conjunto de la zona del euro bajó sólo un 0,5% entre diciembre de 1998 y diciembre del 2000, lo que corresponde a una disminución del orden de un 4,7% en relación con el IAPC general de la zona. Algunos de los descensos de precios, en especial en el sector eléctrico, se vieron impulsados por las medidas tomadas por las autoridades de regulación. En concreto, durante la primera fase de la reforma normativa, en la que la competencia puede todavía ser limitada o inexistente, algunas de estas autoridades intentan ajustar las tarifas gradualmente, hasta alcanzar el precio de

Nivel de precios en relación con el IAPC general de la zona del euro

(índice: diciembre 1997 = 100; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

mercado, mediante la fijación de precios máximos. El descenso conjunto de los precios en los sectores de telecomunicaciones y electricidad redujo directamente la inflación medida por el IAPC general de la zona del euro en 0,1 puntos porcentuales en el promedio del 2000.

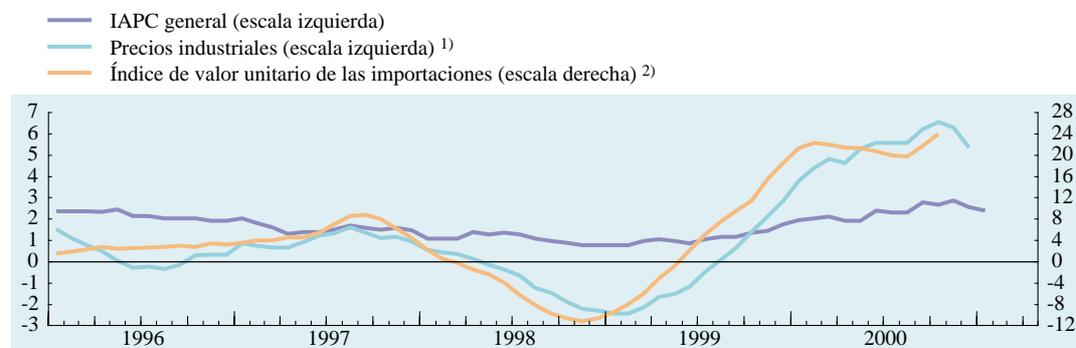
Cabe señalar que la reforma de la regulación no es más que uno de los factores determinantes de la evolución de los precios de las industrias de red. Otros elementos importantes son el progreso tecnológico (en el caso de las telecomunicaciones), los cambios en el régimen impositivo y las variaciones de precios del gas y de otros combustibles (en el caso de la electricidad). No obstante, la tendencia reciente de los precios en estos sectores sugiere que la reforma normativa ha ejercido, efectivamente, presiones a la baja sobre los mismos.

Los nuevos avances en la aplicación de las reformas de la regulación en el sector de telecomunicaciones, junto con la creación de unos mercados únicos de la electricidad y del gas en la UE, en un entorno abierto a la competencia entre los distintos países, deberían provocar un nuevo descenso de los precios y podrían reducir, en los próximos años, las pronunciadas diferencias de precios que existen actualmente entre los Estados miembros. La tendencia a la baja en los precios continuará, posiblemente, a lo largo del proceso de reforma normativa y hasta que los sectores interesados se hayan adaptado al nuevo entorno competitivo y que los consumidores se hayan acostumbrado a elegir la empresa de suministro. El escalonamiento de los efectos durante el período de reforma depende, en gran medida, de factores externos y, en particular, del marco jurídico de las reformas. Asimismo, la reforma tendrá, probablemente, un efecto bajista transitorio sobre la inflación en el conjunto de la economía de la zona del euro. En los sectores de la electricidad y del gas, los mercados destinados al consumo privado de los hogares serán los últimos en liberalizarse. Por lo tanto, una parte importante de los posibles descensos de los precios de consumo en estos dos sectores se producirá, probablemente, hacia el final del proceso de reforma. Sin embargo, dado que no existe obligación legal para los Estados miembros de conceder a las familias el derecho de elegir libremente las empresas de suministro de gas y electricidad, contrariamente a lo que ocurre con los usuarios industriales, algunos países no contemplan la liberalización de este segmento del mercado, lo que podría, a su vez, limitar el efecto general de la reforma de la regulación sobre los precios de consumo en estos sectores.

Gráfico 13

Precios de consumo, precios industriales y precios de las importaciones en la zona del euro

(tasas de variación interanuales; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Excluida la construcción.

2) Los índices de valor unitario se refieren a las operaciones entre la zona del euro y el resto del mundo; los cálculos se basan en medias móviles de tres meses centradas.

sociales adoptadas en varios países, que los agentes sociales tuvieron en cuenta en las negociaciones. Por otra parte, el patrón de crecimiento de los salarios en los distintos Estados miembros de la zona del euro tendió a reflejar la situación cíclica de la economía interna en el momento en el se suscribían los acuerdos. En particular, en algunos países se observó una ligera tendencia al alza en los acuerdos salariales, como resultado del vigoroso crecimiento económico, de un aumento transitorio de las tasas de inflación y, en algunos casos, de señales de tensión en los mercados de trabajo.

A lo largo del 2000, el crecimiento de los salarios reales se mantuvo, en general, moderado. Sin embargo, mientras que el crecimiento de la remuneración por asalariado se situó, en promedio, en el 2,2% en los tres primeros trimestres del 2000, es decir, 0,2 puntos porcentuales por encima del nivel registrado en 1999, el crecimiento de los costes laborales totales por hora alcanzó un promedio de 3,8% en los tres primeros trimestres del 2000, frente a un 2,2% en 1999. En el 2000, los costes laborales totales por hora se vieron influidos por diversas circunstancias específicas, tales como pagos extraordinarios efectuados en el primer trimestre del año en varios Estados miembros importantes y cambios introducidos en los marcos jurídicos

nacionales y, en particular, la reducción de la jornada laboral en Francia. Además, la diferencia entre el crecimiento de la remuneración por asalariado y los costes laborales totales por hora puede también haber sido originada por factores especiales. Por ejemplo, Alemania y los Países Bajos tuvieron menos días laborales en el 2000 que en 1999. Este efecto calendario tuvo una incidencia transitoria al alza sobre el incremento de los costes laborales por hora en el 2000.

Si bien el crecimiento subyacente de los salarios mantuvo una trayectoria moderada, el crecimiento de los costes laborales unitarios disminuyó desde el 1,2% registrado, como promedio, en 1999 hasta el 0,8% observado en el promedio de los tres primeros trimestres del 2000. Este descenso fue debido, principalmente, a un repunte cíclico de la productividad, que alcanzó un promedio de 1,4% en los tres primeros trimestres del 2000, frente al 0,8% correspondiente a 1999.

Ampliación de los diferenciales de inflación en los países de la zona

Las economías de la zona del euro han experimentado un considerable grado de convergencia en sus tasas de inflación durante la última década. Sin embargo, parece que la dis-

persión de la inflación entre los países – tal como indican algunas de las medidas habitualmente utilizadas, como las diferencias entre los valores máximo y mínimo y las desviaciones típicas – se ha incrementado a partir de mediados de 1997, manteniéndose relativamente elevada en el 2000.

Los mayores diferenciales de inflación medida por el IAPC aparecen en grupos de productos, como la energía, los servicios y los alimentos elaborados, y pueden explicarse por las razones siguientes. En primer lugar, por lo que se refiere a la subida de los precios energéticos, y al debilitamiento del euro hasta noviembre del 2000, la mayor divergencia entre países parece sustentarse en la existencia de diferencias apreciables en el consumo de energía, en los porcentajes de impuestos especiales aplicados a los precios energéticos finales y en las estructuras comerciales de los países. En segundo lugar, la mayor dispersión respecto a la tasa de variación de los precios de los servicios en el 2000 puede estar relacionada con la evolución cada vez más diferenciada de los costes laborales unitarios, debido, en parte, a disparidades entre los incrementos salariales y la situación cíclica de los distintos países. En alguna medida, ello se debe también a los efectos sobre los precios de avances desiguales en las reformas de la regulación de los mercados de trabajo y de las redes de distribución (telecomunicaciones y empresas de servicios públicos), así como al

acortamiento de las distancias entre los niveles de vida de algunos de los países de la zona del euro. Por otro lado, la subida de los precios del petróleo puede haber repercutido, en distinta medida, en los precios de los servicios de transporte. En tercer lugar, la mayor dispersión de los incrementos de los precios de los alimentos elaborados registrada en el 2000 fue consecuencia, en parte, de la elevación de los impuestos indirectos llevada a cabo en un Estado miembro. Por último, varios cambios en los precios administrados de los distintos países parecen haber contribuido también a ampliar los diferenciales de inflación.

Las medidas de dispersión apuntan también a diferencias relativamente pronunciadas en los aumentos de precios de los alimentos no elaborados, debido a la tradicional sensibilidad de este componente a las perturbaciones relacionadas con las condiciones climatológicas y los factores estacionales, aunque la dispersión no muestra una tendencia clara. Por el contrario, la evolución de los bienes industriales no energéticos se ha caracterizado por diferenciales reducidos y estables en los incrementos de precios registrados en los países de la zona del euro, posiblemente por el efecto de la competencia en el sector de bienes comercializables, especialmente en el contexto de un mercado único con una misma moneda.

4 Producto, demanda y mercado de trabajo

Fuerte crecimiento del PIB en el conjunto del 2000, con un ligero descenso en la segunda mitad del año

Tras registrar una desaceleración relacionada con la crisis de los mercados emergentes, la actividad económica en la zona del euro comenzó a recuperarse en la segunda mitad de 1999, y su crecimiento continuó siendo intenso en el 2000. Aunque algunos factores desfavorables, tales como el elevado y prolongado incremento de los precios del petróleo, parecen haber moderado ligeramente el cre-

cimiento en el segundo semestre del 2000, el aumento del PIB en el conjunto del año fue el más elevado desde 1990.

Según estimaciones de Eurostat, el PIB real creció un 3,4%, en promedio, en el año 2000, frente a un 2,5% en 1999 (véase cuadro 2). Sin embargo, en el segundo semestre del año se registró una desaceleración del crecimiento, que pasó de una tasa media intertrimestral cercana al 1%, en la segunda mitad de 1999, al 0,8% en el primer semestre del 2000, y al 0,6% en el segundo semestre del mismo año.

Cuadro 2

Composición del crecimiento del PIB real en la zona del euro

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

	Tasas interanuales ¹⁾					Tasas intertrimestrales ²⁾							
	1998	1999	2000	1999 IV	2000 I	2000 II	2000 III	2000 IV	1999 IV	2000 I	2000 II	2000 III	2000 IV
Producto interior bruto real	2,8	2,5	3,4	3,3	3,5	3,7	3,2	3,0	1,0	0,9	0,8	0,5	0,7
<i>del cual</i>													
Demanda interna	3,4	3,1	2,8	2,9	2,6	3,2	2,8	2,5	0,8	0,6	0,8	0,4	0,6
Consumo privado	3,1	2,8	2,6	2,7	2,6	3,1	2,4	2,1	0,7	0,8	0,8	0,2	0,3
Consumo público	1,0	1,6	1,6	1,6	1,7	1,8	1,4	1,6	0,4	0,6	0,3	0,1	0,6
Formación bruta de capital fijo	4,8	5,3	4,6	5,5	5,7	4,9	4,0	3,9	0,6	1,8	0,6	1,1	0,4
Variación de existencias ^{3) 4)}	0,4	-0,0	-0,0	-0,1	-0,5	-0,0	0,2	0,1	0,2	-0,3	0,2	0,1	0,2
Demanda exterior neta ³⁾	-0,5	-0,5	0,6	0,4	0,9	0,6	0,5	0,5	0,1	0,3	-0,1	0,1	0,1
Exportaciones ⁵⁾	7,0	4,7	11,7	10,0	12,8	11,4	11,2	11,6	3,0	3,0	2,0	2,8	3,3
Importaciones ⁵⁾	9,5	6,7	10,4	9,1	10,5	10,1	10,2	10,7	2,7	2,2	2,3	2,6	3,2
• Valor añadido bruto real													
• Agricultura y pesca ⁶⁾	1,8	2,5	1,5	3,9	2,7	1,0	1,5	0,8	0,5	0,1	-0,9	1,7	-0,1
• Industria	1,9	1,6	3,6	3,3	4,2	3,9	3,4	3,0	0,7	1,5	0,5	0,7	0,3
• Servicios	3,2	2,7	3,4	2,8	3,2	3,4	3,3	3,5	0,8	1,1	0,7	0,7	0,9

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

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

4) Incluidas adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos.

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

6) También incluye caza y silvicultura.

La tasa de crecimiento interanual se elevó al 3,7% en el segundo trimestre, descendiendo, posteriormente, hasta el 3% en el último trimestre. En el recuadro 4 se describen las principales características del crecimiento del PIB de la zona del euro en los últimos años.

La demanda interna sostuvo el crecimiento del PIB real

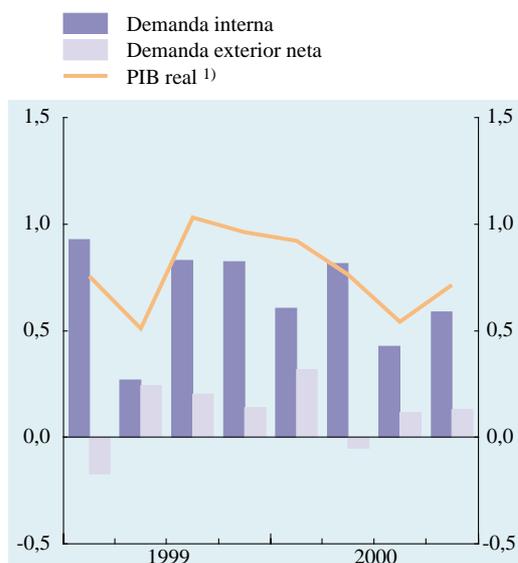
Al igual que en 1999, el fuerte crecimiento de la demanda interna supuso la mayor contribución al crecimiento del PIB en el 2000 (véase gráfico 14). Para el conjunto del año, la contribución de la demanda interna fue de 2,7 puntos porcentuales, frente a 3 puntos porcentuales en 1999.

A lo largo del año, el crecimiento de la demanda interna siguió siendo intenso. Sin embargo, el crecimiento del consumo privado, y, en menor medida, el de la inversión, aun

Gráfico 14

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

(contribuciones trimestrales, en puntos porcentuales; datos desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Tasa de variación respecto al trimestre anterior.

Recuadro 4

Principales características del crecimiento del PIB de la zona del euro en los últimos años

El PIB de la zona del euro ha experimentado un fuerte crecimiento en los últimos años. Tras registrar una tasa media de crecimiento del 1,5% en el período de cinco años comprendido entre 1992 y 1997, el PIB creció un 2,9%, en promedio, entre los años 1998 y 2000 (véase cuadro siguiente). En los tres últimos años, la tasa de crecimiento interanual del PIB osciló entre un mínimo de 1,9% en el primer trimestre de 1999 y un máximo de 3,7% en el segundo trimestre del 2000. Estas fluctuaciones se debieron, en gran medida, a las considerables variaciones registradas en la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB, mientras que el crecimiento de la demanda interna se mantuvo prácticamente estable en los tres últimos años, siendo éste uno de los principales factores que explican el intenso crecimiento del PIB de la zona del euro durante el citado período.

Tras mantener una trayectoria relativamente moderada en los primeros años de la década de los noventa, con un aumento medio anual de sólo un 1,1% entre 1992 y 1997, a partir de 1998 la tasa de crecimiento interanual de la demanda interna se situó, en promedio, en un 3,1%. La demanda interna se vio impulsada por el crecimiento sólido y sostenido del consumo privado en los tres últimos años, que alcanzó una tasa media interanual del 2,8%, muy superior al 1,2% registrado, en promedio, entre 1992 y 1997. El gran crecimiento del empleo reforzó la confianza de los consumidores y contribuyó al crecimiento de la renta disponible de los hogares. El repunte experimentado por el crecimiento a finales de 1997 fue acompañado por un aumento de la tasa de crecimiento del empleo, que, posteriormente, se estabilizó en niveles altos en el período transcurrido entre los años 1998 y 2000. Además del intenso crecimiento de la actividad económica, la moderación salarial observada en este período contribuyó a mantener el fuerte ritmo en cuanto a la creación de empleo, especialmente en el sector servicios. Al incrementar la transparencia de los precios y eliminar las fluctuaciones de tipos de cambio entre los Estados miembros, la Unión Monetaria puede haber concienciado a empresarios y trabajadores de la importancia de mantener la competitividad mediante la moderación salarial.

Contribución de la demanda interna y de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB en la zona del euro

	1992-97	1998	1999	2000
Crecimiento medio de				
PIB	1,5	2,8	2,5	3,4
Demanda interna	1,1	3,4	3,1	2,8
Exportaciones	5,8	7,0	4,7	11,7
Importaciones	4,4	9,5	6,7	10,4
Contribución al crecimiento del PIB				
Demanda interna	1,0	3,3	3,0	2,7
Demanda exterior neta	0,5	-0,5	-0,5	0,6

Fuente: Eurostat y cálculos del BCE.

La formación bruta de capital fijo contribuyó también a la fortaleza de la demanda interna, experimentando un incremento interanual en torno al 5% entre los años 1998 y 2000, tras haber registrado bajas tasas de crecimiento entre 1992 y 1997 e, incluso, un fuerte descenso en 1993. Los proyectos de inversión se vieron estimulados por las empresas que necesitaban actualizar su equipo, después de que, durante varios años, el crecimiento de la inversión hubiera sido limitado. Asimismo, unas condiciones favorables en cuanto a la situación financiera y a la demanda propiciaron el gasto en inversión. Por otra parte, la confianza de los inversores en un crecimiento intenso y sostenido mejoró a raíz del compromiso de las autoridades monetarias de mantener la estabilidad de precios en el largo plazo, y de las autoridades presupuestarias de garantizar la sostenibilidad de las finanzas

públicas en el contexto del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Por último, el desarrollo y la integración en curso en los mercados de capitales de la zona del euro facilitaron a los inversores el acceso a la financiación.

En contraste con el crecimiento, en general, estable de la demanda interna, el patrón de la demanda exterior neta de bienes y servicios en los tres últimos años registró mayores oscilaciones, lo que originó, a su vez, variaciones en el crecimiento del PIB. La contribución de la demanda exterior neta de bienes y servicios al crecimiento interanual del PIB fue negativa en 1998 y principios de 1999, se tornó positiva a lo largo de 1999, y, aunque se redujo durante el año 2000, siguió teniendo un efecto positivo. Distintos factores explican la disminución de la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB registrada, por un lado, en 1998 y principios de 1999 y, por otro, en el año 2000. Por lo que se refiere al primer período, las exportaciones de bienes y servicios de la zona del euro en términos reales se vieron afectadas desfavorablemente por la crisis de los mercados emergentes y por la consiguiente desaceleración general del crecimiento del comercio mundial. Los datos de Eurostat sobre las exportaciones de bienes en términos reales sólo muestran que la ralentización de dichas exportaciones dentro de la zona del euro fue mucho menos pronunciada y más breve que la manifestada por las exportaciones a países no pertenecientes a la zona, en consonancia con el crecimiento sostenido de la demanda interna. En términos reales, el crecimiento de las exportaciones de bienes y servicios (incluido el comercio interior de la zona del euro) descendió del 12%, en tasa interanual, en el primer trimestre de 1998 al 0,6% en el primer trimestre de 1999. Las importaciones experimentaron también una desaceleración en el mismo período, aunque menor (de una tasa interanual del 12,5% en el primer trimestre de 1998 al 4,5% en el primer trimestre de 1999). Por el contrario, en el 2000, las tasas de crecimiento, en términos reales, tanto de las importaciones como de las exportaciones de bienes y servicios (incluido el comercio interior de la zona del euro) se elevaron de forma acusada, manteniendo, en general, un ritmo sostenido desde mediados de 1999. Así pues, a finales del 2000, el crecimiento interanual de las importaciones y exportaciones, en términos reales, superó el 10%. El elevado crecimiento de la actividad interna estimuló la demanda de importaciones en el 2000. En consecuencia, en contraste con la evolución observada en 1998 y comienzos de 1999, la reducción de la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB se debió más a la fortaleza de las importaciones que a la debilidad de las exportaciones. A este respecto, la evolución de las importaciones observada en el 2000 es una señal adicional de la fortaleza de la demanda interna final, en especial de las exportaciones y de la inversión, que favorece, en este último caso, el crecimiento del PIB en el medio plazo.

En conjunto, la fortaleza de la demanda interna ha sido una de las principales características de los últimos años. El establecimiento de la Unión Monetaria puede haber fomentado la moderación salarial, contribuyendo así a crear las condiciones favorables para un crecimiento intenso y sostenido de la actividad económica interna. Además, tal como se vio a lo largo del año 2000, el descenso de la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB puede obedecer más a las elevadas importaciones en términos reales, inducidas por el dinamismo de la actividad económica interna, que a la debilidad de las exportaciones.

siendo elevado para el conjunto del año, descendió ligeramente en la segunda mitad del año. La contribución de la variación de existencias al crecimiento de la demanda interna fue positiva en la última parte del año.

En el 2000, el consumo privado siguió mostrando una gran fortaleza por tercer año consecutivo, con un crecimiento del 2,6%, frente al 2,8% alcanzado en 1999. El elevado crecimiento del empleo contribuyó tanto al aumento de la renta como al afianzamiento de la confianza de los consumidores. Es probable

que la renta de los trabajadores autónomos se haya beneficiado también del dinamismo de la actividad económica. Además, las reducciones de impuestos directos tuvieron un efecto positivo sobre el crecimiento de la renta disponible de los hogares. Sin embargo, pese a estos factores positivos, el crecimiento del consumo privado cayó de forma significativa en la segunda parte del año, hasta alcanzar el 0,2%, en tasa media intertrimestral, frente al 0,8% registrado en el primer semestre. El menor crecimiento del consumo privado puede explicarse, en cierta medida, por

las pérdidas de renta real asociadas al alza de los precios del petróleo.

Sin embargo, otros indicadores mostraban una cierta resistencia del crecimiento del consumo privado ante el incremento de los precios del petróleo. En primer lugar, al final del 2000, la confianza de los consumidores seguía siendo elevada, según la encuesta del consumidor de la Comisión Europea, la confianza de los consumidores alcanzó su máximo histórico en agosto del 2000 y, pese a disminuir ligeramente en otoño, a finales del año se mantenía en niveles próximos a dicho máximo. En segundo lugar, las ventas al por menor de bienes de equipo para los hogares mantuvieron un ritmo sostenido durante la mayor parte del año. Estas ventas podían haber sido las que más acusaran las pérdidas de renta real generadas por la subida de los precios del petróleo, ya que suponen un fuerte gasto que puede, a menudo, posponerse. Los nuevos aumentos registrados en las ventas de estos bienes están en consonancia con la valoración optimista que hacen las familias de la situación económica futura.

Por su parte, el crecimiento del consumo público en el 2000 se situó en el 1,6%, en línea con la tasa media de crecimiento del 1,5% registrada durante los años noventa.

Para el conjunto del 2000, la formación de capital creció un 4,6%, frente al 5,3% correspondiente a 1999. Tras tres años de sólido crecimiento, su porcentaje en relación con el PIB aumentó de un mínimo del 20,1% en 1997 a cerca del 21,5% en el 2000. Este vigoroso crecimiento se mantuvo a lo largo del año, pese al deterioro de la relación de intercambio, que tendió a moderar el crecimiento de los márgenes de beneficios. El crecimiento de la formación de capital se vio impulsado por la intensa actividad económica registrada dentro y fuera de la zona del euro. Según la encuesta empresarial de la Comisión Europea, la confianza del sector manufacturero creció ininterrumpidamente, hasta alcanzar su máximo histórico en junio del 2000, y disminuyó en fechas posteriores, aunque manteniéndose en niveles altos. Una capacidad productiva relati-

vamente restringida estimuló los proyectos de inversión. Las tasas de utilización de la capacidad productiva en el sector manufacturero aumentaron de forma continuada a lo largo del año, situándose, a finales del 2000, sólo ligeramente por debajo de los máximos alcanzados a finales de los años ochenta. Por otro lado, la elevada rentabilidad acumulada en los últimos años, unida a unas condiciones de financiación favorables, permitió a las empresas disponer de los recursos financieros necesarios para invertir. Otro factor que probablemente hizo aumentar los gastos de capital en la zona del euro fue el uso más intensivo de equipos informáticos y de comunicaciones. Por último, la evidencia disponible acerca de la diferencia entre la inversión residencial y la inversión empresarial sugiere que el dinamismo de la inversión procedió del fuerte crecimiento de la inversión en maquinaria y bienes de equipo.

La contribución de la variación de existencias al crecimiento del PIB fue nula para el conjunto del 2000. Sin embargo, es necesario interpretar con cautela los datos de existencias, dado que, en algunos momentos del pasado, se han tenido que revisar sustancialmente. La contribución de la variación de existencias fue relativamente elevada en la última parte del año, lo que compensó, en parte, la desaceleración de la demanda final. Según la encuesta empresarial de la Comisión Europea, los niveles de existencias del sector industrial fueron relativamente bajos en el 2000, aunque aumentaron a lo largo del año.

La demanda exterior de bienes y servicios en la zona del euro creció sustancialmente

En términos reales, las exportaciones e importaciones de bienes y servicios, incluido el comercio interior de la zona del euro, aumentaron muy rápidamente en el 2000. Para el conjunto del año, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB fue positiva por valor de 0,6 puntos porcentuales, tras la cifra negativa de -0,5 puntos porcentuales en 1999.

Sin embargo, las cifras anuales ocultan el descenso gradual de la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB a lo largo del 2000, a medida que la tasa de crecimiento de las importaciones en términos reales empezaba a acercarse a la de las exportaciones. En consecuencia, a partir del segundo trimestre del 2000, la demanda exterior neta tendió a disminuir su contribución al crecimiento del PIB.

La actividad del sector servicios se sustentó en el fuerte crecimiento de la demanda interna

A partir de mayo del 2000, el BCE viene publicando en su *Boletín Mensual* los datos de valor añadido por principales ramas de actividad. Estos datos proporcionan información de gran utilidad para el análisis de la evolución económica por sectores y, en particular, del sector servicios. En enero del 2001, Eurostat comenzó a publicar las estimaciones del valor añadido por principales ramas de actividad.

En el año 2000, la tasa de crecimiento del valor añadido bruto real en el sector servicios registró un fuerte aumento, situándose en el 3,4%, frente al 2,7% de 1999. Dentro del sector servicios, los servicios de mercado (que incluyen el comercio al por menor y al por mayor, y los servicios financieros, inmobiliarios, de transporte y de telecomunicaciones) experimentaron las mayores tasas de crecimiento interanuales, en torno al 4,5%, mientras que la tasa de crecimiento de los servicios sociales y la administración pública crecieron alrededor de un 1%. El repunte de la actividad en los servicios de mercado se explica, en parte, por la recuperación del sector industrial, que favoreció a sectores tales como los servicios financieros y de transporte. La fortaleza general del consumo privado registrada en el 2000 pudo haber propiciado también el crecimiento de la prestación de servicios a los hogares. El intenso crecimiento de los servicios, que representan cerca de dos tercios del valor añadido de la zona del euro, desempeñó un papel funda-

mental en el alto crecimiento económico alcanzado en el 2000.

La producción industrial se recuperó en el 2000

Al igual que en los últimos años, en el año 2000 el crecimiento de la actividad industrial se vio influido de forma significativa por la evolución exterior, mostrando una fuerte recuperación en el primer semestre del año, a medida que crecía la economía mundial. Además, mejoró la competitividad de los exportadores de la zona del euro, como consecuencia de los moderados incrementos de los salarios y de los precios internos y de la depreciación del euro. Sin embargo, en el segundo semestre del año, la actividad económica mundial no siguió expandiéndose, dejando de ser un estímulo para el crecimiento de la producción industrial de la zona del euro, que se moderó debido a la prolongada subida de los precios del petróleo.

Al recuperarse tanto la demanda exterior como la interna a lo largo de 1999, el crecimiento de la producción industrial alcanzó niveles elevados en la segunda mitad de dicho año y en el primer semestre del 2000. La tasa de crecimiento interanual de la producción industrial, excluida la construcción, experimentó un notable aumento en este primer semestre, alcanzando el 8,2% en el mes de mayo, fecha a partir de la cual empezó a descender, en consonancia con el perfil de confianza industrial que se desprendía de la encuesta empresarial de la Comisión Europea. El pronunciado incremento de la tasa de crecimiento de la producción industrial observado en diciembre del 2000 puede explicarse, al menos en parte, por un efecto calendario favorable. Para el conjunto del 2000, la producción industrial creció un 5,4%, la mayor tasa de crecimiento registrada desde 1985, el primer año para el que se dispone de datos oficiales de la zona del euro sobre producción industrial (véase cuadro 3).

Debido al consumo de energía relativamente elevado observado en el sector industrial, en comparación con el total del sector servicios,

Cuadro 3

Producción industrial en la zona del euro

(tasas de variación)

	Tasas interanuales ¹⁾								Tasas intertrimestrales ²⁾				
	1998	1999	2000	1999 IV	2000 I	2000 II	2000 III	2000 IV	1999 IV	2000 I	2000 II	2000 III	2000 IV
Total industria, excl. construcción	4,3	1,9	5,4	4,3	4,8	6,0	5,7	5,2	1,7	0,5	2,1	1,0	1,8
Industria manufacturera	4,7	1,9	5,8	4,8	5,0	6,3	6,1	5,8	1,2	1,0	1,8	1,8	1,4
<i>por principales destinos económicos:</i>													
Bienes intermedios	4,0	2,3	5,2	5,6	5,6	6,2	5,0	4,2	1,5	0,8	1,4	0,9	1,5
Bienes de equipo	6,6	1,5	9,2	2,8	6,9	8,7	10,1	10,9	1,6	2,3	2,8	2,9	3,4
Bienes de consumo	2,7	1,8	2,6	3,9	1,3	3,8	3,0	2,3	1,0	-2,1	2,7	0,9	1,4
duraderos	6,3	3,1	7,1	5,7	7,6	8,3	7,3	5,3	1,8	1,7	1,8	1,3	1,8
no duraderos	2,0	1,5	1,7	3,5	0,0	2,9	2,1	1,7	0,9	-2,9	2,9	0,8	1,4

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

- 1) Tasas interanuales: tasas de variación respecto al mismo período del año anterior calculadas con datos ajustados en función de las variaciones del número de días laborables.
- 2) Tasas intertrimestrales: tasas de variación respecto al trimestre anterior calculadas con datos desestacionalizados y ajustados por el número de días laborables.

es probable que la producción industrial se haya visto afectada más intensamente por la fuerte subida de los precios de la energía registrada en el 2000. Por lo que se refiere al efecto de la depreciación del euro, las consecuencias negativas de la elevación de los costes de los consumos intermedios se habrían visto compensadas, al menos en parte, por la mejora de la competitividad de las exportaciones de bienes manufacturados. La medida en que estos dos efectos opuestos se equilibran varía según los sectores industriales y depende de la participación de bienes importados en los consumos intermedios en relación con la producción y de la producción exportada fuera de la zona del euro.

En el sector industrial, la desaceleración registrada en la segunda mitad del año fue más acentuada en el sector de bienes intermedios. Para el conjunto del 2000, la producción de este sector creció un 5,2%, frente al 2,3% de 1999. La tasa de crecimiento interanual se elevó hasta el 8,9% en mayo del 2000, reduciéndose posteriormente. La demanda de bienes intermedios parece haber mantenido un ritmo sostenido, debido al fuerte crecimiento de la producción de bienes de equipo, aunque los elevados precios del petróleo explican la desaceleración posterior. El crecimiento de la producción de bienes de equipo

fue particularmente dinámico en el 2000, alcanzando el 9,2%, la tasa más alta registrada en, al menos, una década. Si bien, en el pasado, se habían observado tasas de crecimiento similares, nunca se habían mantenido durante un período tan prolongado. El crecimiento de la producción de bienes de equipo también fue sostenido a lo largo del año, impulsado por la solidez de la inversión en la zona del euro. En concreto, la producción de equipos electrónicos y de bienes de información y comunicación aumentó en torno al 20% en el 2000. La producción de bienes de consumo duradero registró, asimismo, un crecimiento vigoroso en el 2000, situándose en el 7,1%, frente al 3,1% correspondiente a 1999, en consonancia con las solidez de las ventas al por menor de bienes de equipo para los hogares.

En el sector de la construcción, el crecimiento se moderó ligeramente, al empezar a desaparecer el efecto de los incentivos fiscales que potenciaron la actividad en 1999. El valor añadido se elevó un 1,3% en el 2000, frente al 1,9% en 1999. Por último, el valor añadido en la agricultura y la pesca se incrementó un 1,5% en el 2000, frente al 2,5% de 1999.

Crecimiento sostenido del empleo en el 2000

Según los datos nacionales disponibles, se estima que, en el 2000, el empleo creció en el conjunto de la zona del euro un 2%, tasa ligeramente superior al 1,7% observado en 1999. La recuperación de la actividad económica registrada desde comienzos de 1999 estimuló la creación neta de empleo en el segundo semestre de 1999 y en el 2000, dando lugar al mayor crecimiento del empleo en la zona del euro desde principios de la década de los noventa. El crecimiento del empleo se basó, también, en una moderación salarial sostenida y en nuevas reformas del mercado de trabajo. Hay que destacar, sin embargo, que todas las series de datos de empleo de Alemania fueron revisadas de forma significativa en el verano del 2000. En consecuencia, el crecimiento del empleo en la zona del euro, sobre todo a partir de 1996, se ha revisado al alza.

El empleo experimentó un mayor crecimiento en los dos principales sectores de la economía (véase cuadro 4), siguiendo de cerca el patrón de crecimiento sectorial descrito anteriormente. Con unas tasas de crecimiento interanuales superiores al 2,6% en los

tres primeros trimestres del año, el sector servicios, impulsado por el crecimiento sostenido de la demanda interna, siguió siendo claramente el principal motor de creación de empleo en el año. El sector industrial mostró también una evolución más positiva del empleo, puesto que, tras registrar un modesto incremento en 1999, el crecimiento del empleo en el total de la industria experimentó un repunte en los tres primeros trimestres del 2000. Esta recuperación se debió, en gran parte, a una sólida contribución positiva del sector de la construcción en el primer trimestre del año, mientras que, en el segundo y tercer trimestres, el crecimiento del empleo mejoró notablemente en el sector manufacturero. Por el contrario, en el año 2000 continuó la caída de la creación de empleo en el sector agrícola, aunque a un ritmo sensiblemente más lento que en los últimos años.

La tasa de disminución del paro se mantuvo prácticamente estable en el 2000

La reducción gradual del desempleo en la zona del euro, que empezó a manifestarse en julio de 1997, continuó en el 2000 a una tasa

Cuadro 4

Evolución del mercado de trabajo en la zona del euro

(tasas de variación interanuales y porcentajes)

	1998	1999	2000	1998	1998	1999	1999	1999	1999	2000	2000	2000	2000
				III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Población activa	0,8	0,8	.	0,8	0,7	0,9	0,7	0,8	0,8	1,0	1,1	1,0	.
Empleo	1,6	1,7	.	1,7	1,9	1,8	1,5	1,7	1,7	1,9	2,2	2,0	.
Agricultura ¹⁾	-1,1	-2,8	.	-1,4	-2,2	-3,6	-2,6	-2,7	-2,4	-1,1	-1,2	-1,1	.
Industria ²⁾	0,7	0,5	.	0,9	0,8	0,6	0,4	0,3	0,6	0,8	0,9	1,0	.
– excl. construcción	1,2	0,3	.	1,3	0,9	0,9	-0,1	0,0	0,3	0,2	0,9	1,0	.
– construcción	0,2	0,8	.	-0,1	0,8	-0,3	1,3	1,0	1,2	2,6	1,3	1,3	.
Servicios ³⁾	2,1	2,5	.	2,3	2,7	2,7	2,4	2,6	2,4	2,6	2,9	2,7	.
Tasas de desempleo ⁴⁾													
Total	10,9	9,9	9,0	10,8	10,6	10,3	10,1	9,9	9,6	9,4	9,1	8,9	8,7
Menores de 25 años	21,3	19,1	17,3	21,1	20,8	20,1	19,3	18,9	18,2	18,0	17,4	17,1	16,7
De 25 o más años	9,4	8,7	7,9	9,3	9,1	8,9	8,8	8,6	8,4	8,2	7,9	7,8	7,6

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

1) También incluye pesca, caza y silvicultura.

2) Incluye manufacturas, construcción, minería e industrias extractivas y suministro de agua, gas y electricidad.

3) Excluye organismos e instituciones extraterritoriales.

4) Porcentaje de la población activa. De acuerdo con las recomendaciones de la OIT.

Recuadro 5

El descenso del desempleo desde una perspectiva a más largo plazo

Desde junio de 1997, el desempleo en la zona del euro ha descendido 2,9 puntos porcentuales, es decir, a una tasa media de alrededor de 0,2 puntos porcentuales por trimestre, hasta situarse en el 8,7% en diciembre del 2000, lo que correspondía a 11,4 millones de parados. Esta evolución es consecuencia de la recuperación económica, unida a una moderación salarial sostenida y al efecto de las reformas llevadas a cabo en el mercado de trabajo de la zona del euro. El descenso experimentado a partir de 1997 ha sido, con mucho, el más acusado y sostenido desde finales de los años ochenta. Este descenso se produjo después de haber registrado un fuerte aumento, desde un mínimo de 7,8% a mediados de 1990 hasta un máximo de 11,7% a principios de 1994 y tras el período de niveles muy elevados de la tasa de paro entre comienzos de 1994 y mediados de 1997. En términos absolutos, el desempleo ha disminuido en torno a 3,5 millones de parados desde junio de 1997, reduciéndose en dos tercios el acusado incremento registrado entre mediados de 1990 y junio de 1997. En este recuadro se analiza con más detalle la reducción del desempleo observada en la zona del euro a partir de 1997, en términos de edad, sexo, cualificaciones y duración.

Tasas de paro normalizadas de la zona del euro

(porcentaje de la población activa; datos anuales)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Total	7,9	8,2	9,2	10,8	11,6	11,3	11,5	11,5	10,9	9,9	9,0
Hombres	6,1	6,4	7,3	9,1	9,8	9,4	9,8	9,8	9,1	8,3	7,4
Mujeres	10,5	10,9	11,9	13,3	14,2	14,0	14,0	14,0	13,3	12,2	11,1
Menores de 25 años	16,6	16,9	18,5	22,2	23,6	23,3	23,9	23,2	21,3	19,1	17,3
De 25 o más años	6,2	6,6	7,5	8,9	9,7	9,5	9,8	9,9	9,4	8,7	7,9

Fuente: Eurostat.

Nota: Sólo se dispone de tasas de paro normalizadas desde julio de 1990.

El fuerte crecimiento del empleo explica en gran parte el descenso del paro

El descenso del paro se ha basado en un crecimiento del empleo intenso. Desde mediados de 1997 el empleo total ha crecido a una tasa media interanual del 1,8%, frente a una disminución del 0,2% entre mediados de 1990 y mediados de 1997. Aproximadamente, el empleo ha aumentado en 7 millones de personas, frente al comportamiento de principios de los años noventa, cuando el empleo descendió en más de 1 millón de personas. Es de destacar que la reducción del desempleo se produjo en un contexto de notable crecimiento de la población activa. Básicamente debido a una creciente tasa de participación, el crecimiento de la población activa se ha acelerado a partir de 1997, alcanzando una tasa media interanual del 0,9%, en comparación con el 0,4% registrado en los primeros años de la década.

El comportamiento positivo mostrado recientemente por el empleo se debió, en gran medida, al sólido crecimiento económico registrado en la segunda mitad de los años noventa. Sin embargo, existen también indicios de que la expansión económica se ha vuelto más intensiva en mano de obra, en comparación con el anterior período de fuerte crecimiento observado a finales de los años ochenta. Estas señales parecen confirmarse cuando se mide el empleo en términos de puestos de trabajo equivalentes a jornada completa, en lugar de simplemente por el número de ocupados. Una de las posibles explicaciones sería que, contrariamente a lo ocurrido a finales de los años ochenta, los costes laborales reales han mantenido un comportamiento moderado durante la recuperación económica actual, tanto por la evolución salarial, como por la reducción de las cotizaciones sociales a cargo de los empresarios para determinados colectivos llevada a cabo en algunos países. Por otro lado, en la favorable evolución del empleo han contribuido las reformas del mercado de trabajo, tales como medidas destinadas a promover la flexibilidad del empleo y el trabajo a tiempo parcial, los incentivos financieros para emplear trabajadores menos cualificados y el endurecimiento de las condiciones exigidas para tener derecho a prestaciones por desempleo. En especial, la coexistencia de niveles de paro todavía elevados y de numerosas

vacantes no cubiertas puede sugerir la existencia de un desajuste entre la oferta y la demanda de trabajo, debido, entre otros factores, a desajustes geográficos o de cualificaciones, a bolsas de inactividad y a estructuras salariales inadecuadas. Esta situación exigiría unas medidas especiales que apuntasen al origen del desajuste, tales como políticas de formación y educación, reducción de los factores que limitan la movilidad laboral e incentivos que estimulen a los parados y a las personas inactivas a que se reincorporen al mercado de trabajo.

Todos los colectivos, incluso los que registran un nivel de desempleo alto, se benefician de las mejoras del mercado de trabajo

A partir del 1997 el desempleo ha registrado un descenso en todos los colectivos y, en particular, en los que partían de un nivel más alto, como las mujeres, los jóvenes, las personas de más edad, los trabajadores menos cualificados y los parados de larga duración.

En primer lugar, respecto a junio de 1997, la tasa de desempleo femenino disminuyó 3,4 puntos porcentuales, hasta situarse en el 10,7% en diciembre del 2000, mientras que, en el mismo mes, la tasa de desempleo masculino alcanzó el 7,2%, tras reducirse en 2,6 puntos porcentuales. Dicho comportamiento puede explicarse por el acusado aumento del empleo en el sector servicios, en el que se concentra cerca del 80% del empleo femenino y la mayor parte del empleo a tiempo parcial, así como por la proporción creciente de mujeres con educación superior y por la desgravación fiscal por gastos para el cuidado de niños existente en algunos países.

En segundo lugar, la tasa de desempleo juvenil (menores de 25 años) aunque sigue duplicando la tasa de paro general de la zona del euro, ha descendido de forma pronunciada, desde el 23,5% de junio de 1997, pasó al 16,6% en diciembre del 2000. Simultáneamente, la tasa de participación juvenil se ha elevado también, tras el continuado descenso experimentado entre 1987 y 1997. Las reducciones de las cotizaciones sociales llevadas a cabo en varios países, junto con la relajación de la normativa que regula los contratos temporales y la adopción de iniciativas encaminadas a fomentar el empleo a tiempo parcial, pueden haber contribuido directamente a incrementar las oportunidades de empleo para los jóvenes, especialmente para los menos cualificados o los que carecen de experiencia laboral. De hecho, la tasa de desempleo de los trabajadores menos cualificados disminuyó en 1,5 puntos porcentuales respecto a 1997, hasta situarse en el 12,5% en 1999. Por otro lado, también pueden haber contribuido los planes especiales de fomento del empleo juvenil, que incluyen capacitación interna, prácticas, formación y subvenciones al empleo. En conjunto, en torno a una tercera parte de la reducción total del desempleo correspondió a este colectivo, aunque sólo representase el 12% de la población activa. La tasa de paro de las personas de más edad (entre 55 y 59 años), que llegó a duplicarse en las dos últimas décadas, disminuyó en más de un punto porcentual respecto a 1997, hasta alcanzar el 11,1% en 1999.

En tercer lugar, el número de parados de larga duración parece haber decrecido más rápidamente que el desempleo total. Aunque no se dispone todavía de datos para el 2000, se sabe que la proporción de parados por un período superior a un año respecto al total de desempleados descendió en 2,4 puntos porcentuales entre 1997 y 1999, tras registrar un fuerte crecimiento a principios de los años noventa. El paro de larga duración se benefició, probablemente, de la recuperación económica, pero también de las reformas del mercado de trabajo destinadas, en particular, a incrementar las oportunidades de empleo para los colectivos más vulnerables y mejorar los incentivos al empleo. Sin embargo, el paro de larga duración representa todavía cerca de la mitad del desempleo total.

Para que el desempleo siga disminuyendo serán necesarias reformas estructurales y una moderación salarial sostenida

En conjunto, el desempleo ha registrado un descenso significativo a partir de 1997. Para que esta reducción pueda continuar de forma sostenida en los próximos años, será necesario mantener la moderación salarial y realizar reformas en los mercados de trabajo de la zona del euro. Estos requisitos son particularmente urgentes si se consideran las crecientes dificultades de contratación existentes en determinados sectores y los posibles riesgos de escasez de mano de obra a los que pueden verse abocados algunos países en el medio plazo.

similar a la de 1999 (véase gráfico 15). En el recuadro 5 se analiza el descenso del desempleo desde una perspectiva a más largo plazo. La tasa de paro normalizada descendió hasta el 8,7% a finales del 2000, frente al 9,6% en diciembre de 1999. En el primer semestre del 2000, la tasa de paro se redujo de forma acusada, a un ritmo de casi 0,1 puntos porcentuales al mes. En el segundo semestre año, la disminución del desempleo se ralentizó. En conjunto, en el año 2000 el número de parados de la zona del euro se redujo en más de 1 millón, en promedio, por segundo año consecutivo. A finales del 2000, el número de parados en la zona del euro se situaba en torno a 11,4 millones de personas.

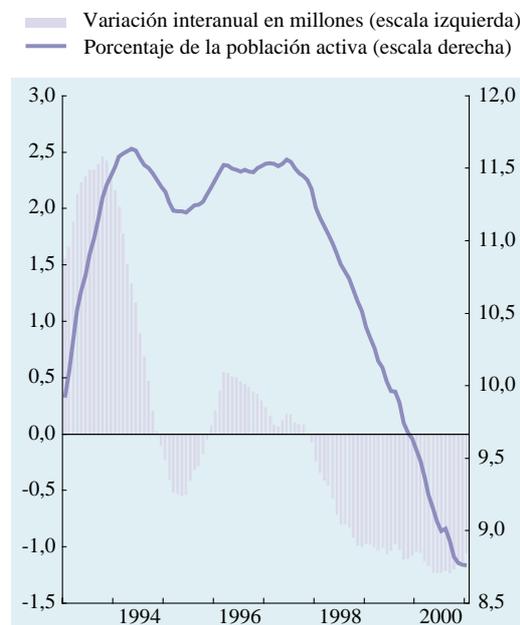
La reducción del desempleo estuvo acompañada por un pronunciado incremento de la población activa. Se estima que el crecimiento de la población activa se elevó ligeramente, desde el 0,8% en 1999 hasta aproximadamente el 1% en el 2000. Este incremento puede explicarse, al menos en parte, porque el aumento de la probabilidad de encontrar empleo derivado de la recuperación económica, supone un incentivo mayor para la incorporación al mercado de trabajo. Otro factor explicativo es el cambio en la composición de la población, con aumentos del peso relativo de los colectivos de mediana edad, que tienen, en general, una participación más alta en la población activa que la de otros colectivos.

En términos de la composición por edades, la tasa de desempleo juvenil seguía duplicando la tasa de paro total. No obstante, la tasa de desempleo juvenil disminuyó a lo largo del año desde el 18% en diciembre de 1999 al 16,6% en diciembre del 2000. Dicha reducción fue ligeramente menor que la registrada en 1999, año en el que el desempleo juvenil descendió en más de 340.000 personas, frente a los 311.000 del año 2000, y pudo ser indicativa de un aumento sostenido de la tasa de participación de este grupo de edad. Sin embargo, alrededor de una cuarta parte del descenso total del paro siguió obedeciendo a la caída del desempleo juvenil, aunque el

Gráfico 15

Desempleo en la zona del euro

(datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

colectivo de jóvenes sólo representase en torno al 12% de la población activa total. Por el contrario, la disminución del desempleo entre los mayores de 25 años fue más pronunciada en el 2000 que en 1999, pasando del 8,4% en diciembre de 1999 al 7,6% en el mismo mes del 2000, lo que supuso una reducción de 820.000 personas en el número de parados, frente a 725.000 en 1999. En el 2000 descendieron las tasas de desempleo tanto masculino como femenino, que bajaron, respectivamente, desde el 8,3% en 1999 hasta el 7,4% en el 2000 y desde el 12,2% hasta el 11,1%, y la brecha entre el promedio de ambas tasas se estrechó ligeramente. No obstante, la convergencia sostenida de las tasas de paro entre sexos y grupos de edad, que puede reflejar una reducción gradual del desajuste existente en el mercado de trabajo, fue levemente más pronunciada que la registrada en 1999. Por último, la dispersión de las tasas de paro en los países de la zona del euro volvió a disminuir en el 2000, en especial en los países que mostraban un nivel de desempleo más alto.

5 Evolución de las finanzas públicas

Los saldos presupuestarios registraron una mejora en el año 2000

Los saldos presupuestarios públicos de la zona del euro continuaron mostrando mejoras en el año 2000, debido principalmente a la venta de licencias UMTS en varios países y a factores cíclicos. Según los datos más recientes de Eurostat, se alcanzó un superávit medio con respecto al PIB del 0,3% (véase cuadro 5, columna 5). Las ventas de licencias UMTS contribuyeron en un 1,1% del PIB a la mejora del saldo presupuestario agregado de la zona del euro. El saldo presupuestario, excluidos estos ingresos extraordinarios, también registró una mejora en todos los países de la zona como consecuencia de los efectos del fuerte crecimiento económico sobre los ingresos impositivos y sobre los gastos relacionados con el desempleo. La *ratio* media de déficit en relación con el PIB, excluidos los ingresos procedentes de la venta de licencias UMTS, se situó en el 0,8%, frente al 1,2% en 1999 (véase cuadro 5, columna 6). Los objetivos de déficit incluidos en los programas de estabilidad actualizados 1999/2000 se alcanzaron en prácticamente todos los países de la zona del euro.

En el panorama general de la zona del euro se aprecian algunas diferencias considerables en la evolución de las finanzas públicas de los distintos países. En Irlanda y en Finlandia, los superávits presupuestarios volvieron a aumentar sustancialmente en el 2000, en más de 2 puntos porcentuales del PIB, impulsados por el fuerte crecimiento económico y, en el caso de Irlanda, por un factor de carácter excepcional, en 1999, que tuvo un efecto moderador sobre el superávit. En todos los demás países de la zona del euro, los saldos mejoraron entre el 0% y el 1% del PIB. En consecuencia, sólo cinco países (Alemania, Francia, Italia, Austria y Portugal) registraron déficit, excluidos los ingresos procedentes de la venta de licencias UMTS, por encima del 0,5% del PIB en el año 2000, frente a siete países que lo registraron en 1999. Las *ratios* de déficit presupuestario más elevadas de la zona del euro

correspondieron a Portugal, Austria e Italia, que también figuraron entre los países que lograron avances reducidos en materia de saneamiento presupuestario. España y Bélgica alcanzaron situaciones presupuestarias de equilibrio o cercanas a él, mientras que cuatro países (Irlanda, Luxemburgo, Países Bajos y Finlandia) continuaron registrando superávit.

La *ratio* media de deuda de la zona del euro se redujo en 2,3 puntos porcentuales, situándose en el 69,7% del PIB. La *ratio* de deuda registró una disminución en todos los países de la zona del euro en el año 2000. Los Países Bajos, Bélgica e Italia lograron reducciones de la *ratio* de deuda de más de 4 puntos porcentuales. Los “ajustes entre déficit y deuda”, que reflejan, entre otros elementos, las transacciones financieras que no afectan al déficit, pero sí a la deuda, ejercieron un efecto al alza de 0,3 puntos porcentuales sobre la *ratio* media de deuda de la zona del euro en el 2000. La revaluación de la deuda denominada en moneda extranjera contribuyó, entre otros factores, a este efecto.

Políticas fiscales expansivas derivadas de un control insuficiente del gasto

La mejora de los saldos presupuestarios, excluidos los ingresos procedentes de la venta de licencias UMTS, se debió primordialmente a la favorable evolución económica, que contribuyó a aumentar los ingresos impositivos y a limitar el gasto primario (es decir, el gasto excluidos los gastos en concepto de intereses) en el 2000. Sin embargo, el “dividendo del crecimiento” se utilizó, fundamentalmente, para financiar recortes adicionales de impuestos y gastos y no para reducir con más rapidez el déficit. A principios del año 2000, se esperaba que la *ratio* de gasto en relación con el PIB disminuyera en torno a 1 punto porcentual, como consecuencia de la reducción de los gastos en concepto de intereses, así como de las prestaciones por desempleo y de la remuneración de los asalariados públicos. No obstante, habida cuenta

Cuadro 5

Déficit, deuda y operaciones de las Administraciones Públicas en la zona del euro (en porcentaje del PIB)

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

	1997	1998	1999	2000 incluidos ingresos UMTS	2000 excluidos ingresos UMTS
Zona del euro	-2,6	-2,1	-1,2	0,3	-0,8
Bélgica	-1,9	-0,9	-0,7	0,0	0,0
Alemania	-2,7	-2,1	-1,4	1,3	-1,2
España	-3,2	-2,6	-1,2	-0,3	-0,4
Francia	-3,0	-2,7	-1,6	-1,3	-1,3
Irlanda	0,7	2,1	2,1	4,5	4,5
Italia	-2,7	-2,8	-1,8	-0,3	-1,5
Luxemburgo	3,6	3,2	4,7	5,3	5,3
Países Bajos	-1,1	-0,7	1,0	2,0	1,3
Austria	-1,7	-2,3	-2,1	-1,1	-1,5
Portugal	-2,7	-2,2	-2,0	-1,4	-1,7
Finlandia	-1,5	1,3	1,8	6,7	6,7

Deuda bruta de las Administraciones Públicas

	1997	1998	1999	2000
Zona del euro	74,8	73,1	72,0	69,7
Bélgica	125,3	119,8	116,4	110,9
Alemania	60,9	60,7	61,1	60,2
España	66,7	64,7	63,4	60,6
Francia	59,3	59,7	58,7	58,0
Irlanda	65,1	55,0	50,1	39,1
Italia	120,1	116,2	114,5	110,2
Luxemburgo	6,0	6,4	6,0	5,3
Países Bajos	70,0	66,8	63,2	56,3
Austria	64,7	63,9	64,7	62,8
Portugal	59,1	55,3	55,0	53,8
Finlandia	54,1	48,8	46,9	44,0

Fuente: Eurostat y el BCE para los agregados de la zona del euro.

Nota: Los datos se basan en el SEC 95.

de gastos adicionales, la disminución de la *ratio* fue mucho menor de lo esperado, lo que no coincide con las “Orientaciones generales de política económica”, que recomendaban que se utilizara el crecimiento mayor de lo esperado para lograr situaciones presupuestarias más saneadas y no para incrementar el gasto o reducir los impuestos.

La evolución del saldo primario (es decir, el saldo presupuestario excluidos los gastos en concepto de intereses) indica que las medidas de política fiscal de la zona del euro no con-

tribuyeron a mejorar las situaciones presupuestarias en el año 2000. El superávit primario, después de los ajustes por concepto de ingresos procedentes de la venta de licencias UMTS, sólo registró una mejora ligera, menor de lo que hubiera podido deducirse del efecto del crecimiento económico sobre los ingresos impositivos y los gastos relacionados con el desempleo. Por tanto, el superávit presupuestario primario, ajustado del componente cíclico, se redujo de forma moderada. En lo que respecta a los países, este indicador mostró un empeoramiento significativo en

Luxemburgo y los Países Bajos y mejoró de forma relativamente importante en Finlandia, país que ya había alcanzado un superávit considerable. Los demás países de la zona del euro sólo registraron cambios menores en sus saldos primarios, ajustados de los componentes cíclicos, lo que parece indicar que muchos gobiernos han interrumpido o incluso invertido las medidas de saneamiento presupuestario.

Según los planes presupuestarios de los países de la zona del euro, la orientación acomodaticia de las políticas fiscales aplicadas en el 2000 se hará aún más marcada en el 2001. Se efectuarán nuevos e importantes recortes impositivos en el año, y no se complementarán con un control suficiente del gasto primario. Se prevé que el saldo presupuestario, excluidos los ingresos procedentes de la venta de licencias UMTS, se mantenga, en general, estable este año, mientras que el superávit primario probablemente disminuirá por primera vez desde principios de los años noventa.

Es preciso continuar el saneamiento presupuestario y llevar a cabo una reforma estructural de gran alcance

Teniendo en cuenta las expectativas de crecimiento económico sostenido en el 2001, las políticas fiscales expansivas previstas para ese año en varios países no favorecen el control de la demanda agregada ni de las presiones inflacionistas en la zona del euro. Concretamente, en los países que registran altas tasas de crecimiento económico, las presiones inflacionistas recibirán un estímulo adicional proveniente de las políticas fiscales expansivas. Además, existen otras razones concluyentes por las cuales los países deberían reemprender con vigor el saneamiento presupuestario. Los saldos presupuestarios ajustados de los componentes cíclicos de algunos países revelan déficit considerables y, por lo tanto, sus situaciones presupuestarias no pueden considerarse “cerca del equilibrio o con superávit”, según lo establecido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En estos casos, deberán aplicarse nuevas medidas de saneamiento pre-

supuestario a fin de lograr, lo antes posible, un margen suficiente para que los estabilizadores automáticos puedan actuar libremente. En varios países, los altos niveles de deuda pública también deberían considerarse un motivo para continuar con el saneamiento presupuestario. Por último, la sostenibilidad a más largo plazo de las políticas fiscales requiere crear un margen presupuestario suficiente para hacer frente a las presiones alcistas que, en el medio y largo plazo, ejercerá el envejecimiento de la población sobre el gasto público.

Las reformas estructurales, que estimulan el empleo y el crecimiento, pueden contribuir al saneamiento presupuestario y a la sostenibilidad de las finanzas públicas. Por lo tanto, hay que acoger con satisfacción las reformas fiscales que muchos Estados miembros han llevado a cabo o que proyectan introducir. Al reducir los impuestos considerablemente, estas reformas reducen las distorsiones en la economía y pueden tener efectos favorables a largo plazo en la oferta y en el mercado de trabajo. Tales efectos pueden contribuir, mediante el aumento de la flexibilidad de las economías, a evitar situaciones de escasez de oferta y a controlar las presiones inflacionistas. Sin embargo, los recortes impositivos que no se complementan con reformas del lado de la oferta conducen a un deterioro injustificado de la situación presupuestaria estructural. Por lo tanto, es preciso llevar a cabo nuevas reformas estructurales del gasto, incluida una reorientación del gasto hacia la inversión en capital humano y físico. Estas reformas también intensificarán los efectos positivos sobre la oferta y el empleo, sobre todo si forman parte de una estrategia global de reforma que incluya cambios en la normativa. La reforma estructural de los sistemas de protección social es fundamental, en particular en el ámbito de las pensiones (véase recuadro 6).

Por lo tanto, los avances en el saneamiento presupuestario y en la reforma estructural general de las finanzas públicas deberían constituir una de las características principales de la actualización de los programas de estabilidad de los Estados miembros. A finales del

Recuadro 6

Envejecimiento de la población y necesidad de reformar los sistemas de pensiones de la zona del euro

El envejecimiento de la población ejercerá presiones cada vez mayores sobre las finanzas públicas

En la actualidad, prácticamente todos los países de la zona del euro proporcionan la mayor parte de las prestaciones de jubilación a través de sistemas de reparto obligatorios, en los que las pensiones se financian principalmente mediante las cotizaciones actuales de los trabajadores. Por el contrario, la importancia de los planes de pensiones de capitalización públicos y privados es, en su mayor parte, pequeña, a pesar de que en algunos países de la zona está aumentando. En las últimas décadas, los sistemas vigentes han producido importantes aumentos del gasto público dedicado a pensiones, ya que los gobiernos han ampliado el número de personas susceptibles de recibir pensiones, su cuantía y su dedicación a objetivos redistributivos.

Se prevé que los gastos en pensiones seguirán creciendo en las próximas décadas a medida que la población envejezca. Las previsiones demográficas de Eurostat vaticinan que, con unas tasas de natalidad todavía bajas y una esperanza de vida en aumento, todos los países de la zona del euro registrarán un envejecimiento considerable de la población en las próximas décadas. Se prevé que, en el año 2050, la *ratio* de la tercera edad en relación con la población activa (también denominada *ratio* de dependencia de la tercera edad) se habrá duplicado, pasando de algo menos del 27% a más del 53%.

En el período reciente, se han realizado varios intentos de evaluar la solvencia de los sistemas de pensiones actuales y de cuantificar los costes fiscales asociados con el envejecimiento de la población. Las previsiones a largo plazo de las cotizaciones y los gastos futuros en pensiones, que se basan en un conjunto de supuestos macroeconómicos común para los distintos países y las tendencias demográficas, concluyen que el gasto en pensiones en relación con el PIB aumentará sustancialmente en la mayoría de los países si se mantienen las políticas actuales. Aunque estos supuestos se encuentran sujetos a un margen de incertidumbre, la magnitud de este incremento del gasto en pensiones probablemente constituirá un reto importante para la sostenibilidad de las finanzas públicas y la carga de la deuda en las décadas venideras.

Se precisan reformas importantes de los sistemas de pensiones

Cada vez se es más consciente de los riesgos fiscales asociados con la evolución demográfica actual, lo que ha dado lugar a un animado debate sobre las opciones de reforma. Las propuestas de reforma “paramétrica” se centran en los cambios en las prestaciones y en las cotizaciones dentro del marco de los sistemas de pensiones de reparto públicos existentes. También se han propuesto reformas “sistémicas” hacia los sistemas de capitalización que basan las prestaciones futuras en los activos acumulados.

Debido a las dificultades políticas y a la complejidad técnica de los sistemas de pensiones, las medidas adoptadas han sido favorables hasta este momento a las reformas paramétricas. No obstante, aunque normalmente las medidas adoptadas hasta ahora han sido suficientes para contener cualquier desequilibrio presupuestario importante, parecen inadecuadas para financiar a largo plazo el incremento previsto del gasto público en pensiones a largo plazo. Nuevas reformas de este tipo podrían tener como objetivos el ajuste de la indexación de las pensiones, la *ratio* de reposición o la edad de jubilación. Este último ajuste tendría la ventaja de suavizar la tendencia del gasto en pensiones sin poner en peligro el nivel de vida de las personas de edad.

La utilización de forma paulatina de los sistemas de capitalización como complemento de los tradicionales sistemas de reparto podría contribuir a la sostenibilidad de las finanzas públicas. Asimismo, impulsarían el desarrollo de los mercados financieros y, probablemente, generarían rendimientos positivos mediante la elección de la estrategia de inversión más eficiente. Por último, la conexión actuarialmente clara entre las contribuciones y

los beneficios podría reducir las distorsiones en el mercado de trabajo. Los gobiernos deberían apoyar esta sustitución mediante el establecimiento de los marcos jurídico y fiscal necesarios para reformar los sistemas de pensiones vigentes. Algunos países ya han emprendido esta opción con éxito.

En resumen, ante el envejecimiento de la población, es necesario que se adopten medidas dirigidas a conseguir un ajuste importante de contención del gasto público y evitar aumentos impositivos o un deterioro significativo de las situaciones presupuestarias de las Administraciones Públicas. El aplazamiento de la reforma de los sistemas de pensiones sólo incrementaría, con el tiempo, el alcance de los ajustes requeridos. Además, el envejecimiento de la población junto con la continuación de la existencia de una tasa de participación de la población activa reducida y la temprana edad de jubilación efectiva podrían dar lugar a un deterioro de los resultados económicos, a una reducción del nivel de vida y al aumento de la presión fiscal para las generaciones futuras. Las políticas del mercado de trabajo que reducen el paro estructural y hacen crecer la participación de la población activa son, por lo tanto, complementos importantes para la reforma de los sistemas de pensiones. Por último, es importante que los países eliminen los desequilibrios presupuestarios existentes y que reduzcan la deuda pública, antes de que los costes relacionados con el envejecimiento de la población aumenten aún más.

2000 y principios del 2001, los Estados miembros presentaron dichas actualizaciones ante el Consejo de la UE y ante la Comisión Europea, referidas al período comprendido entre 2003 y 2005. Estos programas indican que se prevé alcanzar situaciones presupuestarias saneadas en países que aún no lo han logrado, aunque el ritmo del saneamiento en general no ha mejorado mucho en comparación con las actualizaciones anteriores de los programas de estabilidad, a pesar de las revisiones al alza del crecimiento económico previsto efectuadas en la mayoría de los casos. Los paí-

ses que siguieron registrando déficit presupuestarios en el 2000 esperan conseguir presupuestos en equilibrio o con superávit en el 2001 (España y Grecia), 2002 (Austria), 2003 (Italia) o 2004 (Alemania, Francia y Portugal). Como consecuencia de las mejoras presupuestarias proyectadas y del fuerte crecimiento económico, las *ratios* de deuda pública mantendrán su tendencia descendente. A partir del 2002, sólo Grecia, Italia y Bélgica seguirán registrando *ratios* de deuda superiores al límite del 60% del PIB.

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

Año récord de crecimiento para la economía mundial

El año 2000 fue para la economía mundial uno de los más favorables del último cuarto de siglo y en él se combinaron unas altas tasas de crecimiento del producto con una inflación comparativamente baja, al tiempo que el comercio exterior registró una sólida expansión. Si bien todas las regiones del mundo contribuyeron positivamente a estos resultados, el crecimiento fue especialmente robusto en Estados Unidos y Canadá y en algunas economías de Asia Oriental, particularmente en China. Sin embargo, tras registrar una evolución muy positiva en el primer semestre del

2000, la actividad económica en Estados Unidos mostró una notable desaceleración en el segundo semestre. Durante ese mismo período, se observó también una desaceleración de la actividad en otras regiones, sobre todo en América Latina y Asia Oriental. Asimismo, se observaron señales de incertidumbre en algunas economías con mercados emergentes, como se puso de manifiesto en los episodios aislados de turbulencias financieras que se produjeron en Argentina y Turquía.

El excelente comportamiento de la economía mundial a lo largo del 2000 se vio afectado de forma creciente por el alza sostenida de los precios del petróleo. El barril de crudo subió

de 26,6 dólares en el primer trimestre del 2000 a 32,5 dólares en noviembre y los precios solo comenzaron a dar señales claras de moderación en el último mes del año, en el que bajaron temporalmente a 23 dólares por barril. Las pronunciadas alzas observadas anteriormente tuvieron su origen en la combinación de varios factores, entre ellos, el vigor de la demanda mundial, el limitado volumen de las existencias de crudo y de los productos de refinería y el aumento de las tensiones en Oriente Medio. A diferencia de esta fuerte subida de los precios del petróleo, los precios de los otros productos básicos registraron un moderado incremento del 1,7% en dólares estadounidenses, sobre todo como resultado de un lento ajuste a la baja en la oferta de productos agrícolas en reacción al descenso de los precios que tuvo lugar en 1999.

En Estados Unidos, el año 2000 marcó el punto máximo de nueve años de expansión económica, con un crecimiento del PIB real del 5% y unas tasas de desempleo muy bajas, que se situaron en promedio en un 4% anual. Al mismo tiempo, la productividad del sector de empresas no agrarias creció el 4,1% (frente al 2,9% en 1999), lo que contribuyó, por lo tanto, a sostener la fuerte expansión económica. La inflación anual, medida por el IPC, registró un acusado incremento – del 2,2% en 1999 al 3,4% en el 2000 – debido a que los precios del petróleo se mantuvieron altos durante un período más prolongado de lo previsto anteriormente, mientras que los costes laborales unitarios sólo aumentaron un 0,7%, en comparación con un 1,8% en 1999. El principal factor determinante de la vigorosa expansión económica en el año 2000 fue la demanda interna privada. El consumo privado creció un 5,3%, igual que en 1999, mientras que el crecimiento de la inversión empresarial registró una nueva aceleración, pasando del 6,6% en 1999 al 10,2% en el 2000. La contribución negativa de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB real fue de 0,9 puntos porcentuales, cifra casi igual al registrado en 1999. El sólido crecimiento del PIB real se concentró principalmente en el primer semestre del año, al tiempo que la economía

estadounidense mostraba signos cada vez más patentes de desequilibrio interno y externo. De hecho, la sumamente reducida tasa de ahorro (-0,1% en el 2000, frente a 2,2% en 1999) y el déficit por cuenta corriente persistentemente alto (que, según estimaciones, podría haber pasado del 4,4% del PIB en 1999 al 3,6% en el 2000) suscitan ciertas dudas respecto a la sostenibilidad del ritmo de la expansión económica. Con este telón de fondo, la economía estadounidense inició una notable desaceleración en el tercer trimestre y un descenso sostenido de la confianza de los consumidores y los productores. De hecho, la desaceleración de la economía afectó tanto al consumo privado como a la inversión: el gasto de consumo creció, en términos reales, sólo un 0,7% (en tasas intertrimestrales) en el último trimestre del 2000, frente a una tasa intertrimestral del 1,9% observada en el primer trimestre. Además, hacia finales de año, se apreciaron las primeras señales de tensión en los mercados financieros de Estados Unidos, como se describe en la sección 2.2. En un contexto de menor rentabilidad de las empresas y perspectivas económicas menos favorables, los precios de los mercados bursátiles experimentaron una significativa caída, especialmente en el sector de alta tecnología, y aumentaron los diferenciales de las obligaciones privadas, sobre todo en el segmento de “bonos basura”.

En el primer semestre del 2000, la Reserva Federal reaccionó ante el aumento de las presiones inflacionistas y mantuvo la orientación restrictiva de la política monetaria iniciada en junio de 1999, elevando al 6,5% el tipo de interés que utiliza como objetivo para los fondos federales, es decir un punto porcentual por encima del nivel vigente a finales de 1999. A pesar de que la Reserva Federal continuó considerando durante la mayor parte del segundo semestre del año 2000 que los riesgos inflacionistas seguían, mantuvo sin variación el tipo de interés objetivo de los fondos federales ante el aumento de la incertidumbre con respecto a la evolución de la demanda interna. En la última reunión del año 2000, que tuvo lugar el 19 de diciembre, El Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la

Reserva Federal modificó su evaluación del conjunto de riesgos, en la medida en que estimó que estos riesgos “se orientaban principalmente hacia condiciones susceptibles de generar debilidad económica”. Tras este cambio en la evaluación de los riesgos, El Comité de Operaciones de Mercado Abierto redujo el tipo de interés de los fondos federales en un total de 100 puntos básicos, hasta el 5,5%, en enero del 2001.

En Japón, la situación económica mejoró solo ligeramente en el año 2000 y, hacia finales de año, aumentó una vez más la incertidumbre con respecto a la viabilidad y el vigor de la recuperación económica. Tras la recesión del segundo semestre de 1999, se produjo un nuevo repunte de la actividad económica a principio del año 2000. Sin embargo, en el tercer trimestre el crecimiento se hizo negativo y volvió a ser de nuevo positivo en el cuarto trimestre. El gasto público fue uno de los pilares de la economía en el primer semestre del 2000, registrándose un descenso sustancial en el segundo semestre, a medida que comenzaron a diluirse los efectos del paquete de medidas fiscales suplementarias adoptado en 1999. En ese momento, la inversión privada en capital fijo, impulsada por la favorable evolución de los beneficios, registró una recuperación, corroborando así la evidencia de que, finalmente, podría estar produciéndose una recuperación autosostenida, impulsada principalmente por la demanda privada. Sin embargo, los favorables resultados obtenidos por el sector empresas, que siguieron limitándose a las empresas manufactureras de mayor tamaño, no lograron extenderse al sector hogares y, por lo tanto, se mantuvo la atonía del consumo privado, a pesar de algunas mejoras en los ingresos y en el mercado de trabajo. Por lo que respecta a los precios, persistieron las presiones deflacionistas en la medida en que el Índice de Precios de Consumo bajó, en promedio, un 0,7% durante el año 2000, si bien dichas presiones podrían atribuirse, en parte, a los cambios estructurales que está sufriendo actualmente la economía japonesa. En agosto, el Banco de Japón renunció a la política de tipo de interés cero que había aplicado durante 18 meses y elevó

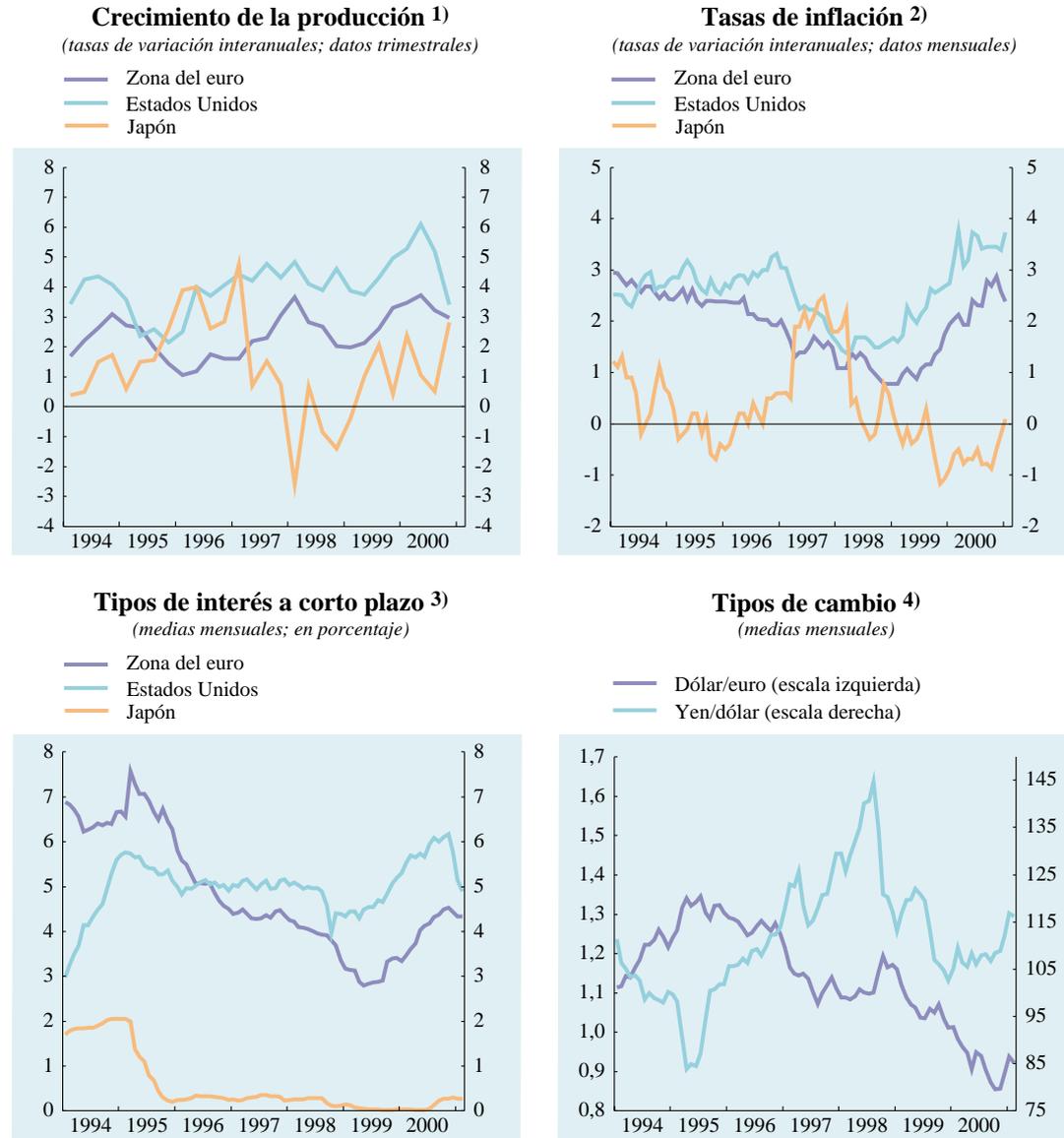
el tipo que utiliza como objetivo para los depósitos a la vista sin garantía hasta el 0,25%, por considerar que la economía “había alcanzado el punto en que se ha despejado la incertidumbre con respecto a la deflación”. A la luz de las incertidumbres que aún persistían con respecto a la recuperación en Japón, el gobierno aprobó, hacia finales del 2000, una batería suplementaria de medidas fiscales moderadas, con un gasto real de 4,8 billones de yenes aproximadamente. A ello siguió la decisión del Banco del Japón de proceder a una moderada relajación de su política monetaria, en febrero del 2001.

Otras economías de Asia obtuvieron también muy buenos resultados en el año 2000, como consecuencia, en primer lugar, de un vigoroso crecimiento impulsado por las exportaciones, ante la intensa demanda en los mercados de exportación. Estos excelentes resultados se produjeron en un contexto de deterioro de los mercados de renta variable, con la excepción de China, que se vieron gravemente afectados por la caída de las cotizaciones de los valores tecnológicos de Estados Unidos y por la presión cada vez más intensa sobre los saldos comerciales, habida cuenta de la dependencia de la región con respecto a las importaciones de petróleo. En el último trimestre del 2000, aumentó la inquietud en torno a las perspectivas de crecimiento de la región debido, especialmente, a las inciertas perspectivas de crecimiento de la economía mundial en el año 2001, lo que, a su vez, tendió a incrementar los diferenciales entre los rendimientos de la deuda soberana durante el último trimestre del 2000. China siguió registrando en el año 2000 un robusto crecimiento impulsado por la gran afluencia de capital en previsión de las nuevas medidas de liberalización del comercio y la inversión a plazo medio, en el contexto de su incorporación a la Organización Mundial del Comercio (OMC) en el 2001.

En los países en transición destacaron, durante el año 2000, el fuerte repunte de la actividad y un clima económico, en general, más favorable. La obtención de tasas de crecimiento más elevadas fue un rasgo común en

Gráfico 16

Principales indicadores de las economías más industrializadas



Fuentes: Datos nacionales, BPI, Eurostat y cálculos del BCE.

1) Para la zona del euro, datos de Eurostat; para Estados Unidos y Japón, datos nacionales.

2) Hasta diciembre de 1995, los datos de la zona del euro son estimaciones del IAPC basadas en datos de los IPC nacionales; a partir de entonces, son datos del IAPC.

3) Los datos de la zona del euro corresponden a cálculos del BCE y son medias de los tipos interbancarios nacionales a tres meses; a partir de 1999, se utilizan los tipos EURIBOR a tres meses.

4) Hasta 1999, la línea dólar/euro representa el tipo de cambio dólar/ECU.

toda la región, siendo especialmente notable la evolución en Rusia, con tasas de crecimiento superiores al 7%, según las estimaciones, y una significativa mejora de la balanza por cuenta corriente y de los saldos presupuestarios. Si bien esta evolución puede atribuirse, en parte, a los altos precios de la energía – por ser Rusia un país exportador neto de energía – y al hecho de que el tipo de cambio fuese competitivo, el crecimiento económico tuvo su origen en un número más amplio de variables que en 1999, entre las que destacan la notable recuperación de la demanda de inversión y de consumo. Al mismo tiempo, en el año 2000 se redujeron acusadamente los diferenciales de los bonos rusos, manteniéndose, no obstante, en niveles altos en relación con otros mercados emergentes.

Por lo que respecta a los países candidatos de Europa Central y Oriental, los resultados económicos fueron muy positivos en el año 2000, gracias en parte a la favorable evolución en la zona del euro. Con todo, el sólido crecimiento económico se vio acompañado de tasas de inflación algo superiores y déficit por cuenta corriente relativamente altos, lo que, en algunos casos, hizo que se adoptasen políticas monetarias más restrictivas. En general, la situación financiera fue menos favorable en comparación con el año anterior, ya que los mercados bursátiles de la región se caracterizaron por fuertes correcciones a la baja que se concentraron en el segundo semestre del año.

En cuanto a la evolución en otros países, la bolsa de valores de Turquía sufrió cuantiosas pérdidas a partir de mediados del 2000, después de que el índice general casi se triplicase en 1999. Estas pérdidas se intensificaron a finales de noviembre, tras la grave crisis de liquidez del sector bancario turco, lo que requirió el anuncio de un mayor compromiso por parte del FMI con el fin de restablecer la confianza y estabilizar los mercados. Sin embargo, tras un breve período de relativa estabilidad, los problemas financieros resurgieron en febrero del 2001 y, finalmente, condujeron al abandono del régimen de tipo de

cambio deslizando preanunciado. La crisis mostró signos de inicio de resolución tras la flotación de la lira turca y el anuncio de un conjunto de medidas de política económica diseñado para alcanzar los objetivos del gobierno turco de reducir la inflación y asegurar un crecimiento económico sostenido.

En América Latina se produjo un fuerte expansión económica en el 2000, tras la recesión sufrida el año anterior, con un crecimiento real del producto del 4,2%. A diferencia de los positivos resultados del sector real, la evolución de los mercados financieros fue poco satisfactoria, caracterizándose por el aumento de los diferenciales en el rendimiento de la deuda soberana, el descenso de las cotizaciones bursátiles y la interrupción de la tendencia a la baja de los tipos de interés. México registró la expansión más rápida en casi 20 años, con un crecimiento del PIB real, según las previsiones, en torno al 7% y una reducción de la tasa de desempleo a niveles de solo un 2%, gracias en parte al dinamismo de las exportaciones a Estados Unidos, el alza de los precios del petróleo y el auge del consumo privado. En Brasil, las exportaciones fueron el motor de la recuperación, aunque el descenso de los tipos de interés y el aumento del crédito disponible permitieron una expansión de la inversión y el gasto de consumo. En Argentina, el crecimiento en el año 2000 fue inferior a lo previsto, debido a un debilitamiento de la confianza interna, la inquietud suscitada por los desequilibrios presupuestarios, así como por el aumento de los déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente resultante de la apreciación del peso frente a las monedas de sus principales socios comerciales, y el incremento de la carga del servicio de la deuda. En el último trimestre del año, la precariedad de la situación económica, unida a la intensificación de las tensiones políticas dio lugar a graves turbulencias financieras que, no obstante, se atenuaron tras el anuncio de un programa de asistencia financiera anunciado por el FMI. A finales de año, las perspectivas del conjunto de la región mostraron signos de mejoría, aunque las situaciones de incertidumbre política interna, las dudas en cuanto al alcance de

la desaceleración económica en Estados Unidos y, en algunos países, la caída de los precios del petróleo fueron causa de preocupación.

El euro repuntó hacia finales del 2000

El euro continuó depreciándose frente a las monedas de los principales países con los que comercia la zona del euro prácticamente durante todo el año 2000, hasta que repuntó vigorosamente hacia finales de año. La tendencia descendente del euro se interrumpió temporalmente entre mayo y junio del 2000, meses en los que registró un fortalecimiento. Después el euro estuvo sometido de nuevo a presiones a la baja que persistieron hasta el otoño. El 22 de septiembre del 2000, los bancos centrales de los países del G7 expresaron su preocupación compartida respecto a las posibles consecuencias de la depreciación del euro sobre la economía mundial y realizaron una intervención conjunta en los mercados de divisas. En un contexto de inquietud por las repercusiones, a nivel mundial e interno, de la evolución del tipo de cambio del euro, se produjeron de nuevo intervenciones unilaterales del BCE y de los BCN, en nombre del

BCE, en apoyo de la moneda europea, a principios de noviembre. Hacia finales de año, el euro registró una acusada recuperación, en un contexto de desaceleración económica en los países de los principales socios comerciales de la zona del euro y de unas perspectivas de crecimiento sostenido en la zona. Al final del año 2000, el índice del tipo de cambio efectivo nominal se situó en torno a sólo un 2% por debajo del nivel observado a comienzos de año, aunque alrededor de un 8% por debajo de la media registrada en 1999. El 13 de marzo de 2001, fecha de cierre para los datos utilizados en el presente Informe Anual, el tipo de cambio efectivo nominal del euro se había apreciado casi un 4% en relación a la media del año 2000. Las tendencias de los tipos de cambio efectivos reales del euro, que se ajustan en función de la evolución de los diferenciales de precios y costes laborales entre la zona del euro y la de los principales países con los que ésta comercia, siguieron una trayectoria bastante paralela a la del índice nominal.

El euro se depreció durante casi todo el año 2000 frente al dólar estadounidense, registrándose un mínimo de 0,8252 dólares por euro el 26 de octubre, cifra que suponía una depreciación aproximada del 18% en comparación con el comienzo del año. La fortaleza del dólar fue atribuible, en parte, al hecho de que los mercados centraran su atención en las diferencias relativas en cuanto a los resultados económicos y a las perspectivas entre Estados Unidos y la zona del euro. Sin embargo, como tanto la evolución económica como las perspectivas mejoraron en la zona a lo largo del año, la caída del euro se tornó cada vez más inconsistente con la evolución a medio plazo de las variables económicas fundamentales de la zona, hecho que, en última instancia, hizo surgir la preocupación que terminó desencadenando las intervenciones en los mercados de divisas. Además, como la desaceleración de la economía estadounidense se hacía más patente, el euro repuntó a finales del 2000. Al final de diciembre, el euro cotizó a 0,93 dólares, casi un 8% menos que al inicio del año. A comienzos del 2001, el euro fluctuó en un rango comprendido entre 0,90 y 0,95

Gráfico 17

Tipo de cambio efectivo nominal ¹⁾

(medias mensuales; índice 1 1999 = 100)



Fuente: BCE.

1) Los datos son cálculos del BCE (véase artículo en el Boletín Mensual del BCE de abril del 2000). Un desplazamiento hacia arriba del índice representa una apreciación del euro. La línea horizontal muestra la media del período (enero de 1994 a diciembre del 2000).

dólares. El 13 de marzo el euro cotizó a 0,9202 dólares, aproximadamente el mismo nivel medio del año 2000.

En el período comprendido entre principios de año y el 26 de octubre de 2000, fecha en que la cotización del euro alcanzó un mínimo, el euro se depreció alrededor de un 13% frente al yen. Esta depreciación fue potenciada por los indicios de que la economía japonesa estaba entrando en una fase de crecimiento más sostenible. Sin embargo, hacia la última parte del año, las revisiones de las perspectivas de esta economía indujeron también a revisiones de las evaluaciones de los tipos de cambio por parte de los mercados. Así, entre el 26 de octubre y el fin del año, el euro se apreció un 20%, cotizando a 106,92 yenes, equivalente a una apreciación del 4% con respecto al 3 de enero del 2000. El yen también se depreció frente al dólar estadounidense, casi un 13% a lo largo del año. El 13 de marzo de 2001, el euro cotizó a 110,27 yenes, aproximadamente un 11% por encima del valor medio del año anterior.

El déficit de la balanza por cuenta corriente aumentó

La balanza por cuenta corriente de la zona del euro registró un déficit de 28,3 mm de euros en el año 2000, en comparación con un déficit de 5,8 mm de euros en 1999. Esta evolución tuvo su origen, básicamente, en una reducción del superávit de la balanza de bienes, desde 83,4 mm de euros en 1999 hasta 59,8 mm de euros en el 2000, dado que las importaciones de bienes se incrementaron en mayor medida que las exportaciones. El crecimiento de las importaciones de bienes fue atribuible, en parte, a la pronunciada subida de sus precios por los efectos combinados de la fuerte elevación de los precios del petróleo y de la depreciación del euro. Durante el transcurso del año, la solidez de la demanda interna en la zona contribuyó también a un crecimiento cada vez mayor de las importaciones en términos reales. Por su parte, las exportaciones de bienes registraron un crecimiento en términos reales, como consecuencia de la fuerte

demanda externa y de la mejora de la competitividad-precio de la zona del euro.

Entre los años 1999 y 2000, los notables movimientos registrados en otros componentes de la balanza por cuenta corriente se compensaron parcialmente entre sí. El déficit de la cuenta de rentas se redujo, de 32,4 mm de euros a 24,7 mm de euros, al tiempo que aumentó el déficit de la cuenta de transferencias corrientes, de 45 mm de euros en 1999 a 49,9 mm de euros en el 2000. El déficit de la balanza de servicios registró un ligero incremento, de 11,8 mm de euros a 13,5 mm de euros.

Ligeros descensos de las salidas netas de inversiones directas y de inversiones de cartera

Las salidas netas de inversiones directas y de cartera ascendieron en total a 143,4 mm de euros en el año 2000, cifra algo inferior a los 162,3 mm de euros registrados en 1999. Ello se debió, principalmente, a que la disminución de las salidas netas de inversiones extranjeras directas y el incremento de las entradas netas mediante instrumentos de renta fija contrarrestaron con creces el notable aumento de las salidas netas de acciones y participaciones.

Teniendo en cuenta la desagregación por partidas, se observa que los instrumentos de renta fija registraron entradas netas por importe de 145,6 mm de euros, cifra notablemente más alta que los 7,7 mm de euros contabilizados en 1999, y que tuvieron su origen, principalmente, en las cuantiosas inversiones extranjeras en bonos y obligaciones de la zona del euro. El descenso del diferencial positivo entre los tipos de interés de Estados Unidos y los de la zona del euro en el año 2000 puede haber sido unos de los factores que indujeron la evolución comentada.

El descenso de las salidas netas de inversiones directas guardó relación, principalmente, con el fuerte aumento de las inversiones directas de no residentes en la zona del euro, que compensó con creces el incremento de las

inversiones directas en el exterior de los residentes. Las inversiones directas en la zona del euro aumentaron de 166,2 mm de euros en 1999 a 303,1 mm de euros en el 2000. Este aumento se debió tanto a que las entradas de capital en forma de acciones y participaciones (incluida la reinversión de beneficios) fuesen más cuantiosas – en particular, como consecuencia de una transacción muy voluminosa – como al pronunciado incremento de las entradas en la partida “otro capital”, que se compone, principalmente, de préstamos entre empresas relacionadas.

Las salidas netas de inversiones de cartera en forma de acciones y participaciones aumentaron significativamente en el año 2000, situán-

dose en un nivel de 266 mm de euros, frente a 49,4 mm de euros en 1999. En el año 2000, tanto las inversiones directas como las inversiones de cartera se vieron afectadas, en gran medida, por la adquisición de empresas mediante intercambio de acciones. En la mayoría de los casos, y de conformidad con las normas internacionales, la inversión en la empresa respectiva se contabilizó como inversión directa y la liquidación de las acciones como inversión de cartera. Concretamente, a principios del año 2000, una sola operación produjo una entrada muy cuantiosa de inversión directa y una salida de igual magnitud en la partida de inversión de cartera, en forma de acciones.



**Hospital Infantil Virgen del Rocío, Niños
Ud. Oncología Pediátrica, Sevilla, España**

Autores: niños del hospital. Sin título

Capítulo II

Operaciones como banco central

I Instrumentación de la política monetaria

I.1 Panorámica general

El marco operativo para la instrumentación de la política monetaria única funcionó de manera eficiente en el año 2000, confirmando la favorable experiencia de 1999. Por ello, no se han producido modificaciones significativas en dicho marco a lo largo del año, a excepción del cambio de un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo a un procedimiento de subasta a tipo de interés variable en las operaciones principales de financiación (OPF) y la publicación de la estimación de la necesidad de liquidez agregada de sistema bancario.

El 5 de diciembre de 2000, el BCE publicó una versión revisada del documento titulado “La política monetaria única en la tercera fase: documentación general sobre los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del Eurosistema” (Documentación general). Este documento contiene una descripción detallada de los instrumentos y los procedimientos de política monetaria utilizados por el Eurosistema. La versión revisada incluye los cambios en el marco operativo aprobados por el Consejo de Gobierno del BCE entre la publicación de la versión anterior de la Documentación General, efectuada el 18 de septiembre de 1998, y el 31 de agosto de 2000. El diseño general del marco operativo, que comprende tres elementos principales, esto es, las operaciones de mercado abierto, las facilidades permanentes y las reservas mínimas, se mantiene sin cambios.

Entre las operaciones de mercado abierto, las operaciones principales de financiación (OPF) son las más importantes, pues desempeñan un papel crucial a la hora de gestionar la liquidez y de señalar la orientación de la política monetaria. Proporcionan la mayor parte de la liquidez al sector financiero. Son operaciones temporales de inyección de liquidez, instrumentadas mediante subastas estándar, de periodicidad semanal y vencimiento a dos semanas. Además, el Eurosistema ejecuta operaciones de financiación a plazo más largo (OFPLM), con vencimiento a tres meses. Estas

operaciones tienen por objeto proporcionar al sector financiero, mensualmente, financiación a plazo más largo, sin la intención de enviar señales al mercado ni de influir en los tipos de interés de mercado. Además, el Eurosistema cuenta con la posibilidad de realizar otro tipo de operaciones de mercado abierto para suavizar los efectos que las fluctuaciones inesperadas en la liquidez del mercado tienen sobre los tipos de interés (las denominadas operaciones de ajuste) o para ajustar la posición estructural del Eurosistema frente al sector financiero (las denominadas operaciones estructurales). En el año 2000, el Eurosistema llevó a cabo dos operaciones de ajuste, pero no ejecutó ninguna operación estructural.

Las facilidades permanentes tiene como objetivo inyectar y drenar liquidez a un día, señalar la orientación general de la política monetaria y establecer los límites superior e inferior de los tipos de interés de mercado a un día.

Además, el Eurosistema exige a las entidades de crédito que mantengan depósitos en cuentas corrientes equivalentes al 2% de sus pasivos a corto plazo, para la estabilización de los tipos de interés del mercado monetario y la ampliación del déficit de liquidez del sistema bancario frente al Eurosistema. La estabilización de los tipos de interés del mercado monetario se ve favorecida por el hecho de que las reservas mínimas exigidas deben cumplirse solamente en media en un período de mantenimiento de un mes, lo que tiene un efecto estabilizador importante sobre la demanda de reservas por parte de las entidades de crédito y, por lo tanto, también sobre el comportamiento de los tipos de interés del mercado monetario. Este hecho permite, asimismo, que, en circunstancias normales, el BCE limite sus operaciones de mercado abierto a las OPF y a las OFPLM. Dado que las reservas mínimas se remuneran al tipo marginal medio de las OPF del Eurosistema a lo largo del período de mantenimiento, no suponen ningún coste significativo para el sector bancario.

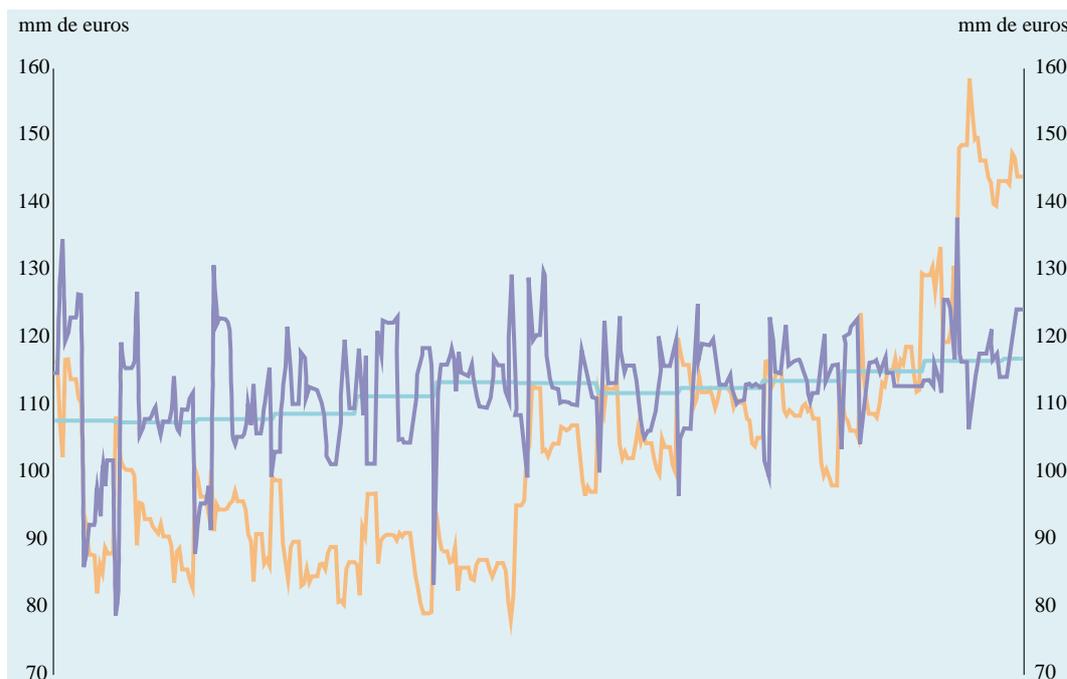
Al gestionar la liquidez de la zona del euro mediante operaciones de mercado abierto, el BCE se centra en el mercado interbancario de reservas. En este contexto, se entiende por reservas los depósitos en cuentas corrientes que las entidades de crédito de la zona del euro mantienen en el Eurosistema con el fin de cumplir las exigencias de reservas mínimas. La provisión de dichas reservas viene determinada por el efecto neto de la liquidez inyectada mediante operaciones de política

monetaria y la liquidez drenada por los denominados “factores autónomos”. Estos últimos son las partidas del balance del banco central que no dependen de las operaciones de política monetaria, como, por ejemplo, los billetes en circulación, los depósitos de las Administraciones Públicas, las partidas en curso de liquidación y los activos exteriores netos. El nivel de los factores autónomos alcanzó un promedio de 103,1 mm de euros en el año 2000, oscilando entre 78,2 mm y 158,6 mm de

Gráfico 18

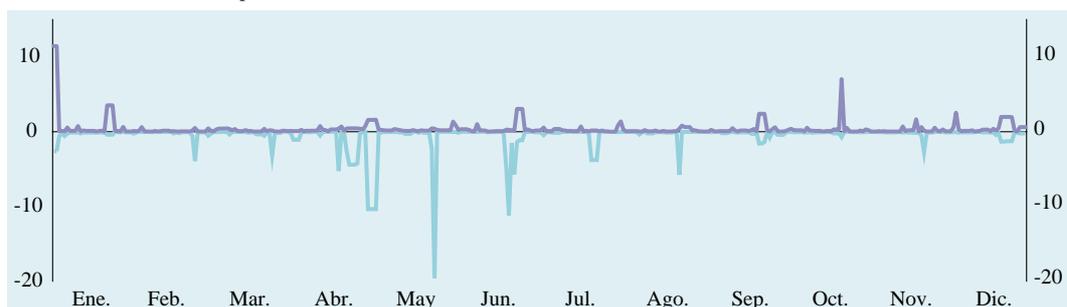
Factores de liquidez y utilización de las facilidades permanentes en la zona del euro

- Cuentas corrientes
- Reservas mínimas
- Factores autónomos



Facilidades permanentes

- Facilidad marginal de crédito
- Facilidad de depósito



euros (véase gráfico 18). El nivel medio de los factores autónomos en el año 2000 se situó 19,8 mm de euros por encima de 1999. Los movimientos diarios de los factores autónomos suelen ser importantes: variaciones del orden de 10 mm de euros son relativamente frecuentes. Los depósitos de las Administraciones Públicas en algunos BCN constituyen el factor más volátil. Su volatilidad (medida por la desviación típica de las variaciones diarias) superó los 4,9 mm de euros, en comparación con cerca de 1 mm de euros de los billetes.

En el año 2000, el nivel medio de las reservas mínimas mantenidas por las entidades de crédito de la zona del euro ascendió a 111,8 mm de euros, 10 mm de euros o un 10% más que en 1999. El aumento del nivel de las reservas mínimas, junto con el crecimiento de los factores autónomos, hizo que el déficit total de liquidez del sector bancario frente al Eurosistema se incrementara en 29,8 mm de euros, es decir, un 16% más que en 1999. En el año 2000, el volumen medio de liquidez inyectada mediante las operaciones de mercado abierto alcanzó los 213,1 mm de euros, mientras que la utilización de las facilidades permanentes dio lugar a un drenaje neto diario de liquidez de 0,2 mm de euros.

1.2 Operaciones principales de financiación

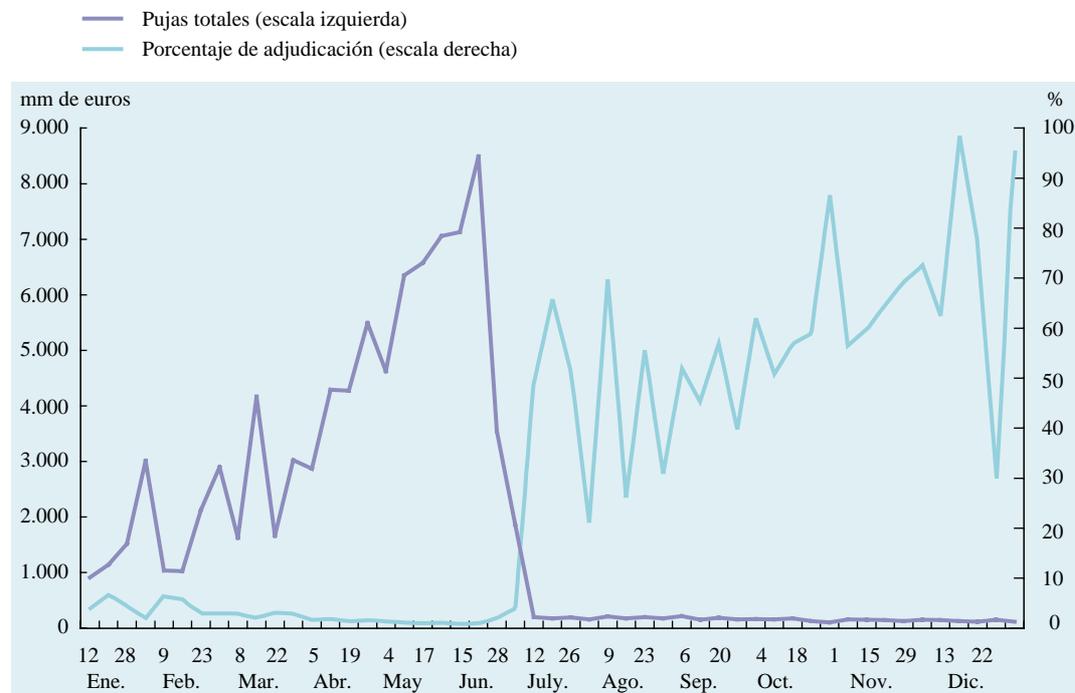
En el año 2000, el Eurosistema ejecutó un total de 51 OPF. Los volúmenes adjudicados oscilaron entre 35 mm de euros y 128 mm de euros, y el volumen medio ascendió a 80 mm de euros. Estas operaciones proporcionaron el 74% de la liquidez inyectada a través de las operaciones regulares de mercado abierto. En 1999 y durante la primera mitad del 2000, el Eurosistema instrumentó todas las OPF mediante subastas a tipo de interés fijo. Sin embargo, en respuesta a las considerables sobrepujas a que daba lugar este tipo de subasta, el Consejo de Gobierno decidió, el 8 de junio de 2000, cambiar a un procedimiento de subasta a tipo de interés variable (con el procedimiento de subasta americana)

a partir de la operación ejecutada el 27 de junio de 2000. Al mismo tiempo, el Consejo de Gobierno decidió establecer un tipo mínimo de puja, con el fin de señalar la orientación de la política monetaria, función desempeñada en el procedimiento anterior por el tipo de interés aplicado en las subastas a tipo de interés fijo. El tipo mínimo de puja se fijó inicialmente al mismo nivel que el tipo utilizado en la anterior operación de subasta a tipo fijo. Al anunciar el paso a la subasta a tipo de interés variable, se destacó que el cambio de procedimiento no pretendía modificar la orientación de la política monetaria. También se hizo hincapié en que el Consejo de Gobierno conservaba la opción de volver a las subastas a tipo fijo, siempre y cuando lo considerase oportuno.

El mecanismo de precios del procedimiento de subasta a tipo de interés variable incentiva a las entidades de contrapartida del Eurosistema a pujar en función de sus necesidades de liquidez. Por lo tanto, el paso de las subastas a tipo de interés fijo a las de tipo de interés variable tuvo un impacto significativo en el comportamiento de las entidades a la hora de demanda liquidez en las OPF (véase gráfico 19). La cuantía media de las pujas presentadas en las OPF instrumentadas mediante subastas a tipo de interés fijo en la primera mitad del 2000 fue de 3.614 mm de euros, lo que indica un aumento sustancial en comparación con los 954 mm de euros de 1999. Como consecuencia, el porcentaje medio de adjudicación pasó del 11% en 1999 al 2,7% en la primera mitad del 2000. La puja más elevada, cuyo importe fue de 8.491 mm de euros, se registró en la operación efectuada el 6 de junio de 2000. En las dos últimas OPF que se llevaron a cabo antes de que se anunciara el cambio a las subastas a tipo de interés variable, el porcentaje de adjudicación fue inferior al 1%. El fuerte aumento experimentado por las pujas en la primera mitad del año 2000 se debió a que, durante la mayor parte de dicho período, el mercado esperaba que el BCE elevara los tipos de interés y a que los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario se situaron, con frecuencia, muy por encima del tipo de interés de las operaciones princi-

Gráfico 19

Pujas totales y porcentaje de adjudicación



pales de financiación. Esto hizo que a los bancos les resultara atractivo presentar pujas muy elevadas para conseguir importantes volúmenes de liquidez del banco central.

Tras el cambio al procedimiento de subasta a tipo de interés variable, la cuantía de las pujas registró un descenso acusado. El importe medio total de las pujas presentadas en las operaciones ejecutadas entre el 27 de junio y finales de año fue de 161 mm de euros, y el porcentaje medio de adjudicación fue del 58%. El paso al procedimiento de subasta a tipo de interés variable dio lugar a que el número de entidades de contrapartida participantes en las OPF se redujera de una media de 814 en la primera mitad del 2000 a 640 en el segundo semestre. En las subastas a tipo variable, el diferencial medio entre el tipo mínimo de puja establecido por el Consejo de Gobierno y el tipo de puja marginal fue de 8 puntos básicos. El mayor diferencial observado entre el tipo marginal y el tipo mínimo de puja, de 43 puntos básicos, se registró el 30 de agosto, como resultado de las fuertes expectativas existentes en aquel momento de

aumento de los tipos. El diferencial entre el tipo marginal y el tipo medio ponderado ascendía a 2 puntos básicos en promedio, con un máximo de 6 y un mínimo de 0 puntos básicos. El reducido tamaño del diferencial indica que las expectativas de las entidades de contrapartida con respecto al tipo marginal de las operaciones eran bastante homogéneas y que el volumen de las pujas presentadas a tipos de interés considerablemente más elevados era pequeño.

El paso al nuevo procedimiento de subasta se vio acompañado por la decisión de iniciar la publicación de una estimación de las necesidades de liquidez agregada del sistema bancario, con el fin de facilitar la tarea de las entidades de contrapartida a la hora de preparar sus pujas. Estas necesidades de liquidez guardan relación con dos grupos de componentes: las reservas mínimas, y el resultado neto de los demás factores que afectan al balance consolidado del Eurosistema, es decir, los factores autónomos. De estos dos componentes, las reservas mínimas se suelen conocer con un alto grado de precisión algunos días antes de

que comience su período de mantenimiento, mientras que la estimación de los factores autónomos es menos segura. En el año 2000, el error medio absoluto (la diferencia entre el valor medio estimado de los factores autónomos durante nueve días consecutivos, publicado con periodicidad semanal, y el resultado correspondiente) fue de 1,11 mm de euros. La desviación típica de la diferencia entre las estimaciones y el resultado fue de 1,34 mm de euros.

1.3 Operaciones de financiación a plazo más largo

Además de las OPF, el Eurosistema también lleva a cabo operaciones de financiación a plazo más largo (OFPLM), que son operaciones temporales de inyección de liquidez de periodicidad mensual y vencimiento a tres meses. En promedio, a lo largo del año, las OFPLM proporcionaron en torno al 26% de la financiación total mediante operaciones regulares de mercado abierto. Las OFPLM no se efectúan, por regla general, con la intención de gestionar la liquidez, de enviar señales al mercado o de influir en los tipos de interés de mercado. Para que el Eurosistema actuara como aceptante de tipos de interés, las OFPLM se han ejecutado mediante subastas a tipo de interés variable (con procedimiento de subasta americana), y se ha anunciado con antelación el volumen a adjudicar. Mientras que en las seis primeras OFPLM que se celebraron en el año 2000 se adjudicó un total de 20 millones de euros, en las seis últimas, el volumen ascendió a 15 mm de euros. En media anual, se inyectó un volumen de liquidez de 17 mm de euros, a través de este tipo de operación. En promedio, en las OFPLM llevadas a cabo en el año 2000 participaron 270 entidades de contrapartida.

1.4 Otras operaciones de mercado abierto

En el año 2000, el Eurosistema llevó a cabo dos operaciones de ajuste. La primera de ellas tuvo por objeto drenar la abundante liquidez

existente a comienzos del año, resultado, por un lado, del compromiso del BCE de evitar restricciones de liquidez durante la transición al nuevo milenio y, por otro, de la intensa utilización de la facilidad marginal de crédito efectuada por las entidades de contrapartida del Eurosistema el 30 de diciembre de 1999. Esta operación, con vencimiento a una semana, se ejecutó el 5 de enero, y se instrumentó mediante la captación de depósitos a plazo fijo a través de una subasta rápida a tipo de interés variable, en la que el tipo máximo de puja, anunciado con antelación, fue del 3%. Mientras que el volumen a adjudicar anunciado fue de 33 mm de euros, la cuantía de las pujas sólo alcanzó los 14,4 mm de euros. De las 210 entidades de contrapartida admitidas por el Eurosistema para las operaciones de ajuste, 43 participaron en la operación. La segunda operación de ajuste tuvo que ver con el elevado e inesperado recurso que se hizo de la facilidad de depósito, 11,2 mm de euros, el 20 de junio de 2000, que había sido inducido por la escasez de liquidez al final del período de mantenimiento de las reservas mínimas. Al día siguiente, el Eurosistema llevó a cabo una operación de inyección de liquidez, que se instrumentó mediante una subasta rápida a tipo de interés variable y con vencimiento a un día. Las pujas alcanzaron los 18,8 mm de euros, mientras que el volumen adjudicado ascendió a 7 mm de euros. Las entidades de contrapartida que participaron en la operación fueron 38.

1.5 Facilidades permanentes

La amplitud de la banda de tipos de interés determinada por las dos facilidades permanentes se mantuvo estable, en los 200 puntos básicos, durante todo el año. Tanto el tipo de la facilidad marginal de crédito como el de la facilidad de depósito se fijaron simétricamente, lo que suponía un diferencial de 100 puntos básicos entre cada tipo y el tipo de interés de la subasta a tipo fijo o el tipo mínimo de puja de las OPF. La utilización media de ambas facilidades se redujo en comparación con el año anterior, lo que indicaba que la gestión de las reservas de las entidades

que actúan como contrapartida del Eurosistema había sido más eficaz y que, en promedio, la gestión de la liquidez por parte del Eurosistema había logrado equilibrar la situación de liquidez al final de los períodos de mantenimiento.

A lo largo del año, el recurso medio diario a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad de depósito se cifró en 0,4 mm y 0,5 mm de euros, respectivamente. Normalmente, el recurso a las facilidades permanentes es bastante limitado durante la mayor parte del período de mantenimiento, como puede observarse en el gráfico 18. En concreto, y por lo general, las entidades de contrapartida únicamente hacen uso de la facilidad de depósito tras haber cumplido con las exigencias de reservas, que – para la mayoría de las entidades de crédito – sólo ocurre en los últimos días del período de mantenimiento. Así, un 85% del recurso a la facilidad de depósito en el año 2000 se produjo en los últimos cinco días del período. Lo mismo pasa, aunque en menor medida, con la utilización de la facilidad marginal de crédito.

A veces, el uso de las facilidades permanentes puede deberse o bien a circunstancias excepcionales, como las que se han descrito en la sección 1.4, o a problemas técnicos en la liquidación de los pagos.

1.6 Sistema de reservas mínimas

El nivel medio de las reservas mínimas de las entidades de crédito de la zona del euro ascendió a 111,8 mm de euros en el año 2000. El nivel osciló entre 107,5 mm de euros (durante el período de mantenimiento que finalizó el 23 de febrero de 2000) y 116,6 mm de euros (durante el período de mantenimiento que terminó el 23 de diciembre). De las 7.521 entidades de crédito sujetas a las reservas mínimas, 5.304 cumplieron directamente a través del BCN pertinente del Eurosistema, mientras que el resto lo hicieron indirectamente a través de un intermediario. Los saldos de las entidades fluctuaron entre 78,7 mm y 137,8 mm de euros a lo largo del

año, lo que indicaba que se disponía de reservas considerables frente a retiradas de fondos inesperadas (véase gráfico 18). De hecho, en el 2000, el EONIA dio muestras de una volatilidad limitada. La desviación típica de sus variaciones diarias fue sólo de 14 puntos básicos, a pesar de la bajísima frecuencia de las operaciones de ajuste. Por consiguiente, las dos funciones principales del sistema de reservas mínimas, esto es, la estabilización de los tipos de interés del mercado monetario y la ampliación del déficit estructural de liquidez del sector bancario, se llevaron a cabo con éxito.

Dado el buen funcionamiento del sistema de reservas mínimas, sus principales características, es decir, el mecanismo de promedios, la duración del período de mantenimiento (un mes, que comienza el 24 de cada mes y finaliza el 23 del mes siguiente) y la remuneración de las reservas obligatorias (al tipo de interés marginal medio de las OPF relevantes para el período de mantenimiento), no se modificaron. Tampoco se efectuaron cambios en el coeficiente de reservas (que se mantuvo en el 2% de los pasivos computables), en la base de reservas, ni en la cuantía de la franquicia deducible de las reservas mínimas obligatorias (100.000 euros). Las únicas novedades que se han introducido en el sistema de reservas mínimas en el año 2000 fueron las modificaciones al Reglamento (CE) n° 2818/98 del Banco Central Europeo relativo a la aplicación de las reservas mínimas (BCE/1998/15) y al Reglamento (CE) n° 2819/98 del Banco Central Europeo relativo al balance consolidado del sector de las instituciones financieras monetarias (BCE/1998/16).¹ Estas modificaciones tuvieron por objeto determinar con exactitud cómo las fusiones y las escisiones de las entidades afectan a sus exigencias de reservas, y mejorar los procedimientos para el intercambio de información entre las entidades de crédito y los BCN relativa a las cifras de reservas mínimas. Esta última modificación, en particular, ha posibilitado que el Eurosistema tenga a su disposición las cifras

¹ Véase Reglamento del BCE de 31 de agosto de 2000 (BCE/2000/8).

definitivas sobre las reservas obligatorias antes de que finalice el período de mantenimiento, lo que ha mejorado la precisión de la gestión de la liquidez. Además, el nuevo procedimiento no permite revisiones de última hora de las reservas mínimas. Los nuevos reglamentos entraron en vigor en noviembre de 2000.

Por otra parte, para aumentar la transparencia en cuanto a la política de imposición de sanciones del BCE en el ámbito de las reservas mínimas, el BCE hizo público el 2 de febrero de 2000, el tipo de interés de penalización que se aplicará en caso de que se incumpla la obligación de mantener reservas mínimas. El tipo de interés de penalización es el tipo de la facilidad marginal de crédito más 2,5 puntos porcentuales. En caso de incumplimiento reiterado, es decir, cuando una entidad incumpla dicha obligación en más de dos ocasiones durante cualquier período de doce meses, el tipo de interés de penalización será el tipo de la facilidad marginal de crédito más 5 puntos porcentuales. El número de veces en que se incumplieron las exigencias de reservas siguió disminuyendo durante el año 2000, situándose en 92 casos frente a 139 correspondientes a 1999. Además, en la mayoría de las ocasiones, los incumplimientos fueron de menor cuantía. Aproximadamente un 80% de las sanciones fue inferior a 500 euros.

1.7 Activos de garantía admitidos por el Eurosistema y su utilización en las operaciones de crédito

Los Estatutos del SEBC exigen que todas las operaciones de crédito del Eurosistema estén cubiertas con activos de garantía adecuados. El marco del Eurosistema en materia de activos de garantía está diseñado para evitar que incurra en pérdidas como resultado de sus operaciones de política monetaria y de sistemas de pago (véase sección 5 sobre medidas de control de riesgos). En las operaciones de crédito del Eurosistema se utilizan criterios de selección comunes para aceptar los activos de garantía. Al mismo tiempo, se tienen en cuenta las diferencias existentes en las prácti-

cas de los bancos centrales y en las estructuras financieras de los países que integran el Eurosistema y la necesidad que tiene el Eurosistema de garantizar una disponibilidad de activos de garantía “adecuados” suficiente para las operaciones de crédito. De conformidad con el artículo 102 (antiguo 104 a) del Tratado, se prohíbe el acceso privilegiado de las instituciones públicas a las entidades financieras, y en consecuencia, no debe discriminarse por la naturaleza de los emisores (públicos o privados) en lo que respecta a activos de garantía.

Para tener en cuenta las diferencias existentes en la estructura financiera de los activos de garantía en relación con los Estados miembros, los activos de garantía aceptados en las operaciones de crédito del Eurosistema incluyen un gran número de instrumentos distintos. Existen dos categorías de activos, denominadas lista “uno” y lista “dos”, respectivamente. Esta distinción no guarda relación con la calidad de los activos ni con su aceptación en los distintos tipos de operaciones de política monetaria del Eurosistema; la única diferencia estriba en que no se espera que el Eurosistema utilice los activos de la lista “dos” en las operaciones simples. La lista “uno” incluye instrumentos de renta fija negociables que satisfacen los criterios de selección uniformes para la zona del euro especificados por el BCE. La lista “dos” consta de activos que son de especial importancia en los mercados financieros y sistemas bancarios nacionales, para los que los BCN proponen los criterios de selección, sujetos a los criterios mínimos de selección establecidos por el BCE. Los activos de la lista “dos” pueden ser instrumentos de renta fija negociables y no negociables o valores de renta variable. El BCE publica semanalmente en su dirección de Internet (www.ecb.int) una lista pública y actualizada de los activos incluidos en la lista “uno” y de los instrumentos negociables de la lista “dos”. A finales de diciembre del 2000, la cuantía total de activos de garantía negociables potencialmente disponibles para las operaciones del Eurosistema se situaba ligeramente por encima de los 6.300 mm de euros, frente a los 6.150 mm de euros de enero del 2000. Los activos realmente disponibles por las entidades

de crédito alcanzaron aproximadamente un tercio de dicho total. Un porcentaje tan importante como el 92% correspondía a activos de los lista “uno”, mientras que el 8% restante estaba compuesto por activos de la lista “dos” (más de la mitad de este porcentaje eran instrumentos de renta variable valorados a precios de mercado). El 57% de los activos eran valores públicos, el 32%, valores emitidos por entidades de crédito y el 11% restante, activos emitidos por sociedades no financieras. En términos de vencimiento, el 85% de los activos eran bonos a largo plazo, mientras que las obligaciones a medio plazo, los valores a corto plazo y los valores de renta variable representaban en torno al 5% de los activos totales. En el curso del año, del volumen total de activos de garantía transferibles, aproximadamente un 10% fue presentado o depositado por las entidades de contrapartida para poder asegurar su participación en las operaciones de crédito intradía y de política monetaria del Eurosistema.

Las entidades de contrapartida del Eurosistema pueden utilizar sus activos de garantía dentro de toda la zona del euro: una entidad puede obtener financiación del BCN del Estado miembro donde tiene su sede mediante el empleo de activos ubicados en otro Estado miembro (véase, también, la sección 2.2). En el año 2000, las entidades de contrapartida utilizaron fundamentalmente activos de garantía nacionales; el uso transfronterizo de los activos de garantía se estabilizó en, aproximadamente, el 17%, y casi todos ellos pertenecían a la lista “uno”.

1.8 Participación de las entidades de contrapartida del Eurosistema en las operaciones de política monetaria

El marco de política monetaria del Eurosistema permite que un número amplio de entidades de contrapartida intervenga en las operaciones de política monetaria. Todas las entidades de crédito sujetas al sistema de reservas mínimas pueden tener acceso a las facilidades permanentes y participar en las

operaciones de mercado abierto instrumentadas mediante subastas estándar. Sin embargo, estas entidades deben cumplir, también, los criterios de carácter operativo especificados en los acuerdos contractuales o normativos aplicados por el Eurosistema para garantizar el funcionamiento eficiente de las operaciones de política monetaria. En consecuencia, unas 3.600 entidades de crédito de la zona del euro, sobre las 7.500 sujetas al sistema de reservas mínimas a finales de diciembre, tuvieron acceso a la facilidad de depósito, y 3000 entidades accedieron a la facilidad marginal de crédito. Unas 2.500 entidades de crédito pudieron participar en las operaciones de mercado abierto instrumentadas mediante subastas estándar. Para las operaciones de ajuste, se seleccionó un conjunto reducido de unas 200 entidades.

Si se compara con la situación vigente a finales de 1999, el número total de entidades de crédito se redujo en unas 400, de las que 200 tuvieron acceso a las facilidades permanentes. Este descenso se debió, principalmente, a la concentración del sector bancario. Sin embargo, en comparación con finales de 1999, en el año 2000 no se produjeron cambios de importancia en el número total de entidades con acceso a las operaciones de mercado abierto.

La participación efectiva de las entidades de contrapartida en las operaciones principales de financiación del Eurosistema osciló entre 655 y 923, cuando se utilizaba el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo en el primer semestre del 2000, y entre 496 y 800 entidades en el segundo semestre del año, cuando se aplicó el procedimiento de subasta a tipo de interés variable. En general, de una semana a otra, el número total de entidades de contrapartida participantes varió más durante el período en el que las OPF se ejecutaron mediante subastas a tipo de interés fijo que en el período con subastas a tipo de interés variable. En el año 2000, la participación en las OFPML fluctuó entre 165 y 354 entidades. En promedio, el número de participantes disminuyó en el segundo semestre del año, en relación con el primer semestre. Asi-

mismo, el número de entidades de contrapartida aceptadas en las operaciones de ajuste pasó de 211 a 198.

1.9 Actividad del mercado monetario

En el año 2000, el mercado monetario de la zona del euro tuvo un funcionamiento fluido, y se confirmó el éxito del proceso de integración iniciado en 1999, lo que contribuyó, por tanto, a una redistribución eficiente, en toda la zona, de la liquidez inyectada por el Eurosistema a través de sus operaciones de política monetaria.

De acuerdo con la información disponible, la actividad general del mercado monetario de la zona del euro se incrementó con respecto a 1999. En el mercado interbancario de depósitos (en el que las entidades de crédito intercambian liquidez a corto plazo sin el respaldo de activos de garantía), la actividad se mantuvo estable en comparación con 1999. En otros segmentos del mercado monetario,

aumentó la actividad incluido el mercado de repos y, en particular, el mercado de *swaps* de tipos de interés, en el que las operaciones podrían haberse duplicado en relación con 1999. La actividad en el mercado de depósitos sin garantía parece que se ha concentrado aún más en los vencimientos a plazos muy cortos, sobre todo en las operaciones a un día, mientras que la actividad en el mercado de repos puede haberse centrado en los vencimientos a plazos ligeramente más largos (hasta un mes). La mayor parte del incremento de actividad que se produjo en el mercado de *swaps* de tipos de interés, que es muy líquido, es atribuido al éxito de las operaciones indicadas con el EONIA.

En los mercados de valores a corto plazo (letras del Tesoro, pagarés de empresa y certificados de depósito), se avanzó algo en el proceso hacia la integración, aunque de forma muy limitada si se compara con otros segmentos del mercado monetario. La actividad transfronteriza dentro de la zona del euro aumentó ligeramente.

2 Operaciones de los sistemas de pago y de liquidación

2.1 El sistema TARGET

El sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real (TARGET) funcionó de manera fluida durante el año 2000, y los participantes en los mercados lo reconocen ahora como el núcleo del sistema de pago en euros. Ofrece un servicio eficiente para los grandes pagos que hay que efectuar de inmediato, especialmente para aquellos relacionados con las operaciones del mercado monetario y del mercado de divisas.

Actualización de TARGET

El 20 de noviembre, se comenzó a utilizar TARGET 2000, la primera actualización del *software* común de TARGET desde que el sistema inició sus operaciones en enero de

1999. La actualización incluye el nuevo modelo de mensaje para pagos de clientes MT-103 (y su versión de procesamiento directo MT 103+). Las nuevas normas facilitan la aplicación, por parte de las entidades de crédito, de los requisitos de transparencia establecidos en la Directiva nº 97/5/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de enero de 1997, relativa a las transferencias transfronterizas. Todos los componentes de TARGET fueron modificados antes o durante el fin de semana del 18 y 19 de noviembre de 2000; el mismo fin de semana se actualizó la red SWIFT.

Operaciones de TARGET en el año 2000

En el 2000, el número medio de órdenes de pago procesadas diariamente por el sistema en su conjunto (es decir, pagos transfronterizos

y nacionales) ascendió a 188.157, por un importe de 1.033 mm de euros (véase cuadro 6).

El porcentaje de pagos transfronterizos sobre el total de pagos procesados por TARGET en el año 2000 fue del 41,8% en términos de importes, frente al 38,9% de 1999, y del 21,2% en términos de operaciones, frente al 17,6% de 1999. Los pagos interbancarios representaron el 96,5% de las operaciones y el 65,5% del importe, correspondiendo el resto a pagos de clientes. El importe medio de los pagos interbancarios transfronterizos fue de 10,8 mm de euros, mientras que el importe medio de los pagos de clientes fue de 1,1 mm de euros. En el cuadro 7 se presenta información sobre el día de máxima actividad en términos de operaciones y de importes.

En el apartado TARGET de la sección "Payment statistics", que se encuentra en la dirección del BCE en Internet (www.ecb.int), pueden encontrarse datos estadísticos más detallados.

Disponibilidad de TARGET en el año 2000

Tras llevar a cabo un número importante de pruebas durante 1999, TARGET superó la transición al año 2000 sin problemas significativos.

La disponibilidad de TARGET mejoró claramente en el año 2000, lo que demuestra que los problemas iniciales que se plantearon en 1999 se resolvieron con éxito. El número de incidentes que se produjeron en TARGET en dicho año se redujo sustancialmente en un 70%.

Calendario de TARGET

En el año 2000, TARGET permaneció cerrado, además de los sábados y domingos, el día de Año Nuevo, el Viernes Santo (fiesta católica y protestante), el Lunes de Pascua (fiesta católica y protestante), el 1 de mayo (día del Trabajo), el día de Navidad y el 26 de diciembre de 2000. En algunos países, en los que esas fechas eran días hábiles, los BCN mantuvieron

Cuadro 6

Flujo de pagos en TARGET*

Número de Operaciones	1999	2000	Variación %
Todos los pagos			
Total	42.257.784	47.980.023	13,5
Media diaria	163.157	188.157	15,3
Pagos nacionales			
Total	34.804.458	37.811.112	8,6
Media diaria	134.380	148.279	10,3
Pagos transfronterizos			
Total	7.453.326	10.168.911	36,4
Media diaria	28.777	39.878	38,6
Importe, mm de euros			
	1999	2000	Variación %
Todos los pagos			
Total	239.472	263.291	9,9
Media diaria	925	1.033	11,7
Pagos nacionales			
Total	146.236	153.253	4,8
Media diaria	565	601	6,4
Pagos transfronterizos			
Total	93.236	110.038	18,0
Media diaria	360	432	20,0

*) En 1999: 259 días operativos; en 2000: 255 días operativos

Cuadro 7

Día de máxima actividad en TARGET en el 2000

Número de Operaciones		
Todos los pagos	283.745	29 Dic.
Pagos nacionales	236.658	29 Dic.
Pagos transfronterizos	60.770	29 Sep.
Importe, mm de euros		
Todos los pagos	1.551	30 Nov.
Pagos nacionales	1.032	30 Nov.
Pagos transfronterizos	586	30 Jun.

abiertos los sistemas de liquidación bruta en tiempo real (SLBTR) para un número reducido de operaciones nacionales. El Consejo de Gobierno ha decidido que TARGET permanezca cerrado excepcionalmente el 31 de diciembre de 2001, a fin de garantizar que los sistemas de pago al por menor y los sistemas internos de las entidades de crédito efectúen la conversión al euro sin contratiempos.

En diciembre del 2000, se estableció un calendario a largo plazo con los días de funcionamiento de TARGET, que se aplicará a partir del 2002 y hasta nuevo aviso. Así pues,

TARGET permanecerá cerrado, además de los sábados y domingos, el día de Año Nuevo, el Viernes Santo (fiesta católica y protestante), el Lunes de Pascua (fiesta católica y protestante), el 1 de mayo (día del Trabajo), el día de Navidad y el 26 de diciembre. Durante esos días, el sistema TARGET en su integridad, incluidos todos los SLBTR nacionales, permanecerá completamente cerrado. Puede que, en algunos Estados miembros de la UE, sea necesario realizar determinadas adaptaciones operativas y jurídicas. Por ello, se ha invitado a las autoridades competentes de esos Estados miembros a adoptar las medidas pertinentes, con el fin de eliminar cualquier impedimento jurídico que prevenga la aplicación del calendario a largo plazo de TARGET. El calendario a largo plazo se consideró una medida necesaria para eliminar esta fuente de incertidumbre en los mercados financieros y, como señaló el sector bancario, para evitar los problemas derivados de diferentes fechas de funcionamiento de TARGET en los distintos países. En los días en que TARGET permanezca cerrado, no se podrá acceder a las facilidades permanentes en los bancos centrales nacionales. Además, esos días no serán días de liquidación para el mercado monetario en euros ni para las operaciones en divisas en las que intervenga el euro. Tampoco se publicará el EONIA ni el tipo de cambio de referencia. El modelo de corresponsalía entre bancos centrales (MCBC) para el uso transfronterizo de activos de garantía también estará cerrado los días en que TARGET no esté operativo.

El sistema de reembolso de TARGET

El 1 de enero de 2001 se introdujo un sistema de reembolso, para compensar a los participantes en caso en que se produzca un mal funcionamiento de TARGET. Se hará uso de este sistema cuando TARGET no pueda completar en el mismo día el procesamiento de las órdenes de pago. Su finalidad es la de compensar a los participantes por los elevados costes en que pueden incurrir al tener que recurrir a las facilidades permanentes del Eurosistema por un mal funcionamiento de

TARGET. Para garantizar un trato equitativo, el sistema de reembolso también se aplica a los participantes en los SLBTR de los BCN no participantes. El marco jurídico de este sistema está incluido en la "Orientación relativa a TARGET", que está publicada en el Diario Oficial de las Comunidades Europeas y que también se puede consultar en la dirección del BCE en Internet.

Relaciones con los usuarios de TARGET

En el año 2000, el BCE y los BCN mantuvieron un diálogo permanente con los usuarios de TARGET para que pudieran hacer el mejor uso posible del sistema. Se celebraron regularmente reuniones de los grupos de usuarios nacionales de TARGET, a las que asistieron los BCN y las comunidades bancarias nacionales. Por otra parte, se organizaron reuniones a nivel del Eurosistema. Todo ello hizo posible que los BNC y el BCE se dieran cuenta de las necesidades de sus participantes y pudieran responder mejor a dichas necesidades.

2.2 Modelo de corresponsalía entre bancos centrales

El MCBC entró en funcionamiento el 4 de enero de 1999 y fue establecido para facilitar el uso transfronterizo de los activos de garantía en las operaciones de política monetaria y en las operaciones de crédito intradía a todas las entidades que actúan como contrapartida del Eurosistema y a los participantes en TARGET. Desde el inicio de la tercera fase de la UEM, el MCBC ha constituido el principal instrumento para la entrega transfronteriza de los activos de garantía, y su utilización ha ido en aumento. En el año 2000, los activos de garantía enviados al Eurosistema a través del MCBC representaron, en promedio, el 15% de las garantías totales. Este porcentaje es excepcional si se compara con el 3% de los activos mantenidos en custodia a través de los enlaces admitidos entre los sistemas de liquidación de valores (SLV), el único sistema alternativo al MCBC para efectuar estas trans-

ferencias transfronterizas (véase gráfico 20). El restante 82% de las garantías se mantienen en el ámbito nacional.

El total de activos entregados al Eurosistema se refiere a la suma de las garantías nacionales y de las garantías transfronterizas mantenidas tanto a través del MCBC como de los enlaces entre los SLV. Los primeros enlaces se aprobaron en mayo de 1999.

En el año 2000, el valor de los activos mantenidos en custodia por el Eurosistema a través del MCBC ascendió, en promedio, a 100 mm de euros (un promedio de 114 mm de euros estaba en el BCE). El principal proveedor de activos de garantía, en calidad de banco central correspondiente, fue Italia, con el 36% del total de activos mantenidos a través del MCBC, seguido de Alemania, con el 17%, y de Luxemburgo, y Bélgica, con el 15% cada uno. El volumen tan importante de activos de garantía proporcionados por Luxemburgo y Bélgica se debe al hecho de que *Clearstream Luxembourg* y *Euroclear*, las dos CDV internacionales, están radicadas en dichos países.

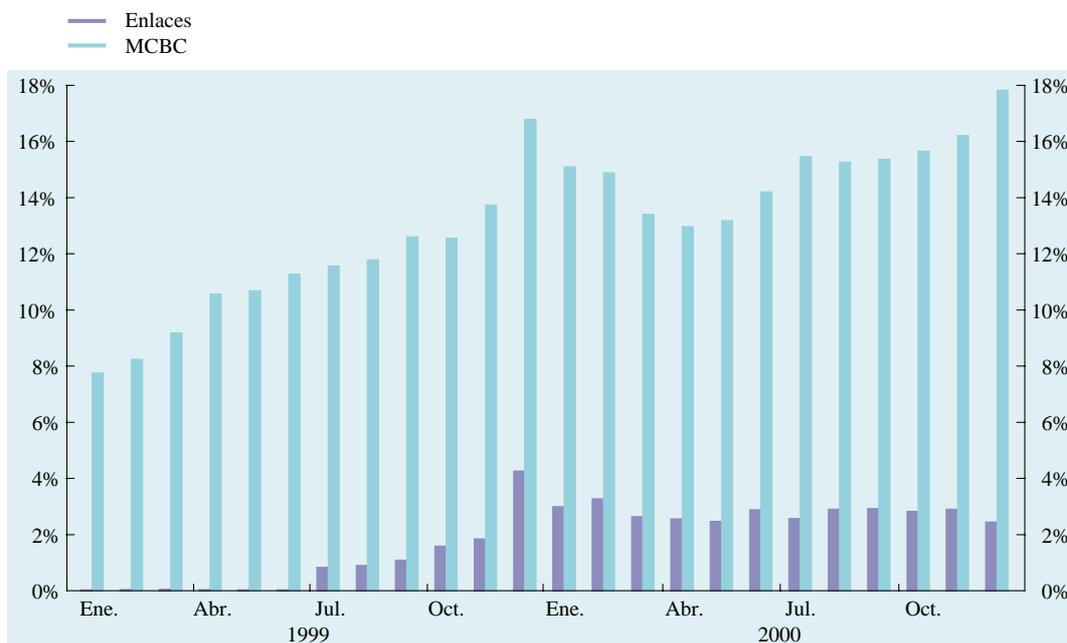
Los principales usuarios de activos de garantía, en calidad de bancos centrales prestamistas, fueron Alemania, con el 42% del total de activos mantenidos a través del MCBC, Luxemburgo (16%), los Países Bajos (15%) y Francia (11%). Los activos de garantía transfronterizos mantenidos a través del MCBC sobre el total de garantías en la cartera de las entidades de contrapartida supusieron el 54% en Luxemburgo y el 63% en Irlanda, debido a la relativa escasez de activos de garantía nacionales en estos países.

De las dos categorías de activos aceptados para las operaciones de crédito del Eurosistema, denominados también activos de la lista "uno" y de la lista "dos", son principalmente los activos de la primera lista los que se utilizan de forma transfronteriza.

Si bien el MCBC se diseñó como solución temporal, seguirá funcionando al menos hasta que el mercado desarrolle sistemas alternativos para la transferencia transfronteriza de activos de garantía globales y plenamente eficaces. El establecimiento de enlaces directos

Gráfico 20

Evolución de los activos transfronterizos en porcentaje del total de los activos de garantía entregados al Eurosistema



entre los SLV ha supuesto un paso importante en esta dirección, aunque, hasta ahora, su utilización no ha sido tan amplia como se esperaba. De hecho, sólo 29 de los 62 enlaces admitidos se utilizan de manera frecuente y significativa. La carencia de características de entrega contra pago y la falta de armonización

de los procedimientos de liquidación de los SLV nacionales son los motivos que los usuarios citan con más frecuencia cuando explican la escasa utilización de los enlaces. En este sentido, el establecimiento de la entrega contra el pago podría dar lugar, en el futuro, a un mayor uso de los enlaces.

3 Operaciones en divisas y gestión de los activos exteriores de reserva del Eurosistema

Corresponde al Eurosistema mantener y gestionar los activos exteriores de reserva de los Estados miembros de la UE participantes en la UEM. Tanto el BCE como los BCN mantienen y gestionan activos exteriores de reserva.

3.1 Operaciones en divisas

En el año 2000, el BCE y los BCN, en nombre del BCE, llevaron a cabo operaciones en divisas que consistieron, por un lado, en la venta de las rentas de intereses de sus divisas y, por otro, en intervenciones en el mercado cambiario.

La gestión de los activos exteriores de reserva del BCE desde principios de 1999 hizo que, a finales de agosto del 2000, su valor superara los 2,5 mm de euros, debido, sobre todo, a las rentas de intereses. Para mantener la estructura y el perfil de riesgo del balance del BCE existentes a comienzos de 1999, el Consejo de Gobierno decidió el 31 de agosto de 2000 que los ingresos procedentes de los intereses de los activos en divisas se venderían contra euros. Estas ventas se iniciaron el 14 de septiembre de 2000 y se prolongaron durante una semana aproximadamente.

El 22 de septiembre, el BCE intervino por primera vez en el mercado de divisas desde la introducción del euro. A iniciativa del BCE, las autoridades monetarias de Estados Unidos, Japón, Canadá y el Reino Unido acordaron una intervención concertada, ante la evolución de los tipos de cambio descrita en el capítulo I. Dicha intervención fue seguida por intervenciones unilaterales del BCE los días 3,

6 y 9 de noviembre, que se consideraron una continuación de la acción concertada.

3.2 Activos exteriores de reserva del Eurosistema

A finales del 2000, los activos exteriores netos ascendían a 43,5 mm de euros, frente a los 46,8 mm de euros a finales de 1999. Esta variación es atribuible a diversos factores, tales como la venta de las rentas de divisas devengadas por las reservas exteriores del BCE, las intervenciones en los mercados de divisas efectuadas y la revaluación a precios de mercado trimestral de los activos exteriores de reserva. El BCE puede solicitar a los BCN activos exteriores de reserva adicionales, de conformidad con las condiciones previstas en la legislación secundaria de la Comunidad Europea (Reglamento (CE) n° 1010/2000 del Consejo, de 8 de mayo, relativo a las solicitudes efectuadas por el BCE de más activos exteriores de reserva).

El Consejo de Gobierno ha definido la distribución por monedas de las reservas exteriores del BCE, que se componen de oro, dólares estadounidenses y yenes japoneses, atendiendo a las posibles necesidades operativas, distribución que puede modificarse siempre y cuando se considere oportuno. No se lleva a cabo una gestión activa de la composición por monedas de las reservas para evitar interferencias con la política monetaria y cambiaria única del Eurosistema. De conformidad con el Acuerdo sobre el Oro de los Bancos Centrales, de 26 de septiembre de 1999, que estipula que los signatarios no intensificarán su activi-

dad en cuanto a préstamos de oro ni en los mercados de opciones y futuros sobre oro, los activos en oro seguirán gestionándose de forma no activa.

Los BCN continúan gestionando sus propios activos exteriores de reserva como consideran oportuno, pero sus operaciones están sujetas, por encima de un cierto límite, a su notificación o aprobación por el BCE, con el fin de garantizar la coherencia con la política monetaria del Eurosistema.

En cuanto a las reservas exteriores tanto del BCE como de los BCN de la zona del euro se publica mensualmente, con un desfase de un mes, un esquema normalizado sobre “reservas internacionales y liquidez en moneda extranjera”, en consonancia con las Normas Especiales para la Divulgación de Datos del FMI, además del estado financiero consolidado del Eurosistema, que se publica semanalmente en la dirección del BCE en Internet (www.ecb.int).

3.3 Evolución del enfoque del Eurosistema sobre la gestión de las reservas exteriores

La gestión de las reservas exteriores del BCE tiene por objeto garantizar que el BCE cuente, en cualquier momento, con la cantidad adecuada de recursos líquidos para intervenir en el mercado de divisas, siempre y cuando el Consejo de Gobierno lo considere necesario. Para realizar intervenciones, como sucedió en el año 2000, se utilizan los activos en moneda extranjera del BCE. La liquidez y la seguridad son, por consiguiente, los requisitos fundamentales para invertir las reservas exteriores del BCE. Sujetas a dichas limitaciones, las reservas se gestionan con el objetivo de maximizar su valor.

4 Gestión de los recursos propios del BCE

Se ha dotado al BCE con un capital inicial cercano a los 4.000 millones de euros. El fin primordial del capital es proporcionar al BCE un

Los BCN de la zona del euro gestionan las reservas exteriores del BCE de forma descentralizada, siguiendo unas directrices fundamentales de gestión y una referencia estratégica determinadas por el Consejo de Gobierno y una referencia táctica decidida por el Comité Ejecutivo. Además de la distribución por monedas, el BCE ha definido cuatro parámetros para la gestión de sus reservas exteriores. En primer lugar, existe una referencia de dos niveles para la gestión de cada moneda, una referencia estratégica y otra táctica. En segundo lugar, se permiten unas desviaciones con respecto a dichas referencias en términos de riesgo de tipo de interés. En tercer lugar, existe una lista de instrumentos y operaciones. En cuarto lugar, se imponen unos límites a los riesgos de crédito (véase la sección 5). Los BCN hacen uso de la libertad que les brindan las bandas de desviación y los límites al riesgo de crédito para maximizar la rentabilidad de las carteras que gestionan por cuenta del BCE, con un seguimiento continuo por parte de este. Al llevar a cabo la gestión, los BCN actúan en nombre del BCE, con un mandato de agente, de manera que las contrapartidas del BCE puedan distinguir las operaciones efectuadas por los BCN por cuenta del BCE de las realizadas por los BCN al gestionar sus propias reservas.

Desde su inicio, este sistema ha funcionado de manera satisfactoria, aunque se ha seguido trabajando con el fin de pulirlo y mejorarlo. Esto es lo que ha sucedido, sobre todo, en lo que se refiere a la selección de los activos e instrumentos en los que se pueden invertir las reservas exteriores, puesto que la gama de instrumentos era al principio algo limitada. Aunque se seguirá adoptando una actitud prudente, se ha comenzado a ampliar paulatinamente los instrumentos permitidos.

fondo de reserva que aporte renta suficiente y que, al mismo tiempo, mantenga un nivel de seguridad adecuado. Dado que los recursos

propios del BCE se encuentran invertidos actualmente en activos denominados en euros, resulta de la mayor importancia impedir cualquier interferencia en las decisiones de política monetaria del Consejo de Gobierno. Por ello, para evitar la utilización de información privilegiada en la gestión de los recursos propios y para proteger la reputación del BCE, se ha establecido el procedimiento denominado “muralla china”, es decir, la estricta división funcional y física entre la unidad que gestiona los recursos propios y las demás unidades del BCE. Por otro lado, el BCE sigue un enfoque de gestión relativamente pasiva, sobre todo en lo que respecta al mercado monetario, para no generar señales de política monetaria.

Los órganos rectores del BCE determinan los parámetros fundamentales para la gestión de

los recursos propios en los mercados europeos de renta fija. Dentro de este marco, el objetivo es maximizar la rentabilidad de la cartera de recursos propios.

La lista de entidades de contrapartida aceptadas para gestionar los recursos propios del BCE y la documentación jurídica correspondiente, aunque elaboradas de forma independiente a la relacionada con la gestión de los activos exteriores de reserva del BCE, satisfacen los mismos criterios de prudencia y eficiencia. En consonancia con la progresiva ampliación de la gama de instrumentos permitidos, en el año 2000 se inició la utilización activa de futuros sobre bonos y, en febrero del 2001, se estableció un programa automático de préstamo de valores para los recursos propios.

5 Gestión de riesgos

5.1 Introducción

El BCE y los BCN del Eurosistema incurren en riesgos al gestionar sus activos, por ejemplo, los activos exteriores de reserva y los recursos propios, al instrumentar la política monetaria y en las operaciones de los sistemas de pago. Estos riesgos son, fundamentalmente, el riesgo de crédito, el riesgo de liquidez y el riesgo de carácter operativo. Para su identificación y gestión existe un procedimiento, integrado y centralizado, que está en línea con las prácticas de mercado más adecuadas. El BCE facilita también una valoración continuada y su experiencia analítica en la gestión de riesgos, que contribuyen al diálogo existente en el Eurosistema sobre las prácticas de gestión de riesgos. Las fuentes principales de riesgo, incluidos el tipo de operación y el método de gestión, son las que se describen a continuación.

5.2 Operaciones de gestión de activos

Las inversiones financieras del BCE se componen de las reservas de divisas y de los

recursos propios del BCE denominados en euros. A los gestores de cartera pertinentes y a los responsables de la toma de decisiones en el BCE y en el Eurosistema se les informa regularmente del comportamiento y de los riesgos de las operaciones de gestión.

Estas operaciones siguen las pautas decididas por el BCE, fundamentalmente, en la distribución por monedas y en las referencias estratégica. Las referencias estratégicas, una para cada cartera de monedas, se realizan internamente y en ellas se especifican los tipos de activos y los vencimientos a los que los gestores de la cartera pueden operar. Al fijar estas referencias, las consideraciones de riesgo y rentabilidad se encuentran en el primer plano del proceso de decisión.

El comportamiento tanto de las referencias como de las carteras reales se mide con arreglo a las recomendaciones de la *Association of Investment Management and Research* (AIMR). También se analiza el comportamiento de la gestión para identificar las fuentes de riesgo.

En sus decisiones de gestión, el BCE ha adoptado una postura cauta con respecto al riesgo y ha hecho gran hincapié en la calidad crediticia y en la liquidez, siendo esta última especialmente importante para las reservas de divisas. El BCE ha seguido un enfoque prudente, analítico y activo para asegurarse de que se entiendan todas las implicaciones de riesgo que se derivan de estas decisiones. Existe un sistema detallado sobre los límites al riesgo de crédito y al riesgo de mercado. El BCE decide de forma global los límites al riesgo de crédito y luego los distribuye entre los BCN, dependiendo de la cuantía de los fondos gestionados por cuenta del BCE. El seguimiento del cumplimiento de estos límites se efectúa de forma centralizada. Los límites al riesgo de mercado se aplican uniformemente en todo el Eurosistema, estando todas las carteras cuya composición sea similar sujetas a los mismos límites, independientemente de su tamaño. También se realiza un seguimiento y una observación detallada del riesgo de liquidez. Por último, se calcula el valor de riesgo de todas las carteras y se informa de él con regularidad. La cifra del valor de riesgo incluye y agrega las formas más significativas de riesgo de precios de los activos del BCE.

5.3 Operaciones de política monetaria y de sistemas de pago

Las operaciones del Eurosistema incluyen las de política monetaria y las de sistemas de pago (principalmente mediante la provisión de liquidez intradía en el sistema TARGET). Corresponde al Eurosistema proporcionar un sistema de control de riesgos adecuado para estas operaciones. En concreto, el Eurosistema incurre en riesgo cuando una entidad de contrapartida, con una relación contractual del Eurosistema, incumple sus obligaciones.

El Eurosistema garantiza, a través de su sistema de control de riesgos, que, en estas operaciones, sólo se acepten como activos de garantía aquellos que cuenten con la suficiente calidad crediticia. Para valorar la calidad crediticia de los instrumentos de renta

fija, el Eurosistema tiene en cuenta, entre otras, las calificaciones publicadas por las agencias de calificación crediticia, los propios sistemas de valoración del riesgo de crédito del BCE, así como determinados criterios institucionales que ofrecen una protección especialmente elevada a los tenedores. El BCE supervisa la valoración del riesgo de crédito facilitada por los sistemas de valoración del riesgo de crédito de los BCN.

En caso de que una entidad de contrapartida incumpla sus obligaciones, el Eurosistema puede utilizar los activos de garantía para recuperar la liquidez. Es en estas situaciones cuando el Eurosistema incurre en riesgo de mercado, asociado con los activos recibidos. El sistema de control de riesgos del Eurosistema limita los riesgos de mercado y de liquidez mediante la aplicación de medidas de control de riesgos adecuadas y coherentes, como, por ejemplo, los recortes y los márgenes, a los activos entregados como garantía. Para obtener un nivel apropiado de las medidas de control de riesgos, el Eurosistema evalúa, conforme a las prácticas de mercado más adecuadas, parámetros tales como la evolución actual y futura de los precios, así como sus volatilidades. En este sentido, el sistema de control de riesgos del Eurosistema también proporciona principios de valoración ajustados al precio de mercado, que se siguen diariamente para valorar los activos pignorados como garantía.

Durante el año 2000, se llevaron a cabo algunos cambios técnicos en las medidas de control de riesgos aplicadas a los activos de garantía. Las modificaciones son puramente técnicas y no suponen ningún cambio en la política relativa a los activos de garantía (es decir, en los criterios de selección). Antes bien, están encaminadas, principalmente, a dar más homogeneidad a la amplia gama de recortes aplicados a los activos de la lista "dos". En este sentido, se han identificado cuatro grupos de instrumentos con características de liquidez bastante homogéneas. Además, la revisión del sistema de control de riesgos pretende facilitar los procedimientos de verificación del Eurosistema y aumentar la trans-

parencia de dicho sistema. No se han introducido cambios para los activos de la lista “uno”, salvo por el hecho de que se han establecido recortes específicos para un tipo especial de activos (“los valores a tipo de interés variable inversamente”).

5.4 Estado actual

Se están dedicando continuos esfuerzos a la mejora de la gestión de riesgos del Eurosistema. Actualmente, se está estudiando la adopción de un tratamiento más general del riesgo de liquidez de los activos gestionados y de los utilizados en la política monetaria. Además se ha producido un desplazamiento significativo hacia el seguimiento de los riesgos financieros en el balance del BCE.



Grecia

Autor: Marios Spilopoulos. Sin título

Capítulo III

La integración de Grecia en la zona del euro

I Evolución económica, financiera y monetaria de Grecia

El 19 de junio de 2000, durante la cumbre de Santa Maria da Feira, el Consejo ECOFIN confirmó que Grecia había satisfecho las condiciones necesarias para adoptar la moneda única el 1 de enero de 2001. El Consejo basó su decisión en los informes de convergencia elaborados por el BCE y la Comisión Europea, la opinión del Parlamento Europeo y una propuesta de la Comisión Europea. En esa misma fecha, el Consejo también decidió que el tipo de conversión de la dracma frente al euro debería ser igual a su paridad central en el Mecanismo de Tipos de Cambio II (MTC II), 340,750 dracmas por euro. La convergencia de la dracma hacia su paridad central en el MTC II se había visto facilitada por una revaluación de su paridad central, de un 3,5%, el 17 de enero de 2000, y la convergencia ya se había completado, de facto, a mediados del mes de diciembre del 2000, algunos días antes de la fijación irrevocable del tipo de conversión al que el euro sustituyó a la dracma el 1 de enero de 2001.

En el año 2000, Grecia continuó registrando un sólido crecimiento del producto, por encima de la media de la zona del euro. La tasa de crecimiento del PIB real en el 2000 se situó en el 4,1%, frente al 3,4% observado en 1999 (véase cuadro 8). El crecimiento fue impulsado por la fuerte demanda interna. El consumo privado aceleró su crecimiento desde el 2,9% en 1999 al 3,1% en el 2000 y la inversión experimentó un repunte considerable, elevándose su crecimiento del 7,3% al 9,3%. La inversión pública siguió beneficiándose considerablemente de las aportaciones procedentes de los fondos estructurales de la UE. La contribución de la demanda exterior neta al crecimiento, que fue de 0,2 puntos porcentuales del PIB en 1999, se tornó negativa y se situó en -0,6 puntos porcentuales del PIB en el año 2000. La fuerte demanda interna contribuyó a una rápida aceleración de la tasa de crecimiento de las importaciones (principalmente, los bienes de inversión, las materias primas y los automóviles), que pasó del 3,9% en 1999 al 7,4% en el 2000, y fue compensada sólo en parte por un aumento de las exporta-

ciones. Además, el persistente y considerable déficit comercial de Grecia se vio contrarrestado parcialmente por importantes superávits de la cuenta de servicios y por entradas de capital tanto en forma de inversiones directas como de cartera. No obstante, la cifra del déficit de la balanza por cuenta corriente más el nuevo déficit de la balanza de capital aumentó, situándose en torno al 6,9% del PIB en el año 2000.

Según las estimaciones, el empleo creció un 1,2% en el 2000, lo que representa una mejora sustancial con respecto a la tasa negativa de crecimiento del empleo registrada en 1999 (-0,7%) y refleja la rápida expansión de la economía. Además, es probable que los programas adoptados recientemente en el mercado de trabajo tengan un efecto favorable sobre la creación de empleo. Se estima que la tasa de desempleo se redujo del 12% en 1999 al 11,3% en el 2000. Sin embargo, la falta de datos puntuales sobre el empleo genera una incertidumbre considerable con respecto a las cifras reales del mercado de trabajo para el 2000.

Durante el año 2000, la tasa media de inflación de Grecia, medida por el IAPC, fue de 2,9%, frente a 2,1% en 1999. El aumento de la inflación durante el año 2000 se debió en gran medida a la subida de los precios del petróleo y a la apreciación del dólar estadounidense. Además, los costes laborales unitarios se incrementaron en torno al 1,5% en el 2000, frente al 0,6% en 1999, y el efecto reductor de inflación de los recortes de los impuestos indirectos introducidos en 1999 desapareció en la tasa interanual del IAPC. (Para un análisis sobre los diferenciales de inflación entre Grecia y la zona del euro, véase el recuadro 8 del capítulo IV.)

En el año 2000 continuaron aplicándose medidas de saneamiento de las finanzas públicas. El déficit presupuestario público siguió una tendencia descendente, reduciéndose del 1,8% del PIB en 1999 al 0,9% en el 2000. El saldo presupuestario mejoró con mucha mayor

rapidez de lo previsto, lo que se debió, principalmente, al fuerte aumento de los ingresos impositivos. Según las estimaciones, la *ratio* de deuda pública se redujo del 104,6% del PIB en 1999 al 103,9% en el 2000. Esta reducción relativamente pequeña obedeció a la apreciación del dólar estadounidense y del yen japonés durante casi todo el año 2000, que elevó el valor en dracmas del saldo vivo de la deuda denominada en moneda extranjera, y a las operaciones financieras, como las inyecciones de capital en las empresas de titularidad pública. El programa de estabilidad de Grecia, presentado en diciembre del 2000, incluye un objetivo de superávit presupuestario del 0,5% y del 1,5% del PIB en 2001 y 2002, respectivamente. Se prevé que la deuda pública se

reduzca hasta el 98,9% del PIB en el 2001 y hasta el 96% en el 2002.

Durante el año 2000, la política monetaria del Banco de Grecia siguió orientándose hacia el logro de la estabilidad de precios. Al mismo tiempo, fue objetivo del Banco de Grecia garantizar una transición fluida al euro mediante la reducción de los tipos de interés oficiales, fundamentalmente hacia finales del año. En enero del 2000, el tipo de interés de los depósitos a 14 días del banco central se situó en el 9,75%. En junio, cuando el Consejo ECOFIN confirmó que Grecia había satisfecho las condiciones necesarias para adoptar la moneda única, el Banco de Grecia ya había reducido el tipo principal de financiación al

Cuadro 8

Indicadores macroeconómicos de Grecia

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2000 I	2000 II	2000 III	2000 IV
PIB real	2,0	2,1	2,4	3,5	3,1	3,4	4,1	.	.	.	.
<i>Contribución al crecimiento del PIB real:</i> ¹⁾											
Demanda interna real, incluida la variación de existencias	1,1	3,7	3,5	3,9	5,1	3,2	4,7	.	.	.	.
Demanda exterior neta	0,9	-1,6	-1,1	-0,4	-2,0	0,2	-0,6	.	.	.	.
IAPC	10,3	8,8	7,9	5,4	4,5	2,1	2,9	2,6	2,3	2,8	3,8
Remuneración por asalariado	10,8	12,2	8,8	13,5	6,0	4,8	4,5	.	.	.	.
Costes laborales unitarios, para el total de la economía	10,7	11,6	5,9	9,3	6,4	0,6	1,5	.	.	.	.
Deflactor de las importaciones (bienes y servicios)	5,6	7,5	5,0	2,7	4,2	1,2	6,1	.	.	.	.
Cuenta corriente más nueva cuenta de capital (en % del PIB) ²⁾	-0,1	-2,5	-3,7	-4,0	-3,0	-4,1	-6,9	.	.	.	.
Empleo total	1,9	0,9	-0,4	-0,3	3,4	-0,7	1,2	.	.	.	.
Tasa de desempleo (en % de la población activa) ³⁾	8,9	9,1	9,8	9,7	11,2	12,0	11,3	.	.	.	.
Saldo presupuestario (en % del PIB) ^{4) 5)}	-10,0	-10,2	-7,4	-4,0	-2,5	-1,8	-0,9	.	.	.	.
Deuda bruta consolidada (en % del PIB) ⁴⁾	109,3	108,7	111,3	108,3	105,5	104,6	103,9	.	.	.	.
Tipo de interés a tres meses (en %) ⁶⁾	26,7	16,4	13,8	12,9	13,9	10,3	7,9	8,9	8,5	7,9	6,2
Rendimiento de la deuda pública a diez años (en %) ⁶⁾	.	.	.	9,8	8,5	6,3	6,1	6,4	6,1	6,1	5,8
Tipo de cambio frente al ECU o al euro ^{6) 7)}	288	303	306	309	331	326	337	333	336	338	340

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

Nota: Cuentas nacionales de conformidad con el SEC 95.

1) Puntos porcentuales.

2) Datos del Banco de Grecia (en términos de caja); los datos para el año 2000 son provisionales.

3) En base al SEC 95.

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

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

6) Medias de los períodos.

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

Recuadro 7

Repercusiones estadísticas de la inclusión de Grecia en la zona del euro

La integración de Grecia en la zona del euro representó la primera ocasión en la que ha sido necesario incluir un nuevo Estado miembro en las series estadísticas de la zona. Por ello, hubo que examinar diversas cuestiones estadísticas relativas tanto a la disponibilidad de los datos del nuevo país incorporado como a los procedimientos de cálculo de los agregados del conjunto. Con el fin de garantizar una disponibilidad puntual y adecuada de las nuevas estadísticas de la zona del euro, incluyendo a Grecia, se han acelerado los preparativos en el ámbito estadístico, desde que el Consejo ECOFIN decidiera el 19 de junio de 2000 que Grecia cumplía los criterios para adoptar la moneda única a partir del 1 de enero de 2001. La elaboración de las estadísticas de la zona del euro ampliada se ha coordinado, cuando se ha considerado necesario, con la Comisión Europea, a fin de garantizar la coherencia en todos los ámbitos estadísticos.

En resumen, la ampliación de la zona del euro para incluir Grecia a partir del 1 de enero de 2001 tiene dos repercusiones estadísticas importantes. En primer lugar, los residentes de Grecia se han convertido en residentes de la zona del euro. En segundo lugar, la dracma griega es una denominación nacional del euro. Por consiguiente, desde un punto de vista estadístico, la composición de “resto del mundo” y “moneda extranjera” ha cambiado. Ello afecta, a su vez, a todas las estadísticas monetarias, financieras y otras estadísticas económicas de la zona del euro en su conjunto.

Por su parte, Grecia tiene la obligación de cumplir, a partir de enero del 2001, todos los requerimientos estadísticos del BCE tal como se establecen en el Reglamento (CE) n° 2533/98 del Consejo. Los requerimientos estadísticos del BCE se presentan en el documento “Estadísticas recopiladas y compiladas por el SEBC” (mayo de 2000). El Banco de Grecia, como miembro del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Consejo General del BCE, había recibido toda la información pertinente con respecto a los requerimientos establecidos por el BCE y, por lo tanto, estaba en condiciones de cumplir las obligaciones relativas a las estadísticas monetarias, bancarias, de balanza de pagos y otras estadísticas financieras. Asimismo, el Banco de Grecia tuvo que realizar los preparativos necesarios para la integración de las entidades de crédito de Grecia en el sistema de reservas mínimas del BCE y adaptar los requerimientos estadísticos pertinentes.

Además, con la integración de Grecia en la zona del euro, a partir de enero de 2001, el resto de los miembros de la zona tienen que declarar las operaciones (o flujos) y los saldos frente a residentes de Grecia como parte de la zona del euro, en lugar de declararlas como operaciones y saldos frente a los no residentes en la zona del euro. Debe considerarse a la dracma griega como otra denominación nacional del euro hasta que se complete la transición a la nueva moneda, es decir, hasta que los billetes y monedas expresados en moneda nacional sean sustituidos por el euro.

Durante el segundo semestre del año 2000, el BCE ha realizado todos los preparativos técnicos necesarios para el intercambio de datos con el Banco de Grecia. También ha ayudado a efectuar las modificaciones necesarias en el sistema de remisión de datos estadísticos de los entonces Estados miembros de la zona del euro. En cuanto a la publicación de las estadísticas de la zona del euro por parte del BCE, como, por ejemplo, en la sección estadística del *Boletín Mensual del BCE*, las series estadísticas de referencia relativas a la zona del euro seguirán incluyendo los Estados miembros que integran la zona en el período correspondiente. Ello significa que los datos de saldos, como los relativos al empleo y al balance de las Instituciones Financieras Monetarias (IFM), y los datos de flujos, como las estadísticas de balanza de pagos, correspondientes a períodos que abarcan hasta diciembre del año 2000 incluido, se refieren a los once países participantes en la zona del euro, mientras que los datos relativos a períodos o fechas posteriores a enero de 2001, se refieren a los doce países participantes en la zona del euro ampliada, incluida Grecia. En la medida de lo posible, las variaciones absolutas y porcentuales correspondientes al año 2001, que se calculan tomando como base el año 2000, permiten cambios en la composición de la zona del euro.

Para fines analíticos, en el *Boletín Mensual del BCE* de enero del 2001 (véase la sección “Estadísticas de la zona del euro”) y en la página del BCE en Internet se han publicado los datos históricos de los once países de la zona del euro y Grecia para un grupo de series fundamentales.

8,25%. Tras varios pasos intermedios, el tipo se redujo al 4,75%, el 27 de diciembre, alineándose plenamente con el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del BCE. El tipo de interés a tres meses de Grecia disminuyó de forma paralela y, a finales del año 2000, el diferencial entre el tipo de interés a corto plazo de Grecia y el de la zona del euro se había eliminado por completo.

En febrero del 2001, el diferencial entre los tipos de interés a largo plazo de Grecia (medido por el rendimiento de la deuda pública a diez años) y los tipos de interés similares de la zona del euro ascendía a 34 puntos básicos, es decir, 56 puntos básicos menos que en enero del 2000, mes en que los tipos de interés a largo plazo de Grecia se situaron en el 6,6%. El pequeño diferencial resultante con respecto a otros rendimientos de la deuda pública de la zona del euro demuestra el éxito de las políticas orientadas hacia la estabilidad aplicadas por Grecia.

El agregado monetario amplio M4N¹ de Grecia aumentó un 10,4% en el 2000, muy por encima del intervalo de referencia del 5%–7% establecido por el Banco de Grecia. Hay varias razones que explican el fuerte incremento de M4N en el 2000. En primer lugar, se introdujeron varios cambios institucionales con respecto al tratamiento de las cesiones temporales. En segundo lugar, M4N se vio afectado por las reestructuraciones de cartera hacia fondos del mercado monetario, consecuencia del descenso prolongado de las cotizaciones bursátiles. En tercer lugar, la expansión económica fue mayor de lo que se preveía cuando se calculó el intervalo de refe-

rencia. El crédito interno también aumentó rápidamente durante el 2000, a saber, en un 20,2%, frente al 12,2% registrado en 1999. Esto fue reflejo, principalmente, del rápido desarrollo del crédito al sector privado, atribuible a la supresión de las reservas obligatorias temporales sobre el crecimiento excesivo del crédito a finales de marzo del 2000, así como a la disminución de los tipos de interés, al crecimiento dinámico de la economía y a las diferencias de valoración de los préstamos en moneda extranjera.

Tras alcanzar su objetivo de adoptar la moneda única, el reto fundamental al que se enfrenta Grecia es garantizar una combinación adecuada de políticas económicas. Es probable que la economía prosiga en la senda de rápido crecimiento emprendida, habida cuenta del impulso expansivo derivado de la relajación de las condiciones monetarias requerida en el período anterior a la integración en la zona del euro. Para contrarrestar las presiones inflacionistas, el gobierno debe adoptar una política fiscal más restrictiva. Además, es necesario asegurar una continua moderación salarial e introducir sin demora nuevas reformas estructurales. A este respecto, es preciso introducir nuevos cambios legislativos a fin de hacer frente a las deficiencias observadas en el mercado de trabajo. Además, es importante acelerar las reformas del sistema de la seguridad social, mantener el dinamismo del programa de privatizaciones, aumentar la eficiencia de la administración pública y aliviar la carga reguladora sobre la economía.

¹ M4N era el agregado monetario oficial de Grecia anterior a la integración de este país en la zona del euro. Este concepto no coincide plenamente con el agregado monetario amplio M3 de la zona del euro.

2 Aspectos jurídicos de la integración del Banco de Grecia en el Eurosistema

El BCE y el Banco de Grecia establecieron varios instrumentos jurídicos a fin de garantizar la integración del Banco de Grecia en el Eurosistema el 1 de enero de 2001, fecha en la que Grecia adoptó el euro. Esta adaptación del marco jurídico del Eurosistema siguió a la decisión, adoptada por el Consejo de la UE el 19 de junio de 2000, de derogar la excepción a la que se acogía Grecia². Con anterioridad a la Decisión del Consejo de la UE mencionada y en virtud de lo dispuesto en el apartado 2 del artículo 122 del Tratado, el BCE examinó los Estatutos del Banco de Grecia y la legislación griega pertinente a la luz del artículo 109 del Tratado. Tomando como base los resultados de su examen, el BCE presentó una evaluación favorable de la compatibilidad de la legislación griega con el Tratado y con los Estatutos del SEBC en el *Informe de Convergencia 2000* sobre Grecia y Suecia. La introducción del euro en Grecia y la integración del Banco de Grecia en el Eurosistema pusieron en marcha las modificaciones jurídicas que a continuación se detallan. El Banco de Grecia modificó sus Estatutos suprimiendo las imperfecciones detectadas en 1998. El 24 de marzo de 2000, el Banco de Grecia realizó una consulta al BCE acerca de las modificaciones introducidas en sus Estatutos. El 17 de abril de 2000, el BCE adoptó un Dictamen en el que se proponían determinadas modificaciones del proyecto de los Estatutos del Banco de Grecia. Posteriormente, tras una consulta efectuada por el Banco de Grecia, el Consejo de Gobierno del BCE adoptó, el 27 de junio de 2000, un Dictamen del BCE en el que se mostraba a favor de las disposiciones de la ley por la que se ratificaban los Estatutos del Banco de Grecia. El 11 de agosto de 2000, el Banco de Grecia, de igual forma que lo hicieron los bancos centrales nacionales de los otros once Estados miembros de la zona del euro en el pasado, realizó una consulta acerca del proyecto de ley relativo a las nuevas medidas en relación con los Reglamentos (CE) n^{os} 1103/97, 974/98 y 2866/98 del Consejo sobre la introducción del euro³. El 1 de septiembre de 2000, el BCE adoptó un Dictamen en el que se reconocían

los esfuerzos y el éxito logrados por el Parlamento nacional en garantizar la compatibilidad de la legislación nacional con el Tratado y con los Estatutos del SEBC.

Una de las repercusiones de la Decisión del Consejo de la UE de 19 de junio de 2000 fue que tuvieron que modificarse los Reglamentos del Consejo sobre la introducción del euro, con la inclusión de Grecia en la lista de Estados miembros participantes y la fijación irrevocable del tipo de cambio de la dracma frente al euro⁴. El 7 de junio de 2000, el Consejo de la UE realizó una consulta al BCE acerca de las propuestas de tres Reglamentos del Consejo para la modificación de los Reglamentos vigentes que incluyen disposiciones relativas a la introducción del euro. El BCE emitió un Dictamen⁵ en el que se mostraba a favor de las propuestas, y el Consejo de la UE adoptó tres Reglamentos por los que se modificaban los anteriores a fin de garantizar que Grecia estuviera sujeta a las mismas disposiciones que los demás Estados miembros de la zona del euro en la fecha de adopción del euro⁶.

2 Decisión (CE) n^o 427/2000 del Consejo, de 19 de junio de 2000, de conformidad con el apartado 2 del artículo 122 del Tratado sobre la adopción por Grecia de la moneda única el 1 de enero de 2001, DO L 167 de 7.7.2000, pp. 19-21.

3 Que, posteriormente, se convirtió en la Ley 2842/2000, Gaceta del Gobierno 207/27.9.2000, con efecto a partir del 1 de enero de 2001.

4 Reglamento (CE) n^o 974/98 del Consejo, de 3 de mayo de 1998, sobre la introducción del euro, DO L 139 de 11.5.1998, pp. 1-5; Reglamento (CE) n^o 1103/97 del Consejo, de 17 de junio de 1997, sobre determinadas disposiciones relativas a la introducción del euro, DO L 162 de 19.6.1997, pp. 1-3, y Reglamento (CE) n^o 2866/98 del Consejo, de 31 de diciembre de 1998, sobre los tipos de conversión entre el euro y las monedas de los Estados miembros que adoptan el euro, DO L 359 de 31.12.1998, pp. 1-2.

5 Dictamen del BCE, de 16 de junio de 2000, a instancias del Consejo de la Unión Europea de conformidad con el apartado 5 del artículo 123 del Tratado constitutivo de las Comunidades Europeas (CON/00/12) DO C 177 de 27.6.2000, pp. 11-12.

6 Reglamento (CE) n^o 1478/2000 del Consejo, de 19 de junio de 2000, por el que se modifica el Reglamento (CE) n^o 2866/98 del Consejo sobre los tipos de conversión entre el euro y las monedas de los Estados miembros que adoptan el euro, DO L 167 de 7.7.2000, p. 1; Reglamento (CE) n^o 2595/2000 del Consejo, de 27 de noviembre de 2000, por el que se modifica el Reglamento (CE) n^o 1103/97 sobre determinadas disposiciones relativas a la introducción del euro, DO L 300 de 29.11.2000, p. 1; Reglamento (CE) n^o 2596/2000 del Consejo, de 27 de noviembre de 2000, por el que se modifica el Reglamento (CE) n^o 974/98 sobre la introducción del euro, DO L 300 de 29.11.2000, p. 2.

En lo que respecta a la preparación jurídica para la integración del Banco de Grecia y en virtud de lo previsto en el artículo 27.1 de los Estatutos del SEBC, el Consejo de Gobierno adoptó una Recomendación⁷ en la que se proponían unos auditores externos para revisar las cuentas anuales del Banco de Grecia a partir del ejercicio 2001⁸. Por último, el BCE examinó su propio marco jurídico e introdujo las modificaciones necesarias derivadas del hecho que el Banco de Grecia se convertiría en un banco central nacional plenamente integrado en el SEBC a partir del 1 de enero de 2001. El BCE también analizó la documentación jurídica de Grecia, en virtud de la cual se adoptaba el marco jurídico del Eurosistema en los ámbitos de la política monetaria y del sistema TARGET. Concretamente, se examinaron y modificaron las normas operativas de HERMES, el sistema de liquidación en tiempo

real de órdenes de pago en euros gestionado por el Banco de Grecia, que es un componente de TARGET. Se analizó y modificó la documentación jurídica del Banco de Grecia utilizada para las operaciones de política monetaria, a fin de adaptarla a las Orientaciones sobre los instrumentos y procedimientos de política monetaria del Eurosistema. Entró en vigor un nuevo Reglamento del BCE relativo a las disposiciones transitorias para la aplicación de las reservas mínimas por el Banco Central Europeo después de la adopción del euro por Grecia⁹, así como los instrumentos jurídicos para el desembolso del capital restante y la transferencia por el Banco de Grecia de reservas de divisas al BCE¹⁰. Por último, se dio por terminado el acuerdo sobre el MTC II con el Banco de Grecia.

3 Aspectos operativos de la integración del Banco de Grecia en el Eurosistema

Tras la decisión del Consejo de la UE de 19 de junio de 2000 de derogar la excepción a la que se acogía Grecia, el BCE realizó determinados preparativos técnicos con vistas a la plena integración del Banco de Grecia en el Eurosistema. De conformidad con las disposiciones del Tratado, el Banco de Grecia se ha integrado en el Eurosistema con exactamente los mismos derechos y obligaciones que los bancos centrales nacionales (BCN) de los países que habían adoptado el euro desde su creación.

Los preparativos se realizaron con la cooperación del Banco de Grecia y, cuando se estimó pertinente, a nivel multilateral con los once BCN del Eurosistema, y abarcaron una amplia gama de materias, en ámbitos tales como la contabilidad y la remisión de información financiera, las operaciones de política monetaria, la gestión de las reservas de divisas y las operaciones en divisas, los sistemas de pago, las estadísticas y la producción de billetes. En el ámbito operativo, los preparativos incluyeron la verificación pormenorizada de los instrumentos y los procedimientos para la

ejecución de la política monetaria y las operaciones en divisas del Eurosistema. Estos extensos preparativos contribuyeron de forma decisiva al éxito de la integración del Banco de Grecia en el Eurosistema el 1 de enero de 2001.

7 Recomendación del BCE, de 5 de octubre de 2000, sobre los auditores externos de los bancos centrales nacionales (BCE/2000/10), 2000/612/CE, DO L 259 de 13.10.2000, p. 65.

8 El Consejo adoptó la Decisión (CE) n° 737/2000 del Consejo, de 20 de noviembre de 2000, que modifica la Decisión 1999/70/CE relativa a los auditores externos de los bancos centrales nacionales, DO L 298 de 25.11.2000, p. 23.

9 Reglamento (CE) n° 2548/2000 del BCE, de 2 de noviembre de 2000, relativo a las disposiciones transitorias para la aplicación de las reservas mínimas por el Banco Central Europeo después de la introducción del euro en Grecia, DO L 291 de 18.11.2000, pp. 28-29.

10 Decisión del BCE, de 16 de noviembre de 2000, para consideración del desembolso de capital y la contribución por parte del Banco de Grecia a las reservas y provisiones del BCE, así como de la transferencia inicial de activos exteriores de reserva por el Banco de Grecia al BCE y asuntos relacionados (BCE/2000/14), DO L 336, 30.12.2000, pp. 110-117; y Acuerdo, de 16 de noviembre de 2000, entre el BCE y el Banco de Grecia, relativo al activo acreditado al Banco de Grecia por el BCE conforme al artículo 30.3 de los Estatutos del SEBC y otros asuntos conexos, DO L 336, 30.12.2000, pp. 122-123.

3.1 Operaciones de política monetaria

La introducción del euro en Grecia el 1 de enero de 2001 ha supuesto que las entidades de crédito situadas en Grecia estén sujetas desde esa fecha al sistema de reservas mínimas del Eurosistema. La lista de las 57 entidades de crédito de Grecia sujetas al sistema de reservas mínimas del Eurosistema se publicó por primera vez en la página del BCE en Internet el 31 de octubre de 2000.

El euro se introdujo en Grecia el 1 de enero de 2001, es decir, durante el período habitual de mantenimiento de reservas del Eurosistema, que comenzó el 24 de diciembre de 2000 y terminó el 23 de enero de 2001. Al tratarse de un período en curso, fue necesaria la adopción de disposiciones transitorias para la aplicación de las reservas mínimas en Grecia. De hecho, el primer período de mantenimiento para las entidades griegas que actúan como contrapartida no comenzó hasta el 1 de enero de 2001, aunque terminó en la fecha habitual del 23 de enero de 2001.

El 1 de enero de 2001, la integración de Grecia en la zona del euro aumentó las reservas mínimas agregadas de las entidades de crédito de la zona en 2,1 mm de euros. Los factores autónomos de liquidez en el balance del Banco de Grecia, incluidos los depósitos a plazo fijo mencionados a continuación, contribuyeron, en promedio, a una inyección global de liquidez de 1,5 mm de euros durante el período comprendido entre el 1 y el 23 de enero de 2001. Por lo tanto, el déficit medio neto de liquidez de la zona del euro imputable a Grecia durante este período ascendió a 0,6 mm de euros.

Por último, a fin de obtener un panorama completo de los efectos de la integración de Grecia en la liquidez, es preciso tener en cuenta que algunas operaciones de política monetaria realizadas por el Banco de Grecia en el año 2000 no vencían hasta el año 2001. Entre dichas operaciones se incluían algunos depósitos a plazo fijo con vencimiento de hasta dieciocho meses, de entidades de contrapartida, captados a fin de suavizar los efec-

tos de la inyección de liquidez derivada de la armonización de las reservas mínimas de los depósitos denominados en dracmas con las del Eurosistema, así como de la supresión del anterior sistema de reservas mínimas especiales al que estaban sujetas algunas categorías de depósitos denominados en moneda extranjera en Grecia, antes de la introducción del euro.

El BCE tuvo en cuenta el efecto de la integración de Grecia en la situación de liquidez de la zona del euro, ajustando en consecuencia los importes adjudicados en las operaciones principales de financiación a principios del año 2001.

La introducción del euro en Grecia también se reflejó en la incorporación de los activos de Grecia (tanto los activos situados en Grecia como los activos denominados inicialmente en dracmas griegas) a la lista de activos de garantía admitidos en las operaciones de crédito del Eurosistema. Estos activos se incluyeron en la lista de activos admitidos por el Eurosistema publicada en la página del BCE en Internet el 29 de diciembre de 2000 y fueron aceptados a partir del 1 de enero de 2001. Con la agregación de los activos de Grecia, el volumen total de activos de garantía admitidos en las operaciones del Eurosistema aumentó 89,6 mm de euros.

3.2 Aportaciones al capital, a las reservas y a los activos exteriores de reserva del BCE

Tras el establecimiento del BCE en junio de 1998, el Banco de Grecia, al igual que otros BCN de los países que no adoptaron el euro al comienzo de la tercera fase de la UEM, desembolsó un 5% de su participación en el capital del BCE, como contribución a los costes operativos de la Institución. De conformidad con el artículo 49 de los Estatutos del BCE, el 1 de enero de 2001, el Banco de Grecia desembolsó el 95% restante del capital del BCE suscrito. La participación total del Banco de Grecia es de 102.820.000 euros, equivalente al 2,0564% del capital total del BCE, que

asciende a 5 mm de euros. El Banco de Grecia también contribuyó a las reservas del BCE y a las provisiones equivalentes a las reservas, por importes que corresponden a su participación en la clave del capital del BCE.

A principios del 2001, el Banco de Grecia transfirió activos exteriores de reserva al BCE, según su participación en el capital del BCE, en proporción a los activos exteriores de reserva transferidos por otros BCN a principios de 1999. El Banco de Grecia fue acreditado por el BCE con un activo equiva-

lente a su contribución. La aportación de Grecia se hizo de conformidad con las reglas y los procedimientos utilizados para la transferencia inicial de activos exteriores de reserva por parte de los once BCN participantes en 1999. El 15% de la aportación total se transfirió en forma de oro y el 85% restante, en las monedas extranjeras en las que están invertidos los activos exteriores de reserva del BCE. Además, el Banco de Grecia fue designado como agente del BCE en el ámbito de sus operaciones en moneda extranjera.



**Les enfants de l'unité de pédiatrie de l'Institut
Gustave Roussy et le Rire Médecin, Francia**

Autores: Marine, Hugues, Tiphaine, Romain, Christine, Farid, Guillaume,
Founé, Christelle, Magalie, Adel y Si-Amed. Sin título

Capítulo IV

Evolución económica de otros países de la Unión Europea

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

Dinamarca

El crecimiento del PIB real en Dinamarca se situó en torno a un 2,5% en el año 2000, frente al 2,1% registrado en 1999 (véase cuadro 9). El incremento en el crecimiento del producto se debió, en gran medida, a una recuperación de la demanda interna, incluidas las existencias, que se había mostrado débil en 1999. Sin embargo, el consumo privado siguió siendo moderado en comparación con otros componentes de la demanda interna, como lo refleja, entre otros factores, un notable descenso de las ventas de automóviles. La contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB real se redujo significativamente en el 2000. Un factor excepcional en el año fue el fuerte temporal que azotó el país a finales de 1999 y que exigió importantes inversiones. Por otro lado, persistieron las tensiones en el mercado de trabajo, y la tasa de desempleo se estabilizó en torno al 4,9%. La oferta de trabajo, que no aumentó significativamente, sigue constituyendo un motivo de inquietud a medio plazo. En general, la economía danesa da la impresión de haber alcanzado tasas de crecimiento más sostenibles en el año 2000, con menos riesgos de recalentamiento y una composición más equilibrada de la demanda que en los años anteriores.

La evolución de los precios en el año 2000 estuvo determinada, principalmente, por el alza de los precios del petróleo y el aumento de los precios de las importaciones, junto con los efectos derivados de la subida de los impuestos sobre la energía y de los precios de los alimentos y los servicios públicos. Las presiones inflacionistas internas disminuyeron en un contexto de menor crecimiento de los salarios por hora, a pesar de que los márgenes de beneficio se redujeron debido al aumento de los precios del petróleo y de las importaciones. En general, la tasa de variación del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) se mantuvo relativamente estable en torno al 2,8% durante todo el año, lo que significa que se alcanzó una cierta convergencia con el nivel de inflación de la zona del euro. La tasa media de inflación interanual fue del 2,7% en el 2000, frente al 2,1% registrado en 1999. A pesar de una ligera moderación, los costes salariales siguieron aumentando con más rapidez que en la zona del euro. Si el crecimiento de los salarios no registrara una desaceleración, podría deteriorarse aún más la competitividad. En el recuadro 8 se presenta un análisis más detallado de los diferenciales de inflación entre la zona del euro y los países de la UE que no participan en dicha zona.

Las finanzas públicas de Dinamarca siguieron manteniendo una posición sólida en el año 2000. A pesar de que el superávit de las Administraciones Públicas fue ligeramente inferior al registrado el año anterior, la deuda pública continuó disminuyendo. En el año 2000, dicho superávit fue de un 2,5% del PIB, inferior al 3,1% observado en 1999. Tras los efectos restrictivos del denominado paquete de medidas fiscales *Whitsun*, en el año 2000 se aplicó una política fiscal algo menos restrictiva. De conformidad con el Programa de Convergencia actualizado de Dinamarca, presentado en diciembre del 2000, se prevé que el superávit se mantenga relativamente estable y que se imprima una orientación un poco más restrictiva a la política fiscal en los próximos años. La *ratio* de deuda pública disminuyó hasta situarse en el 47,3% del PIB en el 2000, reduciéndose 5,3 puntos porcentuales con respecto a 1999.

El 28 de septiembre, los ciudadanos daneses rechazaron por mayoría en un referéndum la adopción del euro. No obstante, Dinamarca sigue siendo miembro del MTC II, sin cambios en la estrategia de política monetaria del *Danmarks Nationalbank*. El gobierno y el banco central daneses emitieron un comunicado conjunto anunciando su intención de mantener la política de tipo de cambio fijo frente al euro dentro de la banda estrecha de fluctuación del MTC II. El gobierno manifestó asimismo su intención de estar preparado para aplicar una política fiscal más restrictiva si fuese necesario. Dada la política de tipo de cambio fijo vigente, la evolución de los principales tipos de interés oficiales y del mercado a corto plazo debería contemplarse, básicamente, en el contexto de las decisiones sobre

los tipos de interés del Consejo de Gobierno del BCE y de la evolución del tipo de cambio de la corona danesa frente al euro. La corona se mantuvo estable en el 2000 en torno a un nivel ligeramente superior a su paridad central en el MTC II de 7,46038 coronas por euro. Solamente en los períodos inmediatamente anterior y posterior a la celebración del referéndum sobre la adopción del euro se generó cierta inestabilidad en el tipo de cambio de la corona danesa frente al euro, que fue contrarrestada mediante intervenciones en los mercados de divisas y modificaciones de los principales tipos de interés. Desde comienzos del 2000 hasta la fecha del referéndum, el *Danmarks Nationalbank* elevó el tipo de interés de sus préstamos en un total de 1,8 puntos porcentuales, hasta situarlo en

Cuadro 9

Indicadores macroeconómicos de Dinamarca

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2000 I	2000 II	2000 III	2000 IV
PIB real	5,5	2,8	2,5	3,0	2,8	2,1	2,5	2,6	3,4	2,7	.
<i>Contribución al crecimiento del PIB real: ¹⁾</i>											
Demanda interna real, incluida la variación de existencias	6,5	3,9	2,1	4,6	4,4	-0,6	.	2,4	3,2	2,3	.
Demanda exterior neta	-1,0	-1,2	0,4	-1,7	-1,7	2,8	.	0,2	0,2	0,4	.
IAPC	1,8	2,0	2,1	1,9	1,3	2,1	2,7	2,8	2,9	2,6	2,6
Remuneración por asalariado	3,5	3,5	3,3	3,5	3,8	4,2	.	3,4	4,3	4,1	.
Costes laborales unitarios, para el total de la economía	-2,2	1,4	2,1	1,9	2,3	3,0	.	1,9	2,6	1,6	.
Deflactor de las importaciones (bienes y servicios)	0,7	1,2	-0,1	2,2	-1,1	0,6	.	7,7	9,0	10,7	.
Cuenta corriente más nueva cuenta de capital (en % del PIB)	.	.	.	0,1	-0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,5	0,0
Empleo total	1,4	0,5	0,6	1,2	1,3	1,1	0,9	1,0	1,5	0,0	.
Tasa de desempleo (en % de la población activa)	8,2	7,3	6,8	5,6	5,2	5,2	4,7	4,8	4,6	4,7	4,8
Saldo presupuestario (en % del PIB) ^{2) 3)}	-2,6	-2,3	-1,0	0,4	1,1	3,1	2,5	.	.	.	.
Deuda bruta consolidada (en % del PIB) ²⁾	76,5	72,1	65,1	61,4	55,8	52,6	47,3	.	.	.	.
Tipo de interés a tres meses (en %) ⁴⁾	6,2	6,1	3,9	3,7	4,1	3,3	4,9	3,8	4,6	5,7	5,4
Rendimiento de la deuda pública a diez años (en %) ⁴⁾	7,8	8,3	7,2	6,3	4,9	4,9	5,6	5,8	5,7	5,7	5,4
Tipo de cambio frente al ECU o al euro ^{4) 5)}	7,54	7,33	7,36	7,48	7,50	7,44	7,45	7,45	7,46	7,46	7,45

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

Nota: Cuentas nacionales de conformidad con el SEC 95. Las cifras del IAPC anteriores a 1995 son estimaciones basadas en las definiciones nacionales y no son directamente comparables con las del IAPC a partir de 1995.

1) Puntos porcentuales.

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

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

4) Medias de los períodos.

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

el 5,1%, en línea con aumentos similares de los tipos de interés efectuados por el Euro-sistema. Sin embargo, tras la celebración del referéndum, se incrementó el tipo de interés de los préstamos 0,5 puntos porcentuales, a fin de evitar incertidumbres sobre la corona. La moneda danesa se mantuvo, en general, estable después del referéndum y el tipo de los préstamos se volvió a reducir en un total de 0,2 puntos porcentuales, en consonancia con el progresivo fortalecimiento de la corona. En el año 2000, los tipos de interés a corto plazo, medidos por el tipo de interés a tres meses del mercado monetario, aumentaron 1,6 puntos porcentuales y el diferencial frente a otros tipos comparables de la zona del euro se mantuvo, en general, estable en torno a 40 puntos básicos, con la excepción de los períodos anterior y posterior al referéndum, en los que alcanzaron niveles más altos. A finales de febrero del 2001, los tipos de interés a corto plazo se situaron en el 5,2%, lo que representa un diferencial de 40 puntos básicos frente a los tipos vigentes en la zona del euro.

Los tipos de interés a largo plazo, medidos por el rendimiento de la deuda pública a diez años, siguieron la tendencia de los mercados internacionales de capitales, manteniéndose el diferencial positivo frente a otros tipos de interés comparables de la zona del euro en valores relativamente constantes entre 20 y 30 puntos básicos. A lo largo del año, los tipos de interés a largo plazo permanecieron relativamente estables en torno al 5,7%, reduciéndose al 5,2% a final del año. En febrero del 2001, el diferencial frente a los tipos medios de la zona del euro era de unos 10 puntos básicos, prácticamente como a comienzos del 2000.

Suecia

En Suecia, el PIB real siguió registrando altas tasas de crecimiento en el año 2000. El crecimiento del producto fue de un 3,6%, en comparación con el 4,1% observado en 1999 (véase cuadro 10). Como en los dos años anteriores, la demanda interna, incluidas las existencias, fue el principal motor de dicho

crecimiento. El aumento del empleo y de los salarios reales, la relajación de la orientación de la política fiscal y el incremento de la riqueza de los hogares siguieron sosteniendo la demanda interna. El consumo privado, en particular, creció fuertemente (4,1%), mientras que las exportaciones y las importaciones de bienes y servicios siguieron la tendencia del comercio mundial y aumentaron en torno a un 10%. La contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB siguió siendo positiva (0,9 puntos porcentuales), si bien bajó con respecto a los 1,1 puntos porcentuales registrados en 1999. La tasa de desempleo se redujo nuevamente, hasta situarse, en diciembre, en el 5,1% de la población activa, frente a la media del 7,2% observada en 1999. El empleo creció alrededor de un 2,2% en el año 2000 y, como venía ocurriendo con anterioridad, los nuevos puestos de trabajo se crearon principalmente en el sector de servicios privados. Al mismo tiempo, aumentaron las cifras de población activa al reducirse el número de programas de formación y, por tanto, ser menor el número de personas en actividades educativas. Las vacantes también se elevaron rápidamente y las dificultades para cubrir las fueron crecientes. A pesar de algunas señales de insuficiencia de mano de obra en los sectores de la construcción y los servicios y de técnicos cualificados en el sector manufacturero, la situación de escasez no fue generalizada.

Las tasas de inflación interanuales, medidas por el IAPC y por el IPC, excluidos los gastos en concepto de intereses y los efectos directos de la modificación de los impuestos indirectos y las subvenciones (UNDIX)¹, se mantuvieron relativamente bajas y estables en el 2000, a pesar del alza de los precios del petróleo y de las importaciones y del rápido crecimiento del producto. La tasa media de inflación interanual, medida por el IAPC, fue del 1,3%, lo que representa un aumento con respecto al 0,6% observado en 1999. Así pues, Suecia siguió contándose entre los países de

¹ En Suecia, el IPC general es la variable objetivo. Sin embargo, dado que se tienen en cuenta factores transitorios, en la práctica, las decisiones de política monetaria se basan en una evaluación del UNDIX.

Cuadro 10

Indicadores macroeconómicos de Suecia

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2000 I	2000 II	2000 III	2000 IV
PIB real	4,1	3,7	1,1	2,1	3,6	4,1	3,6	4,2	4,1	3,7	2,3
<i>Contribución al crecimiento del PIB real: ¹⁾</i>											
Demanda interna real, incluida la variación de existencias	3,0	1,8	0,7	0,7	3,9	3,0	2,7	3,4	3,4	3,6	0,5
Demanda exterior neta	1,2	1,9	0,4	1,4	-0,3	1,1	0,9	0,8	0,7	0,1	1,8
IAPC	2,9	2,7	0,8	1,8	1,0	0,6	1,3	1,2	1,2	1,3	1,5
Remuneración por asalariado	4,8	2,8	6,8	3,8	3,3	1,3	7,0	8,3	6,4	7,1	6,3
Costes laborales unitarios, para el total de la economía	-0,1	0,5	5,1	0,7	0,9	-0,4	5,5	5,7	4,5	5,3	6,7
Deflactor de las importaciones (bienes y servicios)	4,0	5,9	-4,2	0,7	-0,5	1,4	5,9	5,6	5,1	6,2	6,7
Cuenta corriente más nueva cuenta de capital (en % del PIB)	.	.	.	.	0,6	0,5	0,5	0,7	0,3	0,5	0,7
Empleo total	-0,9	1,6	-0,6	-1,1	1,5	2,2	2,2	1,5	2,1	2,1	3,1
Tasa de desempleo (en % de la población activa)	9,4	8,8	9,6	9,9	8,3	7,2	5,9	6,5	6,0	5,7	5,4
Saldo presupuestario (en % del PIB) ^{2) 3)}	-10,9	-6,8	-3,4	-1,5	1,9	1,8	4,0	.	.	.	.
Deuda bruta consolidada (en % del PIB) ²⁾	79,0	77,6	76,0	73,0	71,8	65,2	55,6	.	.	.	.
Tipo de interés a tres meses (en %) ⁴⁾	7,7	8,8	6,0	4,4	4,4	3,3	4,1	4,0	4,1	4,1	4,1
Rendimiento de la deuda pública a diez años (en %) ⁴⁾	9,7	10,2	8,0	6,6	5,0	5,0	5,4	5,8	5,3	5,3	5,1
Tipo de cambio frente al ECU o al euro ^{4) 5)}	9,16	9,33	8,51	8,65	8,90	8,82	8,45	8,50	8,27	8,40	8,61

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

Nota: Cuentas nacionales de conformidad con el SEC 95. Las cifras del IAPC anteriores a 1995 son estimaciones basadas en las definiciones nacionales y no son directamente comparables con las del IAPC a partir de 1995.

1) Puntos porcentuales.

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

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

4) Medias de los períodos.

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

la UE que registraron las tasas de inflación más bajas durante todo el año. Las razones de la relativamente moderada evolución de los precios hay que buscarlas en la liberalización de las empresas de servicios públicos, la escasa subida de los alquileres, la reducción de los beneficios empresariales y, posiblemente, un nivel de utilización de los recursos más bajo de lo previsto en un principio. El margen de los beneficios ha ido disminuyendo durante varios años, hasta situarse de nuevo en el promedio registrado a largo plazo, lo que indica que podría resultar más difícil de acomodar el incremento de los costes laborales unitarios a costa de los beneficios empresariales. Así pues, la evolución de los salarios sigue siendo un motivo de preocupación por lo que respecta al mantenimiento de

la competitividad, el crecimiento del empleo y la estabilidad de los precios.

El superávit presupuestario de las Administraciones Públicas de Suecia aumentó hasta el 4% del PIB en el año 2000, en comparación con el 1,8% observado en 1999. La *ratio* de deuda pública también experimentó una significativa mejora, pasando del 65,2% del PIB en 1999 al 55,6% en el 2000. El Programa de Convergencia actualizado de Suecia, presentado en noviembre del 2000, fija el superávit presupuestario estimado para los años 2001 y 2002 en el 3,5% y el 3,3% del PIB, respectivamente. Conforme a lo proyectado, la *ratio* de deuda se reducirá hasta el 53,2% del PIB en el 2001 y hasta el 48,9% del PIB en el 2002.

El *Sveriges Riksbank* opera con un régimen de tipos de cambios flexibles y ha aplicado una política monetaria con objetivos explícitos de inflación desde 1993. La política monetaria tiene por objeto mantener la tasa de inflación, medida por el IPC, en el 2%, con un margen de tolerancia de ± 1 punto porcentual. En el año 2000, el tipo de interés de las operaciones dobles se elevó en dos ocasiones, el 4 de febrero, 0,50 puntos porcentuales, y el 7 de diciembre, 0,25 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 4%. La decisión de diciembre tuvo su origen en la opinión de que había aumentado el riesgo de que la inflación superara el objetivo del 2% en el plazo de dos años. Los tipos de interés a corto plazo se mantuvieron bastante estables en el 2000 y en los dos primeros meses del 2001, en torno a un 4%, situándose en un nivel de casi 70 puntos básicos por debajo de los tipos de interés a corto plazo comparables de la zona del euro. La corona sueca, tras apreciarse frente al euro en los primeros meses del año, se depreció en la segunda parte del año, debido, en parte, a la existencia de un diferencial negativo de tipos de interés a corto plazo, pero también a la inestabilidad de los mercados bursátiles y a los ajustes de cartera asociados a la reforma del sistema de pensiones, que permite a los particulares invertir sus aportaciones en diversos fondos de pensiones nacionales e internacionales.

Los tipos de interés a largo plazo disminuyeron en torno a 1 punto porcentual durante el año 2000 y se mantuvieron en el 4,9% a finales de febrero del 2001. El diferencial a diez años frente a los tipos de interés de la zona del euro se tornó negativo. Los 20 puntos básicos por encima de los tipos de dicha zona al principio del año pasaron a ser 20 puntos básicos por debajo de estos a final de año. El 28 de febrero de 2001, el diferencial registrado fue de 10 puntos básicos, con signo negativo.

Reino Unido

En el Reino Unido, el PIB real creció un 3% en el 2000, frente al 2,3% de 1999. El crecimiento del producto registró un máximo

en el segundo trimestre del 2000 y, partir de ahí, inició una desaceleración (véase cuadro 11). El consumo de los hogares siguió siendo el principal factor de contribución al crecimiento del producto, aunque la demanda exterior también fue muy intensa, especialmente en el primer semestre del año.

El consumo en términos reales de los hogares creció un 3,7% en el 2000, cifra inferior al 4,5% observado en 1999. El aumento de los ingresos en términos reales, el descenso del desempleo y los elevados precios de la vivienda contribuyeron al fortalecimiento de la demanda interna. Tras haber alcanzado su máximo en el tercer trimestre, se manifestaron algunos indicios de desaceleración del crecimiento del consumo en el último trimestre del 2000, como resultado de una evolución de los mercados bursátiles mucho menos favorable. La formación bruta de capital fijo creció un 2,3% en el año 2000, lo que representó un descenso con respecto al 5,4% observado en 1999, y el crecimiento de la inversión empresarial fue moderado en la primera mitad del año, antes de recuperarse con fuerza en el último trimestre. Las exportaciones en términos reales registraron un rápido aumento, pero ese ritmo se desaceleró en el segundo semestre del año, en consonancia con la trayectoria de la demanda mundial. El crecimiento de las importaciones siguió siendo intenso durante la mayor parte del año, debido tanto al auge de la demanda interna como a la fortaleza de la libra esterlina frente al euro.

El empleo creció con rapidez en el primer semestre del año y se estabilizó en el segundo. La tasa de desempleo se estabilizó ligeramente por debajo del 5,5% en el segundo semestre del 2000, tras haberse situado en torno al 6% a finales del año anterior. Tras alcanzar un máximo en febrero del 2000, debido principalmente al efecto de las primas salariales, el crecimiento de los salarios se redujo en los meses que transcurrieron hasta julio, situándose en una tasa interanual del 3,9%, y en la segunda mitad del año volvió a acelerarse hasta alcanzar una tasa del

Cuadro 11

Indicadores macroeconómicos del Reino Unido

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2000 I	2000 II	2000 III	2000 IV
PIB real	4,4	2,8	2,6	3,5	2,6	2,3	3,0	3,1	3,5	3,0	2,5
<i>Contribución al crecimiento del PIB real: ¹⁾</i>											
Demanda interna real, incluida la variación de existencias	3,5	1,8	3,0	3,8	4,7	3,8	3,9	3,2	4,8	4,5	2,9
Demanda exterior neta	0,9	1,0	-0,5	-0,3	-2,0	-1,5	-0,9	0,0	-1,4	-1,5	-0,5
IAPC	2,0	2,7	2,5	1,8	1,6	1,3	0,8	0,8	0,6	0,8	0,9
Remuneración por asalariado	3,1	3,1	3,4	4,4	5,0	4,6	3,6	4,7	3,3	3,2	3,4
Costes laborales unitarios, para el total de la economía	-0,3	1,0	1,9	2,8	3,4	3,5	1,6	2,6	1,0	1,3	1,7
Deflactor de las importaciones (bienes y servicios)	3,1	6,1	0,3	-6,7	-6,3	-2,5	1,0	-0,3	0,5	1,0	2,9
Cuenta corriente más nueva cuenta de capital (en % del PIB)	-0,5	-0,9	0,1	2,7	0,1	-3,4	.	-5,2	-4,3	-5,8	.
Empleo total	0,9	0,7	1,1	2,0	1,1	1,3	1,0	1,0	1,2	1,1	0,8
Tasa de desempleo (en % de la población activa)	9,6	8,7	8,2	7,0	6,3	6,1	5,5	5,9	5,6	5,4	5,3
Saldo presupuestario (en % del PIB) ^{2) 3)}	-6,8	-5,8	-4,4	-2,0	0,4	1,3	1,3	.	.	.	.
Deuda bruta consolidada (en % del PIB) ²⁾	50,6	52,5	52,7	51,1	48,0	45,7	41,0	.	.	.	.
Tipo de interés a tres meses (en %) ⁴⁾	5,5	6,7	6,0	6,8	7,3	5,4	6,1	6,1	6,2	6,1	6,0
Rendimiento de la deuda pública a diez años (en %) ⁴⁾	8,2	8,3	7,9	7,1	5,6	5,0	5,3	5,6	5,3	5,3	5,1
Tipo de cambio frente al ECU o al euro ^{4) 5)}	0,78	0,83	0,81	0,69	0,68	0,66	0,61	0,61	0,61	0,61	0,60

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

Nota: Cuentas nacionales de conformidad con el SEC 95. Las cifras del IAPC anteriores a 1995 son estimaciones basadas en las definiciones nacionales y no son directamente comparables con las del IAPC a partir de 1995.

1) Puntos porcentuales.

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

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

4) Medias de los períodos.

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

4,4% a finales del 2000². Los costes laborales unitarios disminuyeron como consecuencia tanto del crecimiento más lento de la remuneración por asalariado, como del repunte que experimentó la productividad a lo largo del 2000, tras haber registrado un mínimo del 1% en 1999.

Pese al sólido crecimiento del producto y a algunos indicios de limitación de la capacidad productiva, la tasa de inflación, medida por el RPIX (índice de precios al por menor, excluida la vivienda), se mantuvo muy por debajo del objetivo del 2,5% durante todo el año. Medida por el IAPC, la tasa de inflación se redujo del 1,3% observado en 1999 al 0,8% en el 2000. El lento crecimiento de los precios de las importaciones como resultado de la

apreciación de la libra esterlina frente al euro puede haber contribuido de forma significativa al mantenimiento de las bajas tasas de inflación (véase recuadro 8). La fuerte competencia de los precios de las importaciones y la reducción de los márgenes de exportación afectaron a los márgenes de beneficio, sobre todo en el sector manufacturero. Se estima que el rendimiento neto de las empresas manufactureras en el tercer trimestre podría haberse situado en el nivel más bajo registrado desde 1993.

2 El crecimiento de los salarios se obtiene a partir de los datos provenientes de fuentes nacionales que no se incluyen en el cuadro 11.

Recuadro 8

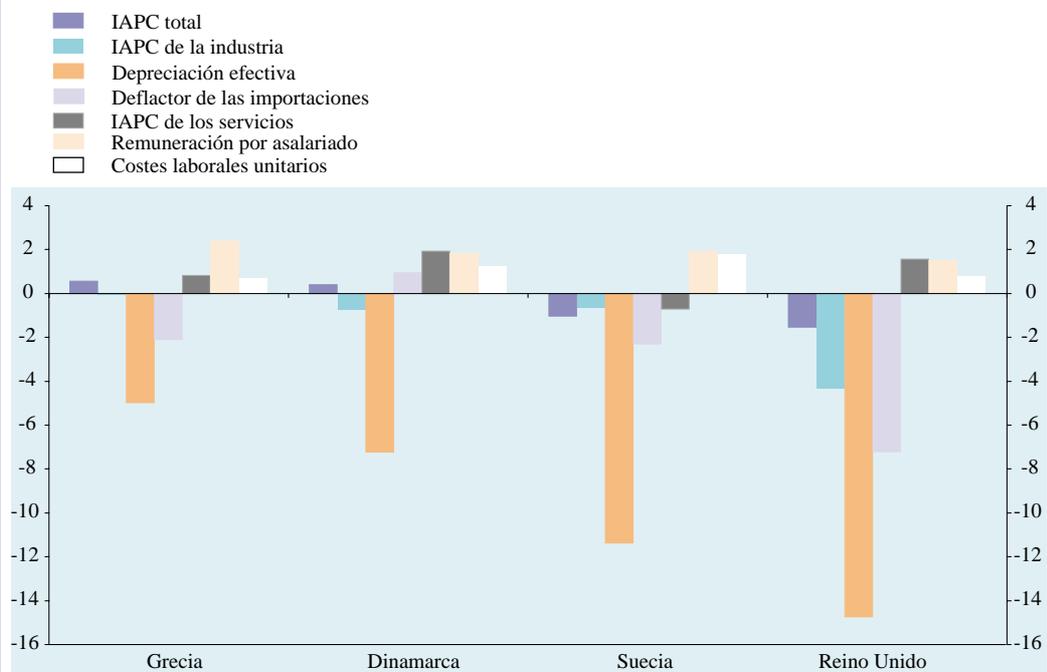
Diferenciales de inflación entre los países de la UE no participantes en la zona del euro y dicha zona

Los diferenciales de la tasa de inflación, medida por el IAPC, entre la media de la zona del euro y la de los cuatro Estados miembros de la UE no participantes en dicha zona se situaron entre -1,6 y +0,5 puntos porcentuales en el año 2000. Los dos países pertenecientes al MTC II – Dinamarca y Grecia – registraron tasas de inflación ligeramente superiores a la media de la zona del euro, pero los diferenciales siguieron siendo relativamente reducidos, en relación con los observados durante los años noventa y con los diferenciales de inflación registrados dentro de la zona del euro. En el año 2000, las tasas de inflación se mantuvieron en niveles bajos en Suecia y en el Reino Unido, pese al fuerte crecimiento del producto en los últimos años; en ambos países la tasa de inflación, medida por el IAPC, se situó por debajo del nivel de inflación registrado por el Estado miembro de la zona del euro con una tasa de inflación menor.

Al examinar los componentes de la inflación, medida por el IAPC, se observa que la evolución de la inflación en la industria y los servicios de los cuatro países fue muy diferente a la experimentada por la zona del euro. En los cuatro países no participantes en la zona del euro, la tasa de inflación, medida por el IAPC, de los productos industriales (excluidos la energía y los alimentos) fue menor que en la zona del euro. En el caso del Reino Unido, la tasa de inflación en la industria, medida según el IAPC, se situó más de cuatro puntos porcentuales por debajo del de la zona del euro. Sin embargo, la tasa de inflación de los servicios, medida por el IAPC, se mantuvo más alta en los países de la UE no participantes, salvo en el caso de Suecia. En lo que respecta a los servicios, la tasa de inflación más elevada correspondió a Dinamarca, donde se situó casi dos puntos porcentuales por encima de la de la zona del euro.

Indicadores de inflación en relación con la zona del euro

(Diferencial entre las tasas de crecimiento interanuales de los países no participantes y las tasas de crecimiento de la zona del euro)



Fuente: Eurostat y cálculos y estimaciones del BCE.

Nota: La "depreciación efectiva" se define como la inversa de las variaciones del tipo de cambio efectivo. Todas las variables se refieren a medias anuales. Para Dinamarca, el deflactor de las importaciones, la remuneración por asalariado y los costes laborales unitarios se refieren a la media de los primeros tres trimestres del 2000 y se basan en las estimaciones del BCE sobre el crecimiento anual de la zona del euro. Para Suecia, la remuneración por asalariado se define como los sueldos y salarios por empleado, y los costes laborales unitarios son iguales a los costes unitarios de los sueldos y salarios.

Este comportamiento común de una tasa de inflación, medida por el IAPC, relativamente baja en la industria y más alta en el caso de los servicios, en comparación con la zona del euro, parece guardar relación, por lo menos en parte, con las variaciones del tipo de cambio y la evolución de los costes laborales en el 2000 (véase gráfico siguiente). Es probable que también hayan contribuido a dicha evolución otra serie de factores específicos de cada país, que no figuran en el gráfico, como la subida de los precios de los servicios públicos en Dinamarca o los cambios en la imposición indirecta en Grecia.

La media anual de los tipos de cambio efectivos nominales de los países de la UE no participantes no se depreció de forma tan marcada como el de la zona del euro; en el caso del Reino Unido, la media anual de tipo de cambio efectivo nominal se apreció en el año 2000. En lo que respecta a los dos países pertenecientes al MTC II, esta depreciación menos acusada obedeció a la diferente evolución del comercio exterior, en comparación con la zona del euro. En el caso de Suecia y el Reino Unido, se observó un efecto adicional derivado de la apreciación de los tipos de cambio bilaterales de la corona sueca y de la libra esterlina frente al euro. La mayor fortaleza de las monedas se tradujo, en general, en unos precios de las importaciones más bajos, lo que afectó tanto a los costes de los insumos como a la competencia en los mercados de bienes comerciables. En el año 2000 en el caso del Reino Unido, el deflactor de las importaciones aumentó 7,2 puntos porcentuales menos que el correspondiente a la zona del euro, por lo que la fortaleza relativa de la libra esterlina contribuyó significativamente al mejor comportamiento de la inflación de los bienes industriales.

Por el contrario, el aumento de la remuneración por asalariado y de los costes laborales unitarios fue mayor en los cuatro países que en la zona del euro. Es probable que ello haya contribuido a que la tasa de inflación, medida por el IAPC, de los servicios haya sido relativamente alta en estos países. Suecia constituyó una excepción, ya que registró una tasa de inflación de los servicios baja, de sólo el 1%, junto con un aumento de la remuneración por asalariado y de los costes laborales unitarios superior a la media de la zona del euro, posiblemente debido a los efectos moderadores sobre los precios de la liberalización de los servicios públicos llevada a cabo.

En resumen, parece que en el año 2000, en relación con la zona del euro, los cuatro países de la UE no participantes registraron menos presiones inflacionistas generadas en el exterior y más presiones inflacionistas internas. Sin duda, en el Reino Unido, la apreciación de la libra esterlina y el correspondiente descenso de los precios de consumo de los bienes industriales fueron fundamentales en el mantenimiento de la tasa de inflación, medida por el IAPC, en el nivel más reducido de todos los Estados miembros de la UE. En Suecia, el bajo nivel de la inflación de los precios de los servicios, relacionado con el proceso de liberalización del sector de los servicios públicos, contribuyó significativamente a la estabilidad de precios. Las tasas de inflación de Dinamarca y Grecia se situaron por encima de las de la zona del euro en el sector servicios, debido probablemente a los mayores incrementos de los costes laborales unitarios y de los costes salariales.

El superávit presupuestario de las Administraciones Públicas en porcentaje del PIB podría haberse mantenido, según estimaciones, en un 1,3% en el año 2000, aproximadamente el mismo nivel que en 1999 (excluidos los ingresos procedentes de las ventas de licencias UMTS). El Programa de Convergencia actualizado del Reino Unido, presentado en diciembre del 2000, prevé un presupuesto equilibrado para el año 2002, en consonancia con los objetivos fiscales a largo plazo de las autoridades. Según el Programa, se prevé un aumento del gasto público, especialmente en partidas prioritarias para el gobierno, tales

como la sanidad, la educación y el transporte. Las previsiones indican, asimismo, un notable incremento del gasto de capital como consecuencia del compromiso adquirido por las autoridades de duplicar sus inversiones netas en porcentaje del PIB. Según estimaciones, la *ratio* de deuda pública disminuyó de un 45,7% del PIB en 1999 a un 41% en el 2000, y se prevé que, para el año 2002, se haya reducido al 36,5%.

El *Bank of England* ejecuta la política monetaria en el marco de un régimen de tipos de cambio flexibles con un objetivo de inflación

explícito, fijado en el 2,5% por el gobierno del Reino Unido. En el año 2000, el tipo de interés de las operaciones dobles se elevó en enero y en febrero, 0,25 puntos porcentuales en cada ocasión, debido a la inquietud respecto a futuras presiones inflacionistas, y se mantuvo en el 6% el resto del año. En febrero del 2001, el *Bank of England* redujo el tipo de interés de las operaciones dobles 0,25 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 5,75%. Los tipos de interés a corto plazo permanecieron en torno al 6% durante todo el año 2000, antes de descender a, aproximadamente, el 5,5% a finales de febrero del 2001. En esta fecha, el diferencial con respecto a los tipos de interés a corto plazo de la zona del euro se situó en 0,8 puntos porcentuales. Los tipos de interés

a largo plazo disminuyeron, pasando del 5,8%, registrado a principios del año 2000, al 4,8%, a finales de febrero del 2001, prácticamente el mismo nivel que los tipos correspondientes de la zona del euro.

La libra esterlina, tras haberse apreciado frente al euro a finales de 1999 y durante los primeros meses del 2000, se depreció frente al euro en los meses de mayo y junio, pasando de su nivel más elevado de 0,57 libras a 0,63 libras por euro. Desde finales de junio hasta finales de año, la libra esterlina se recuperó con fuerza, antes de volver a perder terreno frente al euro. A finales de febrero del 2001, un euro se cotizaba a 0,64 libras esterlinas.



Our Lady's Hospital for Sick Children, Irlanda

Autor: Eamonn Coleman. Sin título

Capítulo V

Asuntos europeos, internacionales y bilaterales

I Asuntos europeos

En el año 2000, el BCE continuó manteniendo y desarrollando sus relaciones con las instituciones y los órganos de la Comunidad Europea. En particular, a través de su participación en las reuniones del Consejo ECOFIN, el Eurogrupo, el Comité Económico y Financiero y el Comité de Política Económica, el BCE prosiguió su diálogo constructivo con los representantes de los Estados miembros y de la Comisión Europea, tanto a nivel político como a nivel técnico.¹

A nivel político, los contactos del BCE con la UE y, en especial, con los ministros de Hacienda de la zona del euro tuvieron lugar, principalmente, a través de su participación en las reuniones del Consejo ECOFIN y del Eurogrupo. De conformidad con el apartado 2 del artículo 113 del Tratado, se invita al BCE a asistir a las reuniones del Consejo ECOFIN “en las que se delibere sobre cuestiones relativas a los objetivos y funciones del SEBC”. En el año 2000, se analizaron, entre otros asuntos, la promulgación de la legislación necesaria para que Grecia adoptara el euro, el plan de acción conjunto BCE-Eurostat sobre requerimientos estadísticos en la UEM y las deliberaciones, en el seno del Consejo ECOFIN, de las estrategias relativas a los tipos de cambio de los países candidatos a la adhesión a la UE. Si bien la participación del BCE en las reuniones del Consejo ECOFIN dependió de los temas en discusión, el BCE tomó parte en todas las reuniones del Eurogrupo, con el fin de analizar periódicamente con los ministros de Hacienda de la zona del euro y con la Comisión Europea asuntos relacionados específicamente con la moneda única.

A nivel técnico, el BCE ha seguido contribuyendo al análisis y al asesoramiento que el Comité Económico y Financiero y el Comité de Política Económica brindan al Consejo ECOFIN y al Eurogrupo. Si bien la participación del BCE en las reuniones del Comité Económico y Financiero emana directamente del artículo 114 del Tratado, su participación en las reuniones del Comité de Política Económica se basaba, hasta septiembre del año

2000, en una invitación de su presidente. Sin embargo, tras la adopción de los nuevos estatutos del Comité de Política Económica por el Consejo ECOFIN el 29 de septiembre de 2000, el BCE puede participar en sus reuniones en igualdad de condiciones que los Estados miembros y la Comisión Europea.

Como participante en las reuniones del Comité Económico y Financiero y del Comité de Política Económica, el BCE tomó parte en las actividades que se llevan a cabo regularmente en el contexto de los distintos procedimientos de política económica y de los ejercicios de supervisión multilateral de la Comunidad. Concretamente, el BCE intervino en la preparación de las Orientaciones generales de política económica y en la evaluación de los Programas de estabilidad y convergencia de los Estados miembros. Además, el BCE aportó sus puntos de vista en las deliberaciones sobre diversas cuestiones, como las repercusiones del envejecimiento de la población en las finanzas públicas, la contribución de las finanzas públicas al crecimiento y al empleo, así como la elaboración de indicadores de comportamiento estructural, tareas que le fueron encomendadas por el Consejo Europeo Extraordinario de Lisboa sobre el empleo, la reforma económica y la cohesión social (véase más adelante).²

El BCE también ha seguido participando en el Diálogo macroeconómico, reuniones de periodicidad semestral que mantienen los representantes de los Estados miembros, la Comisión Europea, el BCE y los bancos centrales no pertenecientes a la zona del euro, así como organizaciones empresariales y sindicatos europeos. En el año 2000, el Diálogo macroeconómico continuó desarrollándose como un foro en el que representantes de los principales interlocutores – los responsables de la política económica o quienes influyen en

¹ Las relaciones del BCE con el Parlamento Europeo se analizan por separado en el Capítulo XI del presente In-forme Anual.

² La participación del BCE en comités y grupos de trabajo más especializados se examina en los capítulos correspondientes del presente Informe Anual.

ella a nivel macroeconómico – pueden intercambiar opiniones tanto sobre las perspectivas económicas como sobre los desafíos que se plantearán en el futuro para la política económica.

Entre la amplia gama de cuestiones examinadas por las instituciones y los órganos europeos en el año 2000, cabe destacar las siguientes, por su particular importancia económica e institucional.

1.1 Papel del Eurogrupo

El Eurogrupo (denominado anteriormente Grupo Euro-11) fue establecido por el Consejo Europeo de Luxemburgo, celebrado en diciembre de 1997. Constituye un órgano de carácter informal en el que los ministros de Hacienda de los Estados miembros de la zona del euro pueden reunirse para debatir “cuestiones relacionadas con las responsabilidades específicas que comparten con respecto a la moneda única”. El Consejo Europeo también previó que la Comisión Europea y, “cuando proceda”, el BCE fueran invitados a tomar parte en estas reuniones. En la práctica, desde el comienzo de la tercera fase de la UEM, no sólo la Comisión Europea, sino también el BCE, han sido invitados y han participado en todas las reuniones del Eurogrupo. De esta forma, estas reuniones han tendido a desempeñar dos funciones. En primer lugar, y como función más importante, el Eurogrupo es un foro en el que los ministros de Hacienda de la zona del euro pueden reunirse para debatir y, cuando se considera necesario, coordinar sus políticas económicas. En segundo lugar, el Eurogrupo, dado su carácter informal, constituye un marco particularmente adecuado para que los ministros, la Comisión Europea y el BCE mantengan un diálogo permanente, en el que intercambiar regularmente su evaluación respecto a la situación económica de la zona del euro y a los desafíos para la política económica que se plantearán en el futuro. Para dar más visibilidad al Eurogrupo entre el público en general, en el año 2000 los ministros de Hacienda de la zona del euro convinieron en las iniciativas que se detallan a continuación.

En primer lugar, siempre y cuando los ministros del Eurogrupo consideren apropiado divulgar sus opiniones conjuntas de la forma más clara y concisa posible a los mercados y al público en general, ello se hará mediante la publicación de declaraciones y comunicados. En el año 2000 se hicieron públicas dos declaraciones de este tipo, y en ambas se manifestaba la preocupación no sólo del Eurogrupo, sino también de la Comisión y del BCE por el bajo nivel del tipo de cambio del euro.

En segundo lugar, se decidió que el presidente del Eurogrupo celebrara una conferencia de prensa al término de cada reunión. Dichas conferencias tienen por objeto informar sobre las cuestiones examinadas en las reuniones y divulgar al público interesado la opinión del Eurogrupo. Cuando se considera oportuno, el presidente del BCE también participa en estas conferencias de prensa.

1.2 El Consejo Europeo Extraordinario de Lisboa sobre el empleo, la reforma económica y la cohesión social

Los días 23 y 24 de marzo del año 2000, el Consejo Europeo celebró una reunión extraordinaria en Lisboa dedicada al empleo, la reforma económica y la cohesión social. En esta reunión, los Jefes de Estado y de Gobierno establecieron un nuevo objetivo estratégico de la UE para la próxima década, que quedó definido en las conclusiones del Consejo de la forma siguiente: “que se convierta en la economía basada en el conocimiento más competitiva y dinámica del mundo, capaz de generar un crecimiento económico sostenible, con más y mejores empleos y con mayor cohesión social”. Para lograr este ambicioso objetivo, se definió una estrategia global basada en tres elementos: preparar la transición a una economía basada en el conocimiento, modernizar el modelo social europeo y mantener unas perspectivas económicas sólidas mediante la aplicación de políticas macroeconómicas adecuadas.

Entre las medidas comunes para preparar la transición a una economía competitiva y dinámica

mica basada en el conocimiento, el BCE asigna particular importancia al objetivo de proporcionar un marco que permita el funcionamiento de *mercados financieros eficaces e integrados*. A este respecto, el Consejo Europeo convino en acelerar la puesta en funcionamiento del mercado único en el ámbito de los servicios financieros, mediante el establecimiento, entre otras medidas, de un calendario, de tal forma que el Plan de acción sobre capital riesgo se haya completado, a más tardar, en el 2003 y el Plan de acción sobre servicios financieros, en el 2005.

Con respecto al logro de los objetivos estratégicos globales, el Consejo Europeo determinó que no era necesario establecer nuevos procedimientos para aplicar la estrategia de Lisboa. Por el contrario, los procedimientos vigentes como las Orientaciones generales de política económica y los procedimientos de Luxemburgo, Cardiff y Colonia ya proporcionaban los instrumentos necesarios. No obstante, podrían reforzarse dichos procedimientos definiendo directrices con calendarios específicos, estableciendo indicadores y criterios de referencia cualitativos y cuantitativos, incorporando de forma más eficaz las orientaciones europeas a la política nacional y regional y llevando a cabo periódicamente actividades de supervisión, evaluación y exámenes entre iguales, organizados como un proceso de aprendizaje mutuo. Además, el Consejo Europeo señaló que tiene la intención de adoptar “una función preeminente de guía y de coordinación” y de “celebrar una reunión cada primavera dedicada a cuestiones económicas y sociales”.

El BCE acoge con satisfacción el impulso otorgado por el Consejo Europeo al proceso de reforma económica. El hecho de dedicar casi una reunión completa del Consejo Europeo a cuestiones sociales y económicas y la decisión de celebrar estas reuniones anualmente a partir de ahora ponen de manifiesto la importancia asignada por los Jefes de Estado y de Gobierno a las reformas estructurales ya iniciadas. En última instancia, el éxito de la “estrategia de Lisboa” dependerá, sin duda, de la aplicación oportuna y generali-

zada de las distintas medidas de política económica señaladas. No obstante, el pleno respaldo político del Consejo Europeo contribuirá positivamente a las reformas estructurales actualmente en marcha.

1.3 Conferencia Intergubernamental

De conformidad con el “Protocolo sobre las instituciones en la perspectiva de la ampliación de la Unión Europea”, anejo al Tratado de Amsterdam, y las conclusiones del Consejo Europeo de Helsinki de diciembre de 1999, se convocó una “conferencia de representantes de los gobiernos de los Estados miembros” a principios del año 2000. El objetivo declarado de modificar los Tratados de esta Conferencia Intergubernamental consistía en preparar a las instituciones europeas para su ampliación, con vistas a garantizar el funcionamiento adecuado de los órganos y procedimientos de toma de decisiones de la Comunidad tras la adhesión de doce o más Estados miembros nuevos. Con este fin, el mandato de la Conferencia Intergubernamental comprendía cinco puntos específicos:

- la extensión del sistema de votación por mayoría cualificada en el Consejo de la UE,
- el tamaño y la composición de la Comisión Europea,
- la ponderación de los votos en el Consejo Europeo,
- la revisión de las disposiciones relativas a la “cooperación reforzada”,
- otras modificaciones de los Tratados relativas a las instituciones europeas.

La ampliación del número de Estados miembros de la UE a 27 o más afectará de forma inmediata a la composición y al funcionamiento de las instituciones comunitarias, como el Consejo de la UE, la Comisión Europea, el Parlamento Europeo, los diferentes Tribunales y los comités consultivos. Con todo, no se prevé que los nuevos Estados miembros se integren en la zona del euro inmediatamente después de su adhesión a la UE, sino sólo cuando hayan demostrado su capacidad de cumplir de forma sostenida los criterios de convergencia esta-

blecidos en el Tratado de Maastricht. Sin embargo, desde una perspectiva de medio y más largo plazo, el Eurosistema – y el Consejo de Gobierno del BCE, como su supremo órgano rector – también habrá de estar en condiciones de aceptar un aumento posiblemente significativo del número de Estados miembros que adopten el euro.

Modificaciones del Tratado relativas a los aspectos institucionales del SEBC y del BCE

El Tratado de Niza, emanado de la Conferencia Intergubernamental, también se ocupa de los aspectos institucionales del Eurosistema. Sin embargo, en lugar de establecer con detalle cómo deben modificarse las características institucionales del Consejo de Gobierno con vistas a una futura ampliación en gran escala de la zona del euro, la Presidencia francesa presentó la propuesta de incluir en el Tratado

un tipo de “cláusula de habilitación” que permitiría modificar en el futuro las características institucionales específicas del Consejo de Gobierno sin necesidad de celebrar una nueva Conferencia Intergubernamental.

Dado que la propuesta de la Presidencia francesa en relación con dicha cláusula equivale a “modificaciones institucionales en el ámbito monetario” con respecto a las cuales, de conformidad con el artículo 48 del Tratado de la Unión Europea, debe consultarse oficialmente al BCE, éste emitió el 5 de diciembre de 2000, un Dictamen a petición de la Presidencia del Consejo de la Unión Europea sobre la propuesta de modificación del artículo 10.2 de los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo (CON/00/30).

Posteriormente, la Conferencia Intergubernamental convino en que, en términos jurídicos,

Recuadro 9

Disposiciones del Tratado de Niza

“Disposiciones relativas al funcionamiento del Consejo de Gobierno del BCE en el Protocolo sobre los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo.

Artículo 10 de los Estatutos

Inclusión de un nuevo apartado 6

10.6 El Consejo, reunido en su formación de Jefes de Estado o de Gobierno, por unanimidad, bien sobre la base de una recomendación del BCE y previa consulta al Parlamento Europeo y a la Comisión, bien sobre la base de una recomendación de la Comisión y previa consulta al Parlamento Europeo y al BCE, podrá modificar lo dispuesto en el artículo 10.2 [relativo a los procedimientos de votación del Consejo de Gobierno]. El Consejo recomendará la adopción de tales modificaciones por los Estados miembros. Dichas modificaciones entrarán en vigor tras su ratificación por todos los Estados miembros de conformidad con sus respectivas normas constitucionales.

Toda recomendación que haga el BCE en virtud del presente apartado requerirá una decisión unánime del Consejo de Gobierno.

* * *

Declaración que se incluirá en el Acta Final de la Conferencia sobre el artículo 10.6 de los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo.

La Conferencia espera que se presente lo antes posible una recomendación de conformidad con lo dispuesto en el artículo 10.6 de los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo.”

la cláusula de habilitación debería constituir un nuevo apartado 6 en el correspondiente artículo 10 (titulado “El Consejo de Gobierno”) de los Estatutos del SEBC. De conformidad con este nuevo artículo 10.6, podrá modificarse lo dispuesto en el artículo 10.2 (relativo a los procedimientos de votación del Consejo de Gobierno) sin que deba celebrarse una nueva Conferencia Intergubernamental. Cabe destacar que se otorga tanto al Consejo de Gobierno como a la Comisión Europea el derecho de iniciativa para acometer la revisión del artículo 10.2 de los Estatutos del SEBC sobre la base de una recomendación (véase también el recuadro 9).

El BCE considera que la inclusión de esta cláusula de habilitación en los Estatutos del SEBC es una disposición útil que permite dar respuesta a los desafíos que planteará la ampliación y la adaptación de las estructuras de decisión del BCE, con el fin de garantizar la ejecución eficiente de una política monetaria orientada hacia la estabilidad también en una zona del euro ampliada. Actualmente, no se espera que surja en un futuro próximo la necesidad de tal ajuste. No obstante, el Consejo de Gobierno evaluará todas las opciones disponibles y presentará sus recomendaciones en la forma y en el momento que considere oportunos.

Otras modificaciones del Tratado

La Conferencia Intergubernamental también convino en extender el procedimiento de adopción de decisiones a cuatro disposiciones del

Título VII del Tratado (“Política Económica y Monetaria”). Concretamente, el procedimiento de votación por mayoría cualificada se aplicará a las decisiones sobre la representación externa en el ámbito de la UEM (apartado 4 del artículo 111). Sin embargo, en el Tratado de Niza se añadirá una declaración en la que se especificará que “se deberá proceder de una forma que permita a todos los Estados miembros de la zona del euro participar plenamente en cada fase de la preparación de la posición de la Comunidad a escala internacional”. También se aplicará el procedimiento de votación por mayoría cualificada en el caso de las medidas relativas a la introducción del euro (apartado 4 del artículo 123). Sin embargo, el tipo de conversión entre las monedas nacionales y el euro seguirá determinándose por unanimidad. Además, las decisiones con respecto a algunas disposiciones de emergencia relativas a las medidas y a la ayuda financiera comunitaria acordadas en caso de dificultades económicas graves o catástrofes naturales (apartados 1 y 2 del artículo 100) también se adoptarán por mayoría cualificada. En este contexto, en el Tratado se añadirá una nueva declaración en la que se señale que la ayuda financiera concedida en virtud del artículo 100 ha de ser compatible con el principio de “no corresponsabilidad financiera”, estipulado en el artículo 103, y debe ajustarse a los límites establecidos para las líneas presupuestarias vigentes en la UE.

Toda modificación de los Tratados entrará en vigor tras la ratificación del Tratado de Niza por todos los Estados miembros, de conformidad con sus respectivos requisitos constitucionales.

2 Asuntos internacionales

2.1 Acuerdos institucionales con los organismos internacionales

El Eurosistema ha seguido participando en las actividades de cooperación internacional sobre asuntos monetarios, económicos y financieros. Los mecanismos adoptados en 1998 y 1999 en materia de cooperación y representación internacional del BCE, como presentó en el Informe Anual 1999, se han mantenido prácticamente

sin cambios en el año 2000. Por lo que respecta a las relaciones entre el Fondo Monetario Internacional (FMI) y la zona del euro, cabe destacar dos cuestiones.

En primer lugar, el 15 de noviembre de 2000, el FMI aprobó la solicitud presentada por el BCE para convertirse en tenedor autorizado de derechos especiales de giro (DEG), el activo internacional de reserva emitido por el

Recuadro 10

Revisión de la composición y del tipo de interés del DEG por parte del FMI

El tipo de cambio del DEG se determina como media ponderada de los tipos de cambio de las monedas internacionales más importantes. Hasta la introducción del euro, se incluían en la cesta del DEG el dólar estadounidense, el marco alemán, el franco francés, la libra esterlina y el yen japonés. Con la introducción del euro el 1 de enero de 1999, los componentes marco alemán y franco francés se sustituyeron por cantidades equivalentes del euro. Sin embargo, los criterios para seleccionar las monedas componentes y asignar las ponderaciones siguieron basándose en indicadores de países. Por consiguiente, la ponderación del componente euro sólo reflejaba el peso económico de Alemania y Francia.

Estos criterios se han ajustado para tener en cuenta la existencia de uniones monetarias como la zona del euro. Por eso, la ponderación del euro, tanto en la composición como en el tipo de interés del DEG, se determina actualmente sobre la base de indicadores relativos a toda la zona del euro, de los cuales los que se refieren a las exportaciones de bienes y servicios de la zona – excluido el comercio interno – son los más importantes. Las nuevas ponderaciones de la cesta de composición del DEG se presentan en el cuadro 12.

El FMI revisó también el método que aplicaba para determinar el tipo de interés del DEG. Dicho tipo seguirá calculándose como media ponderada de los tipos de interés de los instrumentos financieros a corto plazo (tres meses) denominados en las monedas que se incluyen en la cesta de valoración del DEG. En consonancia con la adopción de un método de valoración del DEG basado en monedas, el EURIBOR a tres meses pasó a ser el tipo de interés representativo para el componente euro, en sustitución de los tipos de interés nacionales, a saber, el tipo de los depósitos interbancarios a tres meses de Alemania y el tipo de las letras del Tesoro a tres meses en el caso de Francia.

FMI. El BCE, en su calidad de tenedor autorizado, podrá intercambiar DEG por monedas de libre uso (dólar estadounidense, euro, libra esterlina y yen japonés) en operaciones voluntarias con los países miembros del FMI y otros tenedores autorizados. La solicitud del BCE es conforme al artículo 30.5 de los Estatutos del SEBC, en el que se estipula que el BCE podrá poseer y gestionar DEG.

En segundo lugar, con ocasión de la revisión quinquenal ordinaria de la composición y del tipo de interés del DEG, el 1 de enero de 2001, el FMI decidió sustituir el enfoque basado en monedas, que se había aplicado hasta entonces para determinar la composición y el tipo de interés del DEG, por otro basado en países (véase recuadro 10).

2.2 Supervisión multilateral y bilateral de las políticas macroeconómicas

Los procedimientos ordinarios de supervisión multilateral y los llevados a cabo por organismos independientes – como el FMI o la OCDE (supervisión bilateral) – para el seguimiento de la evolución económica y financiera, y de las políticas correspondientes, revisten particular importancia para el Eurosistema en la medida en que refuerzan su propia capacidad

Cuadro 12

Ponderaciones de las monedas que integran la cesta de composición del DEG (en porcentaje)

Moneda	29 de diciembre de 2000	1 de enero de 2001
Dólar estadounidense	45	45
Euro	25	29
Yen japonés	18	15
Libra esterlina	12	11

para analizar el impacto del entorno externo en las variables de la zona del euro. Cabe señalar, no obstante, que el Eurosistema no participa en un procedimiento de coordinación internacional *ex ante* de su política monetaria con las políticas que aplican los países no pertenecientes a la zona del euro. Una coordinación de esa naturaleza sería incompatible con el mandato del Eurosistema, que es mantener la estabilidad de precios en la zona del euro, así como con su independencia.

Supervisión multilateral

El BCE participó en el intercambio de información y de puntos de vista con otras autoridades en los organismos y foros internacionales. Las reuniones ordinarias sobre la evolución y las políticas económicas y financieras de las principales áreas contribuyeron, entre otras cosas, a aclarar opiniones sobre la idoneidad de las medidas de política que se están aplicando en la actualidad y el impacto de la evolución del entorno externo en la economía de la zona del euro.

En el año 2000, la celebración de varias reuniones internacionales brindó la oportunidad de realizar ese tipo de intercambios de opiniones de carácter multilateral. El presidente del BCE, junto con la Presidencia de la UE, representaron a la zona del euro en las reuniones de ministros de Hacienda y gobernadores de los bancos centrales del G7, en las que se pasó revista a cuestiones relacionadas con la supervisión y los tipos de cambio. Como quedó patente en la intervención concertada que se llevó a cabo el 22 de septiembre del 2000, estas reuniones constituyen un marco de consulta sobre la evolución de los mercados de divisas, que puede facilitar la cooperación cuando procede. El presidente del BCE intervino también en las deliberaciones sobre la situación de la economía mundial en muchos otros foros informales, como las reuniones de ministros y gobernadores del G10 y del G20.

El BCE participó en el Comité de Política Económica de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE). El Comité

examinó las perspectivas mundiales a corto plazo y la necesidad de actuar en el futuro inmediato, así como otras cuestiones de política económica relacionadas con el crecimiento, entre ellas la posible aparición de una “nueva economía” en los países de la OCDE. Los subcomités y los grupos de trabajo del Comité de Política Económica, incluidos el grupo de trabajo nº 1, el grupo de trabajo nº 3 y el grupo de trabajo sobre perspectivas económicas a corto plazo, prestaron su asistencia en la preparación de estos análisis.

Supervisión bilateral

El BCE no sólo contribuyó a la supervisión multilateral, sino que participó, además, en exámenes bilaterales de las políticas económicas con el FMI y la OCDE. En el año 2000, el FMI celebró dos consultas del Artículo IV sobre las políticas monetarias y cambiarias de la zona del euro, que sirvieron de complemento a las consultas realizadas en el ámbito nacional sobre otras materias, como las políticas fiscales o estructurales. Al examinar el informe preparado por sus expertos, los directores ejecutivos del FMI señalaron que la solidez de las variables macroeconómicas fundamentales y la favorable evolución del entorno externo se habían traducido en un fuerte crecimiento en la zona del euro. En su opinión, la UEM ha reforzado el marco de la política macroeconómica de la zona, no sólo a través de la ejecución de la política monetaria única, sino también mediante una coordinación más eficaz de las políticas fiscales y estructurales. El Directorio Ejecutivo del FMI estimó que, desde la introducción del euro, se ha aplicado una política monetaria adecuadamente cauta. Por último, el Directorio subrayó la necesidad de continuar las reformas estructurales en los mercados de trabajo y de bienes, a fin de crear las condiciones propicias para alcanzar un crecimiento económico sostenido y no inflacionista.

En los meses de abril y de noviembre del año 2000, el FMI publicó los informes elaborados por sus expertos al término de las consultas del Artículo IV con la zona del euro, junto con

las Notas de Información al Público, en las que se resumen las evaluaciones del propio Directorio Ejecutivo. Estas publicaciones formaban parte de un proyecto piloto encaminado a dotar de una mayor transparencia a la supervisión bilateral. El proyecto ha concluido ya con éxito y el FMI ha decidido mantener su política de alentar a las autoridades nacionales a aceptar que se publiquen los informes de las consultas del Artículo IV y las Notas de Información al Público.

Con la OCDE, el BCE participó en todas las deliberaciones del Comité de Revisión Económica y Desarrollo sobre el análisis de la situación económica de cada uno de los países miembros de la organización. Además de los análisis por países, la OCDE decidió poner en marcha el primer examen oficial de las políticas económicas de la zona del euro, que concluirá en el año 2001. Para preparar este análisis, una misión de la OCDE visitó el BCE, a fin de realizar una evaluación de la política monetaria única y de la política cambiaria, así como de la situación económica general de la zona del euro.

2.3 Seguimiento de la evolución de los mercados financieros mundiales

El BCE tiene un interés especial en las labores que realizan los foros y organismos internacionales con respecto a la evolución de los mercados financieros mundiales.

En el año 2000, el FMI siguió prestando particular atención a la evolución de los mercados financieros. Como parte de los trabajos preparatorios para la publicación del Informe anual sobre los mercados internacionales de capitales, una delegación del FMI visitó el BCE para analizar la evolución reciente de los mercados financieros europeos, prestando atención especial a la integración financiera y a las medidas de política destinadas a lograr la estabilidad financiera.

El BCE participó en los debates que sostuvieron los ministros de Hacienda y los gobernadores de bancos centrales de los países del

G10 sobre la concentración del sector financiero. En estos debates se analizaron los modelos, las causas y las consecuencias de la concentración en los riesgos financieros, la política monetaria, la competencia y los sistemas de pago, y otras cuestiones conexas.

Además, el BCE formó parte de diversos comités que operan bajo el auspicio de los gobernadores de los bancos centrales de los países del G10. El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea centró su actividad en un revisión en profundidad del marco relativo a la adecuación del capital (véase el capítulo VII). El BCE también participó en las actividades ordinarias de seguimiento de la evolución de los mercados que lleva a cabo el Comité sobre el Sistema Financiero Mundial, que tienen por objeto identificar las posibles fuentes de vulnerabilidad y evaluar la magnitud de los cambios en la infraestructura operativa de los mercados financieros. En este contexto, el BCE contribuyó a mejorar las estadísticas bancarias del Banco de Pagos Internacionales y los informes sobre la negociación electrónica, el uso de activos de garantía y los determinantes de la liquidez de los mercados. El BCE participó, asimismo, en los trabajos del Comité sobre Sistemas de Pago y Liquidación, que, desde junio del 2000, preside un miembro del Comité Ejecutivo del BCE y en los del Comité sobre Oro y Divisas.

En el contexto de sus relaciones con la OCDE, el BCE siguió participando en el análisis de la evolución de la estructura de los mercados financieros mundiales que realiza el Comité de Mercados Financieros.

El Foro sobre Estabilidad Financiera, al que el BCE asistió como observador, centró su atención en medidas encaminadas a fomentar la estabilidad de los mercados financieros. Concretamente este Foro, formuló una batería de medidas para hacer frente a la inquietud generada por los riesgos financieros que pueden tener su origen en las actividades de las entidades con alto nivel de apalancamiento. Las medidas propuestas se concentran en las buenas prácticas de gestión del riesgo que habrán de observar las entidades de contrapartida de esas

entidades. También se contemplaron algunas medidas de regulación más directa de las propias entidades con alto nivel de apalancamiento, pero no se recomendaron en esta etapa.

En un informe sobre los centros financieros extraterritoriales, el Foro sobre Estabilidad Financiera llegó a la conclusión de que la mejor forma de abordar la preocupación que existe por la transparencia y la estabilidad de algunos de estos centros es alentando la aplicación de las normas y códigos reconocidos internacionalmente. El Foro agrupó los centros extraterritoriales en tres categorías basándose en una evaluación de su infraestructura jurídica y de sus prácticas de supervisión, de los niveles de cooperación y de los recursos dedicados a supervisión y cooperación. Siguiendo sus recomendaciones, el FMI puso en marcha un programa para determinar en qué medida los centros financieros extraterritoriales cumplen las normas internacionales y prestarles asistencia técnica para que adopten las normas de supervisión. El Foro sobre Estabilidad Financiera también desarrolla actividades en otros campos, como la identificación de los incentivos para aplicar las normas y códigos internacionales en cualquier país, la formulación de orientaciones internacionales en materia de sistemas de seguro de depósitos y las repercusiones de la actividad financiera electrónica en la supervisión, la regulación y el funcionamiento de los mercados.

2.4 Arquitectura del sistema financiero internacional

Dado que la estabilidad de los mercados financieros es esencial para el cumplimiento de sus objetivos estatutarios, el Eurosistema y, desde un punto de vista más general, el SEBC muestran un especial interés en el debate en curso acerca de los riesgos para la estabilidad financiera mundial que pueden producirse como consecuencia de perturbaciones en los mercados financieros internacionales. Por lo tanto, participaron activamente en el desarrollo de opiniones respecto a las maneras de reforzar la arquitectura del

sistema monetario y financiero internacional, centrandó la atención en fomentar la adopción de políticas económicas adecuadas a escala nacional y en mejorar los procedimientos para hacer frente a las crisis financieras.

Solidez de las políticas económicas nacionales

Las políticas económicas adecuadas, un requisito básico para una integración ordenada en el sistema económico y financiero mundial, son aquellas que trascienden de la política macroeconómica tradicional e incluyen, en particular, un control cuidadoso de los riesgos asociados con los pasivos exteriores, una liberalización prudente de los movimientos de capital y una política cambiaria apropiada.

Durante el año 2000, varios organismos y foros internacionales analizaron la forma de mejorar el control de los riesgos asociados con los pasivos exteriores de los sectores público y privado. El FMI, el Foro sobre Estabilidad Financiera y el G20 formularon y comenzaron a aplicar una serie de propuestas para mejorar el seguimiento y la gestión de dichos riesgos. Por lo que respecta a los pasivos del sector público, el FMI y el Banco Mundial comenzaron a desarrollar orientaciones sobre la gestión de la deuda pública. Además, la adopción del esquema normalizado de declaración de datos sobre reservas internacionales y liquidez en divisas, en el marco de las Normas Especiales para la Divulgación de Datos del FMI, permitió avanzar notablemente en la gestión de las reservas oficiales. En el contexto de la adopción de este nuevo esquema normalizado, el BCE comenzó a publicar datos mensuales sobre sus propias reservas oficiales y las del Eurosistema. El BCE contribuyó también a las labores del FMI formulando orientaciones sobre la gestión de las reservas de divisas. Por lo que respecta a los pasivos del sector privado, en particular a los de las entidades financieras, los países deben fomentar un control prudente del riesgo adoptando los regímenes de supervisión y reglamentación pertinentes.

Los organismos y foros internacionales prestaron, asimismo, especial atención a la liberalización ordenada de la cuenta de capital. El Eurosistema es de la opinión de que dicha liberalización es de por sí beneficiosa, a condición de que se diseñe cuidadosamente y se realice en secuencia paralela al desarrollo de un sector financiero robusto. Concretamente, la liberalización debe empezar por los elementos más estables de los flujos de capital, es decir, los flujos de largo plazo, como la inversión extranjera directa. Además, los sistemas financieros internos deben ser suficientemente sólidos antes de proceder a la supresión de todas las restricciones sobre los flujos de capital. El Eurosistema hizo también hincapié en que, en el caso de algunos países, la integración económica regional puede otorgar el impulso necesario para la apertura de la cuenta de capital.

La idoneidad de los regímenes cambiarios fue otro de los puntos principales del orden del día en las reuniones internacionales. El Eurosistema subrayó que la elección de un régimen cambiario depende de las características propias de cada país. Un requisito básico para que un régimen cambiario sea adecuado es su compatibilidad con el marco general de la política económica, así como con la estructura del comercio regional y de los vínculos financieros. Además, para evaluar la conveniencia de un régimen cambiario, debe tenerse en cuenta la interacción dinámica entre la política cambiaria y otras áreas de la política económica.

La necesidad de reducir la vulnerabilidad de los países ante situaciones de crisis mediante la aplicación de políticas internas sólidas ha llevado al FMI a reconsiderar sus actividades de supervisión. Como resultado, está enfocando cada vez más la supervisión sobre las políticas monetaria, fiscal y cambiaria, así como sobre sus fundamentos institucionales y las reformas estructurales que guardan una estrecha relación con estas áreas. Análogamente, en las actividades de supervisión se toma cada vez más en consideración la evolución regional, como se pone de manifiesto en las consultas del Artículo IV para la zona del

euro. El FMI está intensificando, asimismo, la supervisión con respecto a la solidez de los sistemas financieros de los distintos países. En concreto, tanto el FMI como el Banco Mundial decidieron seguir adelante con su Programa de Evaluación del Sector Financiero, una iniciativa conjunta de ambas instituciones, tras concluir con éxito un proyecto piloto.

Además de intensificar la supervisión de los aspectos macroeconómicos, se ha prestado especial atención a la aplicación de normas y códigos. El Foro sobre Estabilidad Financiera elaboró un compendio de doce normas y códigos aceptados internacionalmente, que resultan relevantes para la solidez y el buen funcionamiento de los sistemas financieros. El FMI continuó supervisando el cumplimiento de las normas y los códigos internacionales preparando informes a tal efecto (informes ROSC) para varios países miembros. En este contexto, el BCE solicitó al FMI que elaborase uno de estos informes sobre la política monetaria y la política de sistemas de pago de la zona del euro. Dicho informe, que habrá de concluirse en el año 2001, incluirá una evaluación del cumplimiento de (i) los principios de transparencia para la política monetaria y para la vigilancia de los sistemas de pago, en comparación con el Código del FMI sobre buenas prácticas de transparencia en las políticas monetarias y financieras y (ii) los Principios básicos para los sistemas de pago de importancia sistémica, formulados por el Comité de Sistemas de Pago y de Liquidación. El informe ROSC sobre la zona del euro complementará los preparados para cada uno de los países miembros de la zona del euro, como los de Francia e Irlanda, que se elaboraron en el año 2000 y a comienzos del 2001.

Control de las crisis financieras

El sector privado está desempeñando un papel cada vez más importante en la financiación de las economías con mercados emergentes. En momentos de turbulencias financieras, el sector público ha asumido con frecuencia este papel, dado que los acreedo-

res del sector privado sólo participan, como regla general, en la resolución de las crisis financieras en cada caso particular. Por consiguiente, el FMI, el G7 y otros organismos internacionales estimaron necesario seguir trabajando sobre los principios generales para reforzar el marco de gestión de las crisis financieras. El FMI estableció un Grupo consultivo sobre mercados de capital para promover un diálogo regular con participantes en los mercados procedentes del sector privado. Se modificó el diseño de los mecanismos de financiación del FMI para hacerlos más eficaces en la prevención y el control de las situaciones de crisis. En concreto, se acordaron una serie de modificaciones para evitar que los países cuenten con recursos financieros del Fondo durante períodos excesiva-

mente prologados o en cantidades excesivamente grandes.

El SEBC subraya la necesidad de establecer normas claras que definan las respectivas responsabilidades de los sectores público y privado en la resolución de las crisis. Habida cuenta de la limitación de los recursos del FMI, y tomando en consideración los aspectos de riesgo moral, el papel del FMI debería concentrarse en la movilización de respaldo financiero y en la formulación del asesoramiento pertinente en materia de políticas económicas. En este sentido, el SEBC hace hincapié en la necesidad de limitar los préstamos del sector público y lograr la participación del sector privado en todos los casos de crisis financieras internacionales.

3 Relaciones bilaterales

Durante el año 2000, el BCE siguió profundizando en sus relaciones de trabajo con muchos bancos centrales de países no miembros de la UE. El BCE preparó sus posiciones de política monetaria sobre diversos temas relevantes para sus actividades de cooperación con otros bancos centrales. Concretamente, ha establecido relaciones de este tipo con los bancos centrales de los países candidatos a la adhesión, así como con los de otros países europeos del entorno, economías importantes de mercados emergentes y ciertos países industrializados.

en una amplia gama de temas propios de los bancos centrales. El Eurosistema realizó, asimismo, un atento seguimiento de la evolución económica e institucional en esos países y, en particular, de los debates legislativos relativos a la independencia de sus bancos centrales, en cuyo ámbito pudo prestarles asistencia. El Eurosistema analizó los aspectos macroeconómicos y, en concreto, las estrategias en materia de política cambiaria aplicadas por los países candidatos. A este respecto, el BCE contribuyó a las deliberaciones del Consejo ECOFIN sobre el marco de dichas estrategias y al correspondiente informe del ECOFIN al Consejo Europeo.

3.1 Relaciones con los países candidatos a la adhesión

El Eurosistema ha intensificado su diálogo con los bancos centrales de los países candidatos a la adhesión a la UE (“países candidatos”), dado que las perspectivas de adhesión de nuevos Estados miembros constituye un tema clave para el Eurosistema. Las relaciones de trabajo con los bancos centrales de los países candidatos se ha reforzado a través de un diálogo regular, tanto en el área de las políticas como a nivel técnico. En el año 2000 hubo una constante colaboración de carácter bilateral y multilateral

Los regímenes cambiarios de los países candidatos varían actualmente desde los de paridad fija, que en su versión más extrema adoptan la forma de un “*currency board*”, hasta los de flotación libre. Hasta el momento de su ingreso en la UE, los países candidatos no están sujetos a ninguno de los requisitos específicos del Tratado relativos a estrategias cambiarias. En la presente etapa, los países candidatos deberían centrar su atención en el cumplimiento de los criterios de Copenhague, y el asentamiento de las bases microeconómicas apropiadas para una economía de mercado es sumamente importante para alcanzar una

estabilización macroeconómica sostenible. La amplia gama de regímenes cambiarios disponibles podría ser apropiada para satisfacer las demandas concretas del proceso de transición, teniendo en cuenta los avances en materia de reformas estructurales, así como las repercusiones de las políticas que, a escala individual, adopte cada país. No obstante, aunque esa diversidad podría justificarse antes de la incorporación a la UE, los posibles candidatos a la adhesión que prevean participar en el nuevo mecanismo de tipos de cambio (MTC II) quizás deseen considerar la idoneidad de sus políticas actuales con vistas a su futura participación en dicho mecanismo.

En el momento de su incorporación a la UE, los países candidatos se convertirán en “Estados miembros acogidos a excepción” y se les exigirá que consideren su política cambiaria como un asunto de interés común, lo que significa que dichos países tendrán que abstenerse de aplicar políticas cambiarias que obstaculicen el buen funcionamiento del Mercado Único. Se esperará de ellos que se integren en el MTC II, ya que los nuevos Estados miembros no podrán acogerse a una cláusula de exclusión en relación con el capítulo relativo a la UEM y, en última instancia, habrán de adoptar el euro. De conformidad con los procedimientos establecidos en la pertinente Resolución del Consejo, los países podrán incorporarse al MTC II en cualquier momento después de la adhesión.

El MTC II es suficientemente flexible para admitir los regímenes cambiarios vigentes actualmente en la mayoría de los países candidatos. El Eurosistema examinó la compatibilidad de dichos regímenes con los requisitos de participación en el MTC II. Los regímenes cambiarios basados en una paridad fija o en una flotación dirigida que utilizan el euro como moneda de referencia son, en principio, compatibles, lo que no sería aplicable, como es obvio, a los regímenes basados en un tipo de cambio de libre flotación. Además, las paridades móviles y los regímenes cambiarios basados en monedas de referencia distintas del euro son, a juicio del Eurosistema, incompatibles con el marco del MTC II.

El Eurosistema analizó, asimismo, si resulta posible mantener mecanismos de “*currency board*” basados en el euro y, al mismo tiempo, participar en el MTC II. El Eurosistema opina que este tipo de mecanismo no puede considerarse como sustituto de la participación en el MTC II, si bien, en algunas circunstancias, podría constituir un compromiso unilateral que potenciara el cumplimiento del requisito de mantener la estabilidad cambiaria en el contexto del MTC II. Los países candidatos que hayan operado con un régimen sostenible de “*currency board*” basado en el euro no tendrían que realizar un doble cambio de régimen para adoptar el euro. La sostenibilidad de los “*currency board*” basados en el euro se determinará caso por caso. El compromiso unilateral que entraña un “*currency board*” de esta naturaleza no impondrá ningún tipo de obligación al BCE, aparte de las que se deriven de la Resolución del Consejo pertinente. Además, la participación en el MTC II, en paralelo con el mantenimiento de un régimen de *currency board* basado en el euro, no eximiría a las partes interesadas de definir en común un tipo de cambio central frente al euro.

Algunos países candidatos se han planteado la posibilidad de adoptar la moneda única, fuera del marco del Tratado, como moneda de curso legal o, lo que es lo mismo, la “euroización”. Sin embargo, el Eurosistema no considera esta posibilidad como alternativa aceptable para un país candidato. Dichos países han de seguir la trayectoria definida previamente para incorporarse a la UE y, en última instancia, a la zona del euro, lo que significa que han de seguir los procedimientos y cumplir los requisitos establecidos en el Tratado. La “euroización” de un país candidato chocaría con el razonamiento económico en que se apoya la UEM, que contempla la adopción eventual del euro como la culminación de un proceso de convergencia dentro de un marco multilateral. Este enfoque es, en sí mismo, reflejo del consenso existente en considerar que el éxito de una unión monetaria requiere que, con anterioridad, se produzca un proceso de convergencia macroeconómica entre los Estados miembros que la integran y de que decisiones clave se adopten de común

acuerdo, como la adopción, en última instancia, del tipo de conversión fijo e irrevocable.

En el año 2000, el BCE intensificó su cooperación con los bancos centrales de los países candidatos. Se llevaron a cabo seminarios multilaterales, visitas bilaterales de expertos, consultas de alto nivel, prácticas de trabajo, prestación de asistencia técnica y relaciones de trabajo profesionales y periódicas entre expertos. A lo largo del año se organizaron en torno a 60 actividades en las que participaron los bancos centrales de todos los países candidatos (véase gráfico 21). La cooperación entre los bancos centrales abordó una amplia gama de temas relacionados con el análisis económico, los sistemas jurídicos, los sistemas de pago y liquidación de valores, el marco de la política monetaria, el marco de la política cambiaria, estadísticas, contabilidad, auditoría interna, billetes y supervisión prudencial. En el ámbito jurídico, el Eurosistema, en cooperación con los bancos centrales de los países candidatos, llevó a cabo un examen detallado del estado de la legislación relativa a los bancos centrales y a los mercados financieros.

Estas actividades revisten gran importancia en la medida en que fomentan la integración ordenada de los bancos centrales de los países candidatos en el SEBC y, en última instancia, en el Eurosistema.

Para hacer frente a la creciente demanda de este tipo de actividades, el BCE y los bancos centrales nacionales de la zona del euro han puesto en práctica un procedimiento, para compartir, de forma periódica, la información relativa a sus actividades de cooperación con los bancos centrales nacionales de los países candidatos. Los principales objetivos del procedimiento acordado son movilizar todos los recursos disponibles, aprovechar la experiencia de los distintos componentes del Eurosistema, velar por que los bancos centrales de todos los países candidatos cuenten con el apoyo necesario y garantizar la aplicación de enfoques y estrategias congruentes.

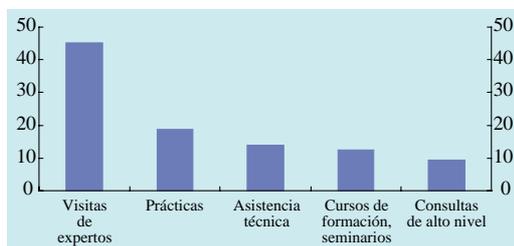
La cooperación entre el Eurosistema y los bancos centrales de los países candidatos también adopta la forma de seminarios de alto nivel. El seminario de Viena, organizado por el BCE y el *Oesterreichische Nationalbank* el 15 de diciembre de 2000, fue el segundo de estos seminarios en que participaron el Eurosistema y los gobernadores de los bancos centrales de los doce países candidatos a la adhesión a la UE (Bulgaria, Chipre, la República Checa, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Malta, Polonia, Rumania, Eslovaquia y Eslovenia). Este seminario se realizó después del mantenido en Helsinki, que fue el primero que se celebró a nivel de gobernadores.

El seminario de Viena tenía por objeto fomentar un debate en mayor profundidad de cuestiones importantes de política monetaria, con vistas a facilitar la futura integración de los bancos centrales de los países candidatos en el SEBC y, en última instancia, en el Eurosistema. Una vez establecido el marco general de la política en el seminario de Helsinki de 1999, el debate de diciembre del 2000 se centró en tres aspectos concretos: la dinámica de los precios en los países candidatos, el papel de los bancos centrales en el proceso de adhesión y la cooperación entre el Eurosistema

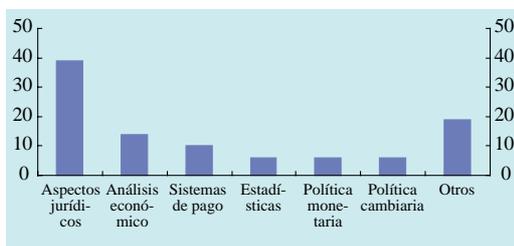
Gráfico 21

Cooperación entre el BCE y los bancos centrales de los países candidatos

Formas de cooperación
(% de las actividades de cooperación)



Áreas de cooperación
(% de las actividades de cooperación)



Recuadro 11

Principales conclusiones del seminario de Viena

- Los países candidatos tendrán que avanzar aún más en el proceso de reducción de las tasas de inflación en los próximos años y, al mismo tiempo, no retrasar los tan necesarios ajustes de los precios relativos dentro de la economía. Dichos ajustes forman parte del proceso de transición y “convergencia real” y, normalmente, conllevarán unas tasas de inflación que, durante algún tiempo, se situarán por encima de las que registra la zona del euro, a las que se irán aproximando gradualmente.
- La convergencia nominal y real son objetivos que hay que tratar de alcanzar en paralelo. El progreso en la convergencia nominal y real supondrá la eliminación ordenada de la brecha que existe entre los países candidatos y la economía de la zona del euro, tanto en términos de renta per cápita como de niveles de precios. A lo largo de este proceso, es necesario complementar la política monetaria con políticas fiscales y salariales prudentes y reformas estructurales adecuadas.
- No cabe recomendar una vía común en cuanto a estrategias de política monetaria o de política cambiaria antes de la adhesión. Diversos regímenes resultan viables, siempre y cuando se respalden con políticas económicas adecuadas, orientadas a la estabilidad.
- La estricta aplicación de las obligaciones que impone el Tratado de la UE en los países candidatos, especialmente las relativas a la independencia del banco central, revestirán una importancia fundamental para la integración de dichos países en la Unión Europea y, en última instancia, en la zona del euro.
- La incorporación a la zona del euro se basará en el cumplimiento de los criterios de convergencia. El Tratado constitutivo de la Comunidad Europea exige el cumplimiento estricto y sostenible de esos criterios, que se aplicarán a los futuros integrantes de la zona de la misma forma que se ha hecho en el pasado.
- Se intensificará aún más el diálogo existente entre el Eurosistema y los bancos centrales de los países candidatos. Concretamente, el Eurosistema está dispuesto a potenciar sus actividades de cooperación con dichos bancos en todas las esferas pertinentes, incluidos el análisis de la política económica y monetaria, los sistemas de pago, las estadísticas, los aspectos jurídicos y otras áreas.

tema y los bancos centrales de los países candidatos.

En los próximos años está previsto seguir celebrando reuniones de este tipo. El próximo seminario tendrá lugar en Berlín en el año 2001.

3.2 Relaciones con otros países

El BCE intensificó, asimismo, sus relaciones con los bancos centrales de los países europeos que no se encuentran en proceso de adhesión, con las principales economías de mercados emergentes y con algunos países industrializados. El presidente y otros miembros del

Comité Ejecutivo visitaron una serie de terceros países y recibieron a sus delegaciones.

Se prestó atención a los terceros países del continente europeo o de su entorno. En algunos países del sudeste de Europa y de la Comunidad de Estados Independientes, el euro ha reemplazado a las monedas nacionales de la zona del euro como moneda de referencia en la política cambiaria. Las autoridades de Montenegro informaron al BCE de que el euro sería la única moneda de curso legal en su territorio a partir del 13 de noviembre de 2000 y de que todas las tenencias de efectivo en dinares yugoslavos se convertirían a marcos alemanes hasta la puesta en circulación de los billetes y monedas denominados en euros.

La decisión de introducir el euro se adoptó de forma unilateral, sin que tomara parte en ella el BCE.

El BCE participó también reuniones de grupos y foros regionales en el continente europeo y en los países de su entorno. Concretamente, el BCE asistió a la reunión anual del

Club de Gobernadores de Bancos Centrales en Ankara, un grupo de carácter informal en el que participan bancos centrales de países de los Balcanes, la región del Mar Negro y el Cáucaso. Además, participó en la Mesa de trabajo sobre reconstrucción, desarrollo y cooperación económicos en el marco del Pacto de Estabilidad para el sudeste de Europa.



Clinica Pediatrica Ospedale “S. Gerardo”, Italia

Autores: Pedrotti Riccardo y Francesca Zavanone. Sin título

Capítulo VI

Sistemas de pago y de liquidación de valores

I Cuestiones generales

Declaración sobre la función del Eurosistema en la vigilancia de los sistemas de pago

En junio del 2000, el Consejo de Gobierno formuló una declaración en la que explicaba que una función fundamental de los bancos centrales es promover el buen funcionamiento de los sistemas de pago, directamente relacionada con las responsabilidades de los bancos centrales en el ámbito de la política monetaria y la estabilidad financiera. Unos sistemas de pago y de liquidación eficientes y solventes son esenciales para la buena ejecución de la política monetaria y contribuyen a la estabilidad del sistema financiero, así como a la confianza del público en la moneda. Para alcanzar estos objetivos, el Eurosistema realiza un seguimiento en detalle de la evolución de los sistemas de pago y de liquidación, ofrece directamente servicios de pago y de liquidación y garantiza el cumplimiento de las normas relevantes de los sistemas que él mismo gestiona o que gestiona el sector privado. Esta función de vigilancia del Eurosistema, que abarca los sistemas interbancarios de transferencia de grandes pagos y los sistemas de pago al por menor, viene reconocida en el apartado 2 del artículo 105 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea y en los artículos 3 y 22 de los Estatutos del SEBC.

El Consejo de Gobierno establece la orientación común, fijando los objetivos y las normas que dichos sistemas de pago deben cumplir. En los aspectos que no estén específicamente definidos por la política común de vigilancia, los BCN formularán sus propias políticas a escala nacional dentro del marco común y serán los responsables de la aplicación de la política común a los sistemas de pago constituidos bajo su jurisdicción. Sin embargo, en razón de las características especiales de algunos sistemas, el Consejo de Gobierno puede hacer al BCE responsable de la vigilancia de dichos sistemas. La ejecución de la política común de vigilancia se realizará mediante la aplicación de actos jurídicos del BCE – de conformidad con el artículo 22 de los Estatutos

del SEBC – o por otros medios más informales (por ejemplo, persuasión moral) y su coherencia viene garantizada por un marco de coordinación e información adecuado.

La política del Eurosistema se basa, en particular, en los principios de minimización del riesgo sistémico formulados en el informe de 1993 del Comité de Gobernadores de Bancos Centrales de los Estados miembros de la CE titulado *Minimum Common Features for Domestic Payment Systems*. En el contexto de la preparación de la UEM, este informe confirmó los criterios de seguridad establecidos en 1990 en el informe sobre sistemas de compensación neta interbancaria de los países del G10 (Informe *Lamfalussy*). En el 2000 continuaron los trabajos, con vistas a ofrecer directrices para la aplicación del primer criterio del Informe *Lamfalussy* (a tenor del cual los sistemas de pago deben tener una base jurídica sólida), a partir de la solicitud de dictámenes legales sobre los participantes en los sistemas de grandes pagos en euros. Los principios generales de la política de vigilancia del Eurosistema en materia de dinero electrónico son los que figuran en el informe de 1998 del BCE *Report on electronic money*.

Desde el comienzo de este año, los *Core Principles for Systemically Important Payment Systems*, aprobados por los Gobernadores del G10 en enero del 2001, forman también parte de los criterios aplicados por el Eurosistema en el ejercicio de sus funciones de vigilancia.

Protocolo de Cooperación

La estrecha colaboración entre los responsables de la vigilancia de los sistemas de pago y los supervisores bancarios es esencial, dado que contribuye a la estrategia general de reducción de riesgos en el sistema financiero. Por esta razón, el BCE y los BCN del Eurosistema y de los Estados miembros no participantes de la UE, en su calidad de responsables de los sistemas de pago, y las autoridades de supervisión bancaria de la UE han suscrito un

Protocolo de Cooperación (el Protocolo), que reemplaza al anterior acuerdo en vigor desde 1994, a la luz del nuevo marco institucional derivado de la creación del Eurosistema y de sus funciones. El Protocolo fomenta el intercambio de información entre los responsables de la vigilancia de los sistemas de pago y los supervisores bancarios en relación con los sistemas interbancarios de transferencia de grandes pagos, con el fin de garantizar la solvencia y estabilidad de estos sistemas y de sus participantes (entidades de crédito y empresas de inversión). El Protocolo también puede servir como punto de partida para la organización de la cooperación en materia de sistemas de pago al por menor, incluidos los sistemas de dinero electrónico (véase también la sección I del capítulo VII).

Cooperación con los países candidatos

El BCE participa en la cooperación multilateral con los países candidatos a la UE en el ámbito de los sistemas de pago y de liquidación. En el 2000, el BCE dedicó su atención a

las principales reformas de los sistemas de pago y de liquidación en curso en estos países y en el intercambio de puntos de vista sobre cuestiones relacionadas con los pagos en el marco del proceso de adhesión. A este respecto, el BCE organizó, a mediados de febrero del 2000, un importante seminario de dos días, titulado “Los sistemas de pago y de liquidación y el proceso de adhesión”, en el que participaron representantes de la Comisión Europea y de los bancos centrales de los Estados miembros de la UE y de doce países candidatos. Por otro lado, se establecieron contactos bilaterales y relaciones de trabajo, que se mantuvieron a lo largo del año. La colaboración con los países candidatos se reforzará en el 2001. Para una información más detallada sobre las relaciones del BCE con los países candidatos, véase el capítulo V.

2 Vigilancia de los sistemas de grandes pagos

Sistemas de grandes pagos en euros

En el 2000, los cinco sistemas de grandes pagos que procesan los pagos en euros conjuntamente con TARGET siguieron funcionando eficazmente. Estos sistemas son el Euro Clearing System (Euro 1), gestionado por *Clearing Company of the Euro Banking Association* (EBA), y cuatro sistemas nacionales: *Euro Access Frankfurt* (EAF), en Alemania; *Paris Net Settlement* (PNS), en Francia; Servicio de Pagos Interbancarios (SPI), en España; y *Pankkien On-line Pikasiirot ja Sekit-järjestelmä* (POPS), en Finlandia.

El BCE siguió desempeñando una triple función con respecto a Euro 1. Además de sus funciones de vigilancia, que incluye el seguimiento de la actividad general del sistema, el BCE facilita servicios de liquidación al cierre de operaciones. Por otro lado, el BCE admi-

nistra el fondo de liquidez de Euro 1, constituido para garantizar la liquidación puntual por Euro 1 en caso de incumplimiento de los participantes. En el año 2000 se produjeron algunos cambios en la participación en Euro 1. Algunos miembros se retiraron (como consecuencia, principalmente, de fusiones entre entidades de crédito), y otros se incorporaron. En conjunto, el número de participantes se mantuvo estable, situándose en 72 a finales de diciembre del 2000.

Sistema de liquidación continua

El banco denominado *Continuous Linked Settlement Bank* (CLSB), constituido en Nueva York, ha confirmado su intención de proporcionar servicios de liquidación de operaciones del mercado de divisas, utilizando un mecanismo de pago contra pago a partir de

octubre del 2001. Tal como está previsto en el marco de cooperación en la supervisión establecido en el Informe *Lamfalussy*, la *Reserva Federal* ha asumido la responsabilidad principal de vigilar el sistema CLSB y ha hecho participar a los bancos centrales en el seguimiento del diseño del sistema. Está previsto que el *Bank of England* sea la autoridad competente en relación a la firmeza en los sistemas de pago y de liquidación de valores, según la Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo CE/98/26 de 19 de mayo de 1998. Dado que el euro será una de las primeras monedas que se liquidarán en el sistema, el Eurosistema ha seguido de cerca el desarrollo del sistema, en estrecha colaboración con los demás supervisores y con el propio CLSB. Pronto se abrirá una cuenta en régimen de prueba para el CLSB en el mecanismo de pagos del BCE y, si el sistema es finalmente aprobado, el BCE abrirá una cuenta definitiva.

En el 2000 y comienzos del 2001, se reunieron representantes del Eurosistema con los accionistas de la zona del euro de *CLS Services*, la empresa que gestiona el proyecto, para tratar una serie de cuestiones relacionadas con la liquidación de la parte en euros de las operaciones con divisas, tales como la gestión de riesgos, la liquidez y el funcionamiento del sistema. Los participantes en las reuniones dedicaron una atención especial a la incidencia de las operaciones del CLSB sobre los sistemas de grandes pagos de la zona del euro y a la gestión de la liquidez en euros.

Corresponsalías bancarias para operaciones en euros

El Eurosistema tiene interés en efectuar un seguimiento no solo de los sistemas de grandes pagos y de pagos al por menor en euros, sino también de todos los pagos, en su con-

junto. A estos efectos, en colaboración con los bancos centrales de los Estados miembros no participantes de la UE, el Eurosistema ha realizado un estudio de la evolución reciente de la corresponsalía entre entidades de crédito. Este estudio, a partir de encuestas, ha mostrado los cambios principales registrados en las actividades de corresponsalía, como la nueva infraestructura de los sistemas de pago, las nuevas iniciativas de los pagos al por menor y de la liquidación continua, la innovación tecnológica y la concentración en el sector financiero. Todos estos factores han conducido a una concentración de las actividades de corresponsalía entre entidades de crédito en un número de participantes más reducido. Algunas entidades de crédito se han transformado en las entidades liquidadoras de un número importante de bancos o gestionan mecanismos de pago innovadores, que combinan las características de la corresponsalía bancaria y de los sistemas de transferencia de fondos. En algunos casos, la magnitud de los pagos de estos participantes en el mercado es superior al nivel de actividad de los sistemas de grandes pagos en euros más pequeños entre los mencionados anteriormente. En el año 2002, cabe esperar un nuevo incremento de la concentración, tras la introducción de los billetes y monedas en euros, dado que dejarán de ser necesarias las actuales relaciones de corresponsalía bancaria para los pagos en monedas nacionales.

Estas tendencias tienen una incidencia sobre la eficacia, la competencia y el riesgo en las actividades relacionadas con los pagos, aspectos que son objeto de atención por parte del Eurosistema en el ámbito de sus funciones de vigilancia. Dada la participación crucial de las entidades de crédito en estas actividades, el análisis de estas tendencias y de sus implicaciones se realiza en colaboración con las autoridades de supervisión bancarias nacionales.

3 Supervisión de los sistemas de pago al por menor

Servicios de pagos transfronterizos al por menor

En el 2000, el Eurosistema continuó organizando regularmente, con las entidades de crédito, los participantes en los sistemas de pago y las Asociaciones Europeas del Sector Crediticio, reuniones destinadas a fomentar los contactos y facilitar la cooperación, con el fin de cumplir los objetivos establecidos en el informe, publicado en septiembre de 1999, titulado *"Improving cross-border retail payment services – the Eurosystem's view"*. En septiembre del 2000, se publicó un informe, que describe los avances realizados en el sector bancario y los sistemas de pago desde la publicación del anterior informe, y ofrece una valoración provisional de los progresos realizados hasta agosto del 2000 con respecto a los objetivos, señalando, asimismo, las cuestiones pendientes. El informe indica que el sector bancario y los sistemas de pago se han comprometido a cumplir los objetivos del Eurosistema y que se ha preparado el terreno para incrementar la eficiencia de los pagos transfronterizos al por menor. A este respecto, se han implantado unos formatos para el tratamiento inmediato de las órdenes de pago, la Asociación Bancaria del Euro ha establecido un sistema de pago para los pequeños pagos transfronterizos, (Etapa I, como se verá más adelante), y se ha conseguido una reducción sustancial de las obligaciones de información estadística sobre la balanza de pagos a partir del 2002. No obstante, el Eurosistema ha detectado también algunos problemas todavía sin resolver e insta a las entidades de crédito y los sistemas de pago a que se comprometan públicamente a utilizar cuanto antes los formatos para el tratamiento inmediato de los pagos transfronterizos. Además, se esperan avances en los precios aplicados a los clientes y en la eliminación del cobro de ciertos costes al beneficiario, cuando el pagador haya solicitado hacerse cargo de todos los costes. Las Asociaciones Europeas del Sector Crediticio están estudiando soluciones para este problema. El Eurosistema reconoce que alcanzar estos objetivos no depende solo

de las entidades de crédito sino también de las empresas y de los clientes, que deberían incluir la información suficiente en las facturas y las órdenes de pago para permitir el tratamiento inmediato de los pagos transfronterizos. Por lo tanto, el Eurosistema invita al sector bancario y a los sistemas de pago a que lancen una campaña de información.

El Eurosistema seguirá estrechamente las actividades del sector bancario y los avances realizados hacia la consecución de estos objetivos, con el fin de garantizar que los preparativos se traduzcan al final en servicios adecuados para los ciudadanos europeos. La colaboración entre el Eurosistema y los representantes del mercado continuará a través de reuniones y de grupos de trabajo.

Etapa I: iniciativa de la Asociación Bancaria del Euro

Para cumplir los objetivos del Eurosistema, la Asociación Bancaria del Euro creó un servicio de pagos transfronterizos al por menor, que utiliza la plataforma técnica del sistema de grandes pagos de Euro I. Este servicio de tratamiento inmediato de los pagos transfronterizos, denominado Etapa I, empezó a funcionar el 20 de noviembre de 2000. Una entidad de crédito que se ha adherido a Etapa I puede presentar pagos al por menor a otros de sus participantes y recibirlos, compensando los saldos a través de una entidad participante en el sistema de grandes pagos de Euro I (entidad liquidadora). Hasta la fecha, 21 entidades de crédito se han adherido a Etapa I, núcleo a partir del cual la Asociación tiene previsto desarrollar nuevas iniciativas en el ámbito de los sistemas de pagos transfronterizos al por menor.

El BCE ha evaluado Etapa I desde la perspectiva de la vigilancia de un sistema de pagos, teniendo también en cuenta su incidencia sobre la solvencia y el buen funcionamiento de Euro I y sobre una entidad de crédito de Euro I que actúe como entidad liquidadora

de entidades de Etapa I. En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE confirmó que no tenía objeciones a la puesta en marcha de Etapa I, cuyo funcionamiento seguirá siendo objeto de observación por parte del BCE. Una evaluación del pleno alcance de la contribución de Etapa I a la consecución de los objetivos del Eurosistema en el ámbito de los sistemas de pagos transfronterizos al por menor solo será posible cuando este servicio haya estado funcionando durante un cierto tiempo.

Dinero electrónico

El Eurosistema realiza un seguimiento continuado del desarrollo del dinero electrónico y de sus implicaciones para los bancos centrales. En el 2000, el Eurosistema ha colaborado activamente con las instituciones comunitarias europeas en la elaboración de un nuevo marco normativo para las entidades de dinero electrónico, que se ha plasmado en la publicación, el 27 de octubre de 2000, de la Directiva nº 2000/46/CE del Parlamento Europeo y del Consejo sobre el acceso a la actividad de las entidades de dinero electrónico y su ejercicio así como la supervisión cautelar de dichas entidades, y de la Directiva nº 2000/28/CE del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifica la Directiva nº 2000/12/CE relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio. Este nuevo marco normativo responde ampliamente a las preocupaciones del BCE en materia de política monetaria, supervisión y sistemas de pago.

Se prestó también especial atención a la seguridad técnica de los sistemas de dinero electrónico y a su compatibilidad operativa en la zona del euro. El Eurosistema está estudiando los diferentes métodos adoptados por los sistemas de dinero electrónico y las iniciativas del mercado en materia de seguridad técnica, dada la importancia de estos factores para la fiabilidad de los sistemas y su protección contra prácticas abusivas.

Preparación de los sistemas de pago al por menor para el canje del efectivo en el 2002

En el 2000, el BCE y los BCN de la zona del euro empezaron a recoger información sobre el estado de los preparativos para el cambio definitivo al euro que tendrá lugar el 1 de enero de 2002 y en relación a la Recomendación de la Comisión, el 11 de octubre de 2000, relativa a las medidas para facilitar la preparación de los agentes económicos para dicho canje. En el ámbito de los sistemas de pago y de liquidación, los preparativos se centran tanto en los sistemas de pago al por menor, como en las cámaras de compensación automáticas, las redes de puntos de venta, los sistemas de dinero electrónico, y los instrumentos de pago al por menor. La información obtenida hasta la fecha no señala la existencia de problemas insuperables. El BCE y los BCN continuarán realizando un estrecho seguimiento de estos preparativos a lo largo del 2001.

4 Actividad de otros sistemas de pago

En febrero del 2000, el BCE publicó un documento titulado *"Payment systems in the European Union: Addendum incorporating 1998 figures"*, un apéndice estadístico al informe titulado *"Payment systems in the European Union"*, el denominado *"Blue Book"*, publicado en 1996. Habida cuenta de los considerables cambios que se han producido desde 1996, el

BCE ha estado trabajando, en estrecha colaboración con los BCN, en una tercera edición del *"Blue Book"*, que se publicará en el segundo trimestre del 2001 y que será una guía descriptiva, actualizada y reestructurada, de los sistemas de pago y de liquidación de valores de la zona del euro y de los Estados miembros de la UE, con datos de 1999.

5 Política relativa a los sistemas de liquidación de valores

El Eurosistema tiene especial interés en el buen funcionamiento de los sistemas de liquidación de valores (SLV), por varios motivos.

En primer lugar, con arreglo a los Estatutos, los bancos centrales concederán crédito para operaciones de política monetaria o para sistemas de pago solo contra garantías adecuadas. Dado que la mayor parte de las transferencias de garantías se realizan a través de los SLV, si estos no funcionan eficazmente, podrían derivarse repercusiones negativas para la buena ejecución de las operaciones de política monetaria.

En segundo lugar, los SLV y los sistemas de pago están estrechamente relacionados. Si los SLV se vieran sometidos a perturbaciones repentinas, la liquidez procedente de operaciones con valores podría no estar disponible para el mercado, produciéndose un déficit de liquidez que podría, a su vez, provocar una perturbación sistémica en los sistemas de grandes pagos.

El Eurosistema dedica también su atención a las sociedades de compensación de valores, dado que estas realizan cada vez más funciones que tradicionalmente venían desempeñando los SLV, como puede ser la compensación de las órdenes de liquidación.

Evaluación de los sistemas de liquidación de valores

En 1998, en su calidad de usuario, el Eurosistema estableció unos criterios para el uso de los SLV de la UE en sus operaciones de crédito y realizó una evaluación de estos sistemas y de sus enlaces, para determinar su nivel de cumplimiento de dichos criterios. Los resultados de esta evaluación y, en particular, la lista de SLV admitidos y sus condiciones de uso, se publican en la dirección del BCE en Internet.

El Eurosistema terminó una segunda evaluación en 1999 y ha realizado una tercera evaluación en el 2000, para actualizar la lista de

SLV admitidos y sus condiciones de uso, que se publicó en febrero de 2001. Durante el año 2000, los SLV han seguido esforzándose para aumentar su nivel de cumplimiento con los criterios. Como resultado actualmente son seis SLV los que pueden ser utilizados sin ninguna condición. Además, está teniendo lugar un intenso proceso de concentración en el sector de SLV a nivel nacional y transfronterizo, a raíz del cual cuatro SLV (CBISSO en Irlanda, CGO en el Reino Unido, LID y CAT en Italia) han sido eliminados de la lista de sistemas admitidos. Otros SLV han acordado fusionarse en los próximos años o han anunciado su intención de hacerlo (por ejemplo, Deutsche Börse Clearing con Cedel, para formar Clearstream, o Euroclear con Sicovam SA, Necigef y CIK). Sin embargo, en la mayor parte de los casos, la concentración se dirige más a la integración técnica y operativa de las plataformas que hacia una reducción formal del número de SLV.

Evaluación de los enlaces

El Eurosistema ha seguido evaluando los enlaces entre los SLV, de acuerdo con su política de favorecer el desarrollo de mecanismos de mercado para el uso transfronterizo de garantías y de fomentar la integración de los mercados financieros europeos. Los enlaces que han sido evaluados pueden utilizarse para la transferencia transfronteriza libre de pago de valores.

En 1999, el Eurosistema evaluó y admitió un total de 47 enlaces. Las evaluaciones efectuadas en febrero, mayo y octubre del 2000 elevaron este número a un total de 64 enlaces admitidos.

Sin embargo, tras salir de la lista CBISSO, CGO, LDT y CAT, el número total de enlaces admitidos había descendido a 62 a finales de diciembre del 2000. (La lista actualizada de enlaces admitidos puede consultarse en la dirección del BCE en Internet).

Integración del mercado de valores europeo

El Eurosistema tiene el mayor interés en la integración del mercado de valores, razón por la que está analizando los aspectos de la infraestructura del mercado que pueden ser determinantes para este proceso. Este análisis, realizado estando en contacto con los participantes en el mercado, ha mostrado la existencia de las siguientes barreras a la integración del mercado financiero europeo, que deberán ser subsanadas:

- insuficiente desarrollo de procedimientos de liquidación transfronteriza basados en la entrega contra pago,
- multiplicidad de contratos marco como documentación jurídica para las operaciones con garantía, como los repos (el Eurosistema ha participado en los trabajos encaminados a definir un marco jurídico armonizado para las operaciones con garantía),
- falta de armonización de los procedimientos de los SLV y del uso de garantías,
- heterogeneidad de los regímenes jurídico, normativo y fiscal.



Mitarbeiterkinder der Luxair S.A., Luxemburgo

Autor: Paule Lemmer. Título: Tracing the EURO

Capítulo VII

Estabilidad financiera y supervisión prudencial

I Marco institucional para la estabilidad financiera

En el año 2000, la creciente integración de las actividades bancarias y financieras en la Unión Europea y en la zona del euro llevó a las autoridades europeas a revisar el actual *marco institucional y normativo para la estabilidad financiera*. En el curso de dicha revisión se plantearon dos cuestiones. En primer lugar, si el marco institucional existente tenía la capacidad suficiente para responder a los cambios que se están produciendo en los mercados financieros y, al tiempo, seguir salvaguardando la estabilidad financiera. En segundo lugar, si el marco normativo podía ir a la zaga de la evolución de los mercados financieros, obstaculizando así el proceso de integración de dichos mercados. Ambas cuestiones fueron examinadas por grupos *ad hoc*, concretamente, el Grupo de Trabajo sobre Estabilidad Financiera, creado por el Comité Económico y Financiero y el Comité de Sabios sobre la regulación de los mercados de valores europeos, constituido por el Consejo de la UE, reunido en su formación de ministros de Economía y Finanzas (ECOFIN). El BCE siguió atentamente estas iniciativas, dado su elevado interés en que la zona del euro y la UE dispongan de un marco institucional y normativo adecuado para garantizar la estabilidad financiera y permitir una mayor integración de los mercados financieros.

El Informe sobre Estabilidad Financiera¹ del Grupo de Trabajo del Comité Económico y Financiero concluye que el marco institucional existente ofrece una base coherente y flexible para salvaguardar la estabilidad financiera en mercados cada vez más integrados, pero que su operativa requiere algunas mejoras. En particular, el informe formula cuatro recomendaciones prácticas para adaptar los mecanismos disponibles a las tendencias prevalentes en el sector financiero: (i) reforzar la cooperación intersectorial en el ámbito de la UE entre supervisores bancarios, de mercados de valores y de seguros, aclarando y ampliando el concepto de un supervisor-coordinador para los grandes grupos financieros; (ii) mejorar el intercambio de información entre las distintas autoridades supervisoras y entre éstas y los bancos cen-

trales respecto a las principales entidades financieras y las tendencias del mercado; (iii) reforzar la cooperación entre supervisores y bancos centrales para hacer frente a posibles problemas financieros con implicaciones transfronterizas; y (iv) conseguir una mayor convergencia en las prácticas de supervisión.

El BCE comparte las conclusiones del informe. A la vista de las actuales tendencias de los mercados financieros y de que las autoridades nacionales conservan la responsabilidad de la supervisión prudencial, se requiere una cooperación eficaz entre los supervisores, para facilitar la adopción de medidas preventivas y correctoras conjuntas para mantener la estabilidad del sistema financiero en la zona del euro y la UE.

El Comité Económico y Financiero envió el Informe sobre Estabilidad Financiera *a todos los comités de la UE pertinentes*, con la petición de que se tomaran medidas formales para poner en práctica las recomendaciones y de que comunicaran los avances realizados. Los principales foros que intervienen en materia de supervisión bancaria son el Comité de Supervisión Bancaria del SEBC, el Comité Consultivo Bancario y el Grupo de Contacto. En todos estos foros se está trabajando en la aplicación de las citadas recomendaciones y en el incremento de la cooperación multilateral, con especial interés en la convergencia de las prácticas de supervisión, siendo éste el campo de trabajo más innovador y el que presenta los mayores retos. El Grupo de Contacto, que lleva funcionando desde hace mucho tiempo como foro para la cooperación en materia de prácticas de supervisión, se dedica activamente a estos temas. La contribución del Comité de Supervisión Bancaria se centra, en particular, en los mecanismos de supervisión que tienen una incidencia en la estabilidad sistémica y en los aspectos que requieren la colaboración entre el Eurosistema/SEBC y los supervisores bancarios.

¹ Publicado el 8 de abril de 2000.

En este último contexto, con el fin de reforzar la cooperación y el intercambio de información, las autoridades responsables de la vigilancia de los sistemas de pago (incluido el BCE) y los supervisores bancarios de la UE han establecido un *Protocolo de Cooperación*, que sustituye al anterior acuerdo suscrito en 1994 (véase también el capítulo VI del presente Informe Anual). Los supervisores bancarios de la UE contribuyeron a la elaboración del Protocolo de Cooperación a través del Comité de Supervisión Bancaria. El nuevo marco de cooperación, que obedece al hecho de que la vigilancia de los sistemas de pago y la supervisión prudencial tienen el objetivo común de garantizar la estabilidad financiera, pretende hacer frente al cambio observado en la interacción de estas dos funciones a raíz de la creación de la UEM. El Protocolo define la cooperación y el intercambio de información en tres situaciones distintas: (i) establecimiento de un sistema de pago y solicitudes de acceso a dicho sistema, (ii) actividades operativas y (iii) gestión de crisis.

La *cooperación intersectorial* entre supervisores ha avanzado también de forma significativa y, en particular, mediante la creación de una Mesa Redonda Intersectorial de Reguladores. Todos los comités pertinentes de la UE participan en la Mesa Redonda² y la Comisión

Europea facilita el proceso. Este foro informal permite un intercambio de información más extenso entre los diferentes grupos sectoriales de supervisores sobre cuestiones de interés común.

El Eurosistema tiene también especial interés en avanzar hacia unos *mercados de valores más integrados*. Las funciones del Eurosistema de promover el buen funcionamiento de los sistemas de pago y contribuir a la buena gestión de las políticas nacionales con respecto a la supervisión prudencial y a la estabilidad financiera alientan incluso más al BCE a supervisar y evaluar los cambios que se producen en la infraestructura y el marco normativo de los mercados de valores. Por consiguiente, el BCE participó activamente en el proceso de consulta iniciado por el Comité de Sabios sobre la regulación de los mercados de valores europeos. Dicho comité recibió del ECOFIN el mandato de evaluar la regulación actual de los mercados de valores y de formular propuestas destinadas a eliminar los obstáculos a la integración de los mercados financieros existentes en estos momentos. Las propuestas presentadas por el Comité para conseguir un proceso de regulación más flexible y eficaz en el ámbito de la UE fueron ampliamente apoyadas por el BCE.

2 Evolución del sector bancario

La integración de los mercados bancarios y financieros de la zona del euro ha seguido progresando en el año 2000, con lo que se ha incrementado de forma significativa la importancia de las actividades transfronterizas al por mayor y de los valores extranjeros mantenidos en las carteras, mientras que la concesión de préstamos y la aceptación de depósitos muestran todavía un alto grado de segmentación en los mercados nacionales o incluso regionales. En diciembre del 2000, el 85% de los depósitos y el 90% de los préstamos bancarios (excluidas las operaciones interbancarias) se habían realizado en el ámbito nacional (véase cuadro 13). Sin embargo, la situación es muy diferente para

las operaciones interbancarias. Como consecuencia de la introducción del euro y de la implantación de la política monetaria única, el porcentaje de operaciones interbancarias transfronterizas de la zona del euro ha aumentado de forma continuada, hasta alcanzar más del 50% de las operaciones brutas totales realizadas en los mercados interbancarios de repos y de operaciones sin garantía. Entre diciembre de 1998 y diciembre del 2000, los préstamos a las entidades de crédito

² Los participantes son el Comité de Supervisión Bancaria, el Comité Consultivo Bancario, el Grupo de Contacto, el Comité de Supervisores de Mercados de Valores, el Forum de Comisiones Europeas de Valores, el Comité de Seguros y la Conferencia de Seguros.

residentes en otros países de la zona del euro crecieron desde el 17,6% hasta el 18,5%, del total de créditos interbancarios, mientras que la proporción de otros activos, incluidos los valores de renta fija y los instrumentos del mercado monetario, frente a otros países de la zona del euro se incrementó desde el 14,5% hasta el 19,8% en el mismo período. La tendencia hacia la diversificación internacional se observa también en la composición de las carteras de valores de las entidades de crédito de la zona del euro. La proporción de instrumentos de renta fija emitidos por otros países de la zona del euro y por el resto del mundo ha aumentado de forma constante desde 1998.

Sin embargo, el análisis de los datos de balance no proporciona un cuadro completo de las actividades transfronterizas de las entidades de crédito, ya que estos datos no incluyen algunos servicios que han experimentado un crecimiento particularmente elevado en el pasado reciente. Este es el caso, por ejemplo, de las actividades que generan comisiones, como las finanzas corporativas y los servicios de gestión de activos.

Ante la existencia de crecientes vínculos y tendencias comunes en la actividad de las entidades de crédito, el Comité de Supervisión Bancaria ha desarrollado su cometido, en el contexto de la función del Eurosistema de contribuir a la buena gestión de las políticas de supervisión y estabilidad financiera, en dos *direcciones principales*.

En primer lugar, se han mejorado los instrumentos utilizados en el *análisis macroprudencial del sector bancario*, proponiendo un marco completo de seguimiento del riesgo sistémico en el sector bancario en el ámbito de la UE y de la zona del euro. En particular, este marco, basado en la combinación de datos estadísticos y de una evaluación cualitativa y, en lo posible, prospectiva, por parte de las autoridades de supervisión nacionales, tiene por objeto detectar y examinar de forma sistemática cualquier hecho o acontecimiento que pudiese amenazar la estabilidad del sector bancario. Se ha mejorado notablemente la

información, que comprende datos de bancos centrales y de otras autoridades supervisoras, utilizada en este análisis. Por otro lado, se ha definido una serie de “indicadores macroprudenciales” y se sigue trabajando para perfeccionar aún más la información.

En el curso del año 2000, el Comité de Supervisión Bancaria realizó una *primera evaluación* de la estabilidad del sector bancario de la UE, que se actualizará periódicamente en el futuro. El seguimiento de la estabilidad sistémica en la UE y en la zona del euro permite, asimismo, detectar los aspectos que requieren un análisis más exhaustivo. Durante los primeros ejercicios de seguimiento, se dedicó una atención especial al análisis de los efectos de las variaciones de precios de los activos en el sector bancario de la UE³ y se examinaron los márgenes y las condiciones de concesión de crédito de las entidades de la UE.⁴ Por lo que se refiere a este último análisis, la conclusión principal fue que, en los últimos años (entre septiembre de 1997 y septiembre del 2000), los márgenes de las entidades de crédito se han estrechado, hecho que se ha atribuido, en gran parte, al aumento de la competencia que se ha experimentado. En particular, la competencia transfronteriza se ha intensificado en algunas regiones, siendo los países nórdicos y el Reino Unido e Irlanda un claro ejemplo de integración de mercados financieros regionales. Además el crecimiento de la banca telefónica y electrónica aumentó las presiones competitivas por parte de nuevos participantes. Para poder sostener unos márgenes más reducidos, las entidades de crédito deberían mantener unas sólidas políticas de constitución de provisiones, unos sistemas de gestión de riesgos y de control de costes eficaces y unos niveles adecuados de capital y de calidad de los activos. En cuanto a las condiciones de concesión de crédito de las entidades, la valoración global por parte de las autoridades de supervisión es, en general, satisfactoria, si bien existen evidencias de que,

3 Véase el informe titulado “Asset prices and banking stability”, publicado por el BCE en abril del 2000.

4 Véase el informe titulado: EU banks’ margins and credit standards, publicado por el BCE en diciembre del 2000.

Cuadro 13

Operaciones nacionales y transfronterizas en los balances de las OIFM de la zona del euro

	mm de euros, salvo indicación en contrario			
	Dic. 1997	Dic. 1998	Dic. 1999	Dic. 2000
Total activos interbancarios¹⁾	4.681	4.981	5.355	5.689
Préstamos a OIFM	3.886	4.087	4.303	4.465
operaciones nacionales (%)	59,7	61,4	62,1	60,8
operaciones con otros países de la zona del euro (%)	15,2	16,6	17,5	17,6
operaciones con el resto del mundo (%)	25,1	22,0	20,4	21,6
Otros activos frente a OIFM				
(valores e instrumentos del mercado monetario)	795	894	1.052	1.224
operaciones nacionales (%)	80,0	78,2	72,7	68,1
operaciones con otros países de la zona del euro (%)	12,7	14,5	18,4	19,8
operaciones con el resto del mundo (%)	7,3	7,3	8,9	12,1
Total crédito al sector no bancario²⁾	5.887	6.296	6.789	7.392
operaciones nacionales (%)	91,8	91,6	90,8	90,2
operaciones con otros países de la zona del euro (%)	2,3	2,6	3,0	3,2
operaciones con el resto del mundo (%)	5,9	5,8	6,2	6,6
Valores de renta fija emitidos por el sector no bancario²⁾	1.416	1.503	1.597	1.548
operaciones nacionales (%)	71,2	66,9	60,1	54,6
operaciones con otros países de la zona del euro (%)	16,0	19,2	24,5	26,5
operaciones con el resto del mundo (%)	12,8	13,9	15,4	18,9
Valores de renta variable	379	478	604	745
Otros activos	1.019	1.014	1.190	1.322
Total activo	13.382	14.272	15.535	16.696
Total depósitos interbancarios	4.104	4.469	4.883	5.179
operaciones nacionales (%)	58,9	58,5	57,4	55,2
operaciones con otros países de la zona del euro (%)	14,5	15,7	16,1	15,5
operaciones con el resto del mundo (%)	26,6	25,8	26,5	29,3
Total depósitos del sector no bancario²⁾	5.074	5.343	5.645	5.991
operaciones nacionales (%)	88,5	87,6	85,8	84,6
operaciones con otros países de la zona del euro (%)	5,5	5,6	5,3	5,2
operaciones con el resto del mundo (%)	6,0	6,8	8,9	10,2
Valores de renta fija³⁾	2.064	2.281	2.613	2.831
Capital y reservas	688	744	838	924
Otros pasivos	1.452	1.435	1.556	1.771
Total pasivo	13.382	14.272	15.535	16.696

Fuente: BCE.

1) Excluidas las acciones.

2) Incluidas las Administraciones Públicas.

3) Incluidos los instrumentos del mercado monetario.

con frecuencia, los sistemas de calificación interna de las entidades de crédito se basan, en gran medida, en las condiciones económicas vigentes, en lugar de tener en cuenta la evolución de la calidad de los activos a lo largo del ciclo económico. Sin embargo, se observan ya algunos ejemplos de entidades de crédito que están empezando a adoptar un enfoque a más largo plazo en este sentido.

En segundo lugar, el Comité de Supervisión Bancaria perfeccionó su análisis de los principales cambios estructurales que se han producido en los sistemas bancarios de la UE. La

actividad de este comité ha constituido una valiosa contribución a la labor de las autoridades supervisoras nacionales, al señalar los problemas importantes y las áreas que requieren un seguimiento más estrecho o una adaptación de las prácticas de supervisión. Tras los anteriores estudios de los posibles efectos de la UEM y de los avances tecnológicos sobre los sistemas bancarios y sobre la estructura de ingresos de las entidades de crédito de la UE,⁵ en el 2000 el trabajo se

5 Véanse los Informes Anuales del BCE de 1998 y 1999.

concentró en los efectos de la reestructuración del sector bancario y financiero mediante fusiones y adquisiciones⁶ y en la participación de las entidades de crédito en la gestión de patrimonios, concretamente, en la banca de inversión y los servicios de gestión de activos.

Durante varios años, el sistema bancario de la UE se ha visto sometido a un *proceso de reestructuración*. Entre enero de 1995 y junio del 2000, la mayor parte de las fusiones y adquisiciones se llevaron a cabo entre entidades de crédito nacionales, en particular entre las de menor tamaño. El proceso de concentración se observó, inicialmente, a escala nacional, siendo más pronunciado en los países más pequeños. Por el contrario, algunos de los países más grandes tienen todavía unos mercados bancarios bastante fragmentados, aunque el grado de concentración ha aumentado también en estos países. Más recientemente, el número de fusiones y adquisiciones ha crecido, con una participación más alta de entidades de mayor tamaño. Por lo que respecta a las fusiones y adquisiciones internacionales, en la mayor parte de las operaciones ha participado, al menos, una entidad no perteneciente al Espacio Económico Europeo (EEE). Si bien se han constituido algunos grupos y conglomerados bancarios regionales, no se aprecia ninguna "tendencia" definida hacia fusiones y adquisiciones transfronterizas en el EEE, la UE o la zona del euro. Sin embargo, el motor de este proceso no se circunscribe al marco nacional. La importancia creciente de los acuerdos con participación de entidades de crédito de gran tamaño parece estar relacionada con la transformación de la actividad en los mercados de dinero y de capitales de la UE y de la zona del euro tras la introducción de la moneda única. La tendencia hacia la concentración bancaria en Estados Unidos indica que algunos de los factores en juego tienen, en efecto, un alcance internacional. Otra característica de la reestructuración son los conglomerados financieros, definidos como grupos de empresas financieras que operan en diferentes ámbitos del sector financiero, que se han creado en varios Estados miembros. El proceso de constitución de conglome-

rados viene promovido, fundamentalmente, por las entidades de crédito, dado que estas entidades han experimentado una fuerte expansión en la gestión de carteras.

La *gestión de patrimonios*, que comprende los servicios de banca de inversión, destinados a clientes acaudalados, y los servicios de gestión de activos, que abarcan la gestión de las carteras financieras, la venta de productos y el asesoramiento de los clientes, está creciendo rápidamente en la UE. Esta expansión ha proporcionado a las entidades de crédito de la UE un incentivo comercial para entrar en el negocio en un momento en el que la competencia se está intensificando en los mercados más tradicionales. La gestión del patrimonio ofrece a las entidades de crédito la oportunidad de efectuar ventas cruzadas entre sus clientes, contrarrestando así la tendencia hacia la desintermediación. La banca de inversión se diferencia de la gestión de activos en la medida en que permite agrupar los servicios y los productos, conteniendo, en este caso, la tendencia hacia una reducción de los márgenes en los productos normalizados.

Las entidades de crédito han desempeñado una función importante en la gestión de activos durante muchos años, pero su participación puede haber crecido en los últimos tiempos. La banca de inversión, que solía ser una actividad especializada, ha visto la entrada de un elevado número de nuevos participantes, entre los que figuran varios de los principales bancos universales y de inversión. Las entidades de crédito consideran que estas líneas de actividad son más rentables y ofrecen unos resultados más estables que los servicios bancarios tradicionales. La rentabilidad de estas líneas es mayor, debido al hecho de que, en general, están sometidas a requisitos de capital menos rigurosos, dado que numerosas actividades conexas se realizan fuera de balance. Sin embargo, se considera que el riesgo de reputación es más elevado en la gestión de patrimonios que en la banca tradicio-

⁶ Véase el informe titulado *Mergers and acquisitions involving the EU banking industry – facts and implications*, publicado por el BCE en diciembre del 2000.

nal. Existen señales de aumento de la competencia en la gestión de patrimonios, ya que las barreras están cayendo, a consecuencia del desarrollo de Internet, podría incrementarse la entrada de nuevos proveedores de servicios.

Además de los dos aspectos mencionados anteriormente, el Comité de Supervisión Bancaria ha empezado a analizar el riesgo-país, al tiempo que proseguían los trabajos sobre las centrales de información de riesgos y los sistemas de alerta rápida para los supervisores.

3 Avances en materia de normativa

El principal avance en materia de normativa en el ámbito internacional fue *la revisión del marco para la adecuación del capital de las entidades de crédito* realizada por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea. En el año 2000, este Comité dedicó la mayor parte de su actividad a perfeccionar su propuesta, que se plasmó en un segundo documento de consulta, publicado en enero del 2001 y sobre el que se esperan comentarios antes de finales de mayo. Está previsto que el nuevo marco sea adoptado a finales del 2001 y que se ponga en práctica en el 2004 en todos los países del G10, o incluso en más países, dado el alcance mundial del Acuerdo de Basilea.

El nuevo marco normativo propuesto se fundamenta en *tres pilares*. El primer pilar, es decir, los requisitos mínimos de capital, presenta en un nuevo marco para la medición del riesgo de crédito, que comprende: (i) la modificación del enfoque estándar para incluir las evaluaciones de las agencias de calificación externas y (ii) la introducción del enfoque basado en calificaciones internas, a partir de los sistemas de medición de riesgos aplicados por las propias entidades de crédito. Además de estos elementos, también son importantes el tratamiento explícito de la titulización de activos desde el punto de vista de la supervisión, el reconocimiento de una amplia gama de técnicas de mitigación del riesgo y un requisito específico de capital para el riesgo operativo. El segundo pilar es el proceso de revisión que realizan los supervisores, con el fin de garantizar que las posiciones de capital de las entidades de crédito estén en línea con su perfil global de riesgos. El tercer pilar es el fortalecimiento de la disciplina de mercado, cuyo objetivo es proporcionar a los participantes en el mercado la información necesi-

ria para permitirles evaluar correctamente el perfil de riesgos y la adecuación del capital de las entidades de crédito. Una de las principales innovaciones del nuevo régimen normativo es la mayor sensibilidad al riesgo global en que se fundamentan los requisitos de capital. También ofrece a las entidades de crédito incentivos para adoptar técnicas más sofisticadas y sensibles al riesgo para hacer frente al riesgo de crédito y al riesgo operativo.

El BCE, que participa como observador en el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, formuló un dictamen sobre el primer documento de consulta que éste presentó en junio de 1999. Este dictamen ponía de relieve la necesidad de alcanzar un equilibrio entre los instrumentos utilizados para controlar las pautas de asunción de riesgos de las entidades de crédito (al nivel individual) y el impacto general de la regulación de capital sobre la situación financiera y macroeconómica (al nivel global).

Al nivel de la UE, los trabajos acometidos en materia de normativa se centraron, principalmente, en: (i) los requisitos de capital de las entidades de crédito y de las sociedades de inversión de la UE y (ii) los conglomerados financieros. En ambos casos, estos trabajos fueron realizados por la Comisión Europea, con la asistencia de los comités consultivos sectoriales y de acuerdo con las prioridades establecidas en el Plan de Acción de los Servicios Financieros, con el fin de perfeccionar el marco normativo de la UE para los mercados financieros. La Comisión Europea deberá presentar una propuesta de proyecto de Directiva sobre cada uno de estos temas en el transcurso del 2001.

Por lo que se refiere a la *adecuación del capital* en la UE, el objeto de los trabajos es adaptar las correspondientes normas comunitarias al nuevo régimen normativo que deberá ser acordado por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, sin dejar de tener en cuenta las características específicas del sector financiero de la UE y el hecho de que el marco normativo es de obligado cumplimiento para todas las entidades de crédito y sociedades de inversión de la UE. Al comienzo del 2001, la Comisión Europea presentó un segundo documento de consulta, en el que se describían los principales aspectos del nuevo marco normativo.

En cuanto a los *conglomerados financieros*, los trabajos tuvieron por objeto establecer un

marco normativo completo para la UE, en el que tuvieran cabida varios temas, tales como la adecuación del capital de los conglomerados financieros, las operaciones dentro de un mismo grupo y la concentración de riesgos, la honorabilidad y profesionalidad de los directivos y la idoneidad de los accionistas, la función de un coordinador para la supervisión de los conglomerados y el intercambio de información entre las autoridades. El BCE contribuye, asimismo, a los trabajos de la Comisión Europea, participando en el Comité Consultivo Bancario como observador.

Por otro lado, se ha adoptado la Directiva sobre el saneamiento y la liquidación de las entidades de crédito, en la que se establece el mutuo reconocimiento de estos procedimientos.



VU – Ziekenhuis, Kinderkliniek Amsterdam, Países Bajos

Sin título

Capítulo VIII

Producción de billetes denominados en euros y preparativos para el canje del efectivo

1 Producción de billetes y monedas en euros

La producción de billetes en euros corre a cargo de los BCN y de empresas privadas y públicas. La impresión se está llevando a cabo en las catorce fábricas participantes. (En Grecia, que acaba de integrarse en la zona del euro, la producción ha empezado en el último trimestre del 2000). La cantidad de billetes que deben imprimirse se ha revisado, debido a la incorporación de Grecia en el Eurosistema y a cambios en las necesidades estimadas. Para el mes de enero del 2002, la producción deberá haber alcanzado unos 14,25 mm de

billetes, tanto para la puesta en circulación como para las reservas logísticas (véase cuadro 14), por un valor facial total del orden de 642 mm de euros.

Los Estados miembros son responsables de la producción de las monedas en euros, que están siendo acuñadas por quince fábricas en once países. Según las estimaciones actuales, se producirán, en total, en torno a 50 mm de monedas, por un valor cercano a 16 mm de euros.

2 Calidad de los billetes y monedas en euros

Se ha creado una base de datos en la que se recopilará la información que faciliten las Casas de la Moneda y las fábricas sobre la calidad de las monedas y los billetes denominados en euros, al tiempo que proporcionará datos mensuales agregados de su calidad.

2.1 Calidad de los billetes

Cumplir las mismas normas de calidad en todas las fábricas participantes no es tarea fácil. Se ha implantado un sistema de control de calidad común, que ha requerido mucho trabajo, y que está implantado en todas las fábricas. Además, prosiguen los esfuerzos para optimizar los sistemas de calidad. Los mecanismos utilizados para detectar variaciones funcionan bien y se investiga todo cambio en la calidad, que es objeto de un cuidadoso pro-

ceso de toma de decisiones conforme a la norma ISO 9000.

2.2 Calidad de las monedas

El BCE sigue actuando como asesor independiente sobre la calidad de las monedas en euros en las Casas de la Moneda que participan en su producción. En el ejercicio de estas funciones, el BCE debe apoyar el uso del sistema de control de calidad, supervisar las Casas de la Moneda mediante auditorías periódicas de la calidad e informes mensuales sobre los avances realizados, que han sido constantes a lo largo del año. El BCE no ha tenido que alertar a los ministros de Economía y Finanzas de ningún problema de calidad.

3 Protección de los billetes y monedas en euros contra la falsificación

La implantación de las bases de datos del sistema de control de falsificaciones, que almacenará la información técnica y estadística sobre falsificaciones de billetes y monedas en euros, ha proseguido conforme a los planes previstos. Tras determinar las necesidades de los usuarios y realizar un estudio de viabilidad en 1999, se completaron las especificaciones funcionales en la primera mitad

del 2000, pasando, a continuación, a la fase de desarrollo. Está previsto que la instalación, las pruebas y la aceptación del sistema continúen hasta junio del 2001 y se dedicará un período de cinco meses (de julio a noviembre del 2001) a la formación y a las eventuales medidas correctoras. Finalmente, la base de datos del sistema de control de falsificaciones será operativa en diciembre del 2001, un mes

antes de la emisión de los billetes y monedas en euros.

Al mismo tiempo, el BCE está creando un centro de análisis de falsificaciones, para el que está seleccionando el personal (expertos en falsificación y personal técnico y administrativo) y adquiriendo el equipo técnico necesario. Este centro estará dotado de los instrumentos requeridos para analizar las diferencias entre los billetes falsos y los auténticos, en concreto, en lo que respecta a los elementos de seguridad de los billetes.

Se han intensificado los contactos con Euro-pol, Interpol y la Comisión Europea, con el fin de establecer los mecanismos de comunicación y colaboración necesarios para garantizar un intercambio de información eficaz para la lucha contra la falsificación y su prevención.

El BCE ha colaborado estrechamente con Euro-pol y la Comisión Europea en la preparación de un borrador de Reglamento del Consejo sobre la protección del euro frente a la falsificación. El BCE fue debidamente consultado en septiembre del 2000 y emitió su Dictamen en diciembre.

4 Campaña de información Euro 2002

Como parte de los preparativos para la introducción de los billetes y monedas en euros, el BCE y los doce BCN del Eurosistema están llevando a cabo la Campaña de Información Euro 2002, con un presupuesto de 80 millones de euros. Tras la convocatoria de un concurso público, la empresa Publicis Worldwide B.V. ha sido seleccionada para asistir al BCE en dicha campaña. El contrato se firmó en la primavera del 2000 y la están llevando a cabo el BCE, a nivel internacional, y los doce BCN, a nivel nacional.

La campaña, puesta en marcha en coordinación con iniciativas similares a cargo de las autoridades nacionales, gira en torno a cuatro mensajes principales:

- la apariencia de los billetes y monedas,
- los elementos de seguridad que permitirán reconocer los billetes y monedas auténticos,
- las denominaciones,
- las modalidades generales canje.

Estos mensajes se transmiten a través de tres canales principales: una campaña publicitaria en los medios de comunicación, contactos con la prensa, relaciones públicas y colaboración con otros grupos que realizan actividades similares (a través del Plan de Colaboración).

4.1 Campaña publicitaria en los medios de comunicación

La campaña publicitaria en los medios de comunicación, que empezará a finales del 2001 y se prolongará hasta comienzos del 2002, promocionará la introducción de los billetes y monedas en euros, informando al público sobre su apariencia y los elementos de seguridad incorporados, además de explicar cómo se realizará el canje del efectivo. La campaña se desarrollará en la televisión, la radio y los periódicos de todos los países de la zona del euro. El diseño del material publicitario, la selección de las cuñas publicitarias y los demás detalles se coordinarán a escala nacional para utilizar al máximo los medios de comunicación disponibles y unificar contenidos y programas con otras campañas, en particular, las organizadas por las autoridades nacionales.

4.2 Contactos con la prensa y relaciones públicas

El interés del público en la introducción de los billetes y monedas en euros crecerá sustancialmente a medida que se acerque el 1 de enero de 2002. La campaña tiene por objeto potenciar este interés y facilitar información exacta sobre los billetes y monedas por medio de actividades de relaciones públicas y

contactos con la prensa. Estos esfuerzos contribuirán a sensibilizar al público sobre la transición al euro y a conseguir una mayor aceptación de la nueva moneda. El programa de relaciones públicas previsto para el 2001 comprende las “Conferencias de la Campaña de Información Euro 2002”, una serie de conferencias en los países miembros del Eurosistema, y el “Countdown to the euro”, la cuenta atrás hacia el euro, con distribución de material informativo a la prensa. Al igual que el resto de la campaña, este programa se lleva a cabo a escala internacional y nacional.

4.3 Plan de Colaboración

El Plan de Colaboración tiene los objetivos siguientes destinados a ampliar el alcance de la campaña de información :

- conseguir la colaboración de entidades que pueden ayudar a facilitar al público una información exacta sobre la introducción del euro,
- maximizar el efecto multiplicador de la actuación de estas entidades,
- garantizar una distribución eficiente del material informativo del Eurosistema sobre los billetes y monedas en euros en los puntos en los que más se necesitarán, como, por ejemplo, los establecimientos de venta al por menor.

5 Introducción de los billetes y monedas en euros en el año 2002

Por lo que se refiere al canje, se ha creado un Comité de Coordinación para el Canje del Efectivo en el Eurosistema. Este Comité, que está integrado por representantes del BCE y de los doce BCN, será responsable de la coordinación general del canje de los billetes y monedas en euros hasta finales de febrero del 2002. Además de realizar el seguimiento de los trabajos preparatorios para la emisión del efectivo y su canje, el Comité establecerá un sistema de intercambio de información en el ámbito del Eurosistema hasta el día € y posteriormente. Para preparar la introducción del euro a comienzos de 1999

Las entidades colaboradoras pertenecen, entre otros, al sector público, la banca, el comercio minorista y los sectores de turismo y educación.

La ejecución del Plan de Colaboración corre a cargo de los BCN en sus respectivos países y del BCE a escala internacional.

4.4 Otros elementos

A comienzos del 2001, el BCE creó en Internet una página dedicada al euro (www.euro.ecb.int), que está desempeñando un papel muy importante a la hora de proporcionar una información completa sobre los billetes y monedas en euros.

La campaña está también dirigida a los cajeros y a las fuerzas de seguridad, así como a otros colectivos seleccionados fuera de la zona del euro; y se están tomando medidas específicas para ayudar a los sectores más vulnerables de la población.

Asimismo, se difundirá información completa fuera de la zona del euro, y en particular, en los países candidatos a la UE y en otros países en los que existe un uso extendido de las monedas del Eurosistema.

y la transición al año 2000 se crearon unos comités similares.

5.1 Modelo financiero para el canje del efectivo en el 2002

El Consejo de Gobierno del BCE ha acordado los principios generales del modelo de canje del efectivo en el 2002.¹ Para ello se ha tenido

¹ Orientación del BCE por la que se adoptan determinadas disposiciones sobre el cambio de moneda en 2002 (BCE/2001/1), DO L 55 de 24.2.2001, p. 80.

en cuenta el papel fundamental que las entidades de crédito han de desempeñar en el canje para que éste se realice con éxito. Las decisiones adoptadas en relación con dicho canje se refieren a los siguientes aspectos:

- distribución y redistribución anticipadas,
- modelo de débito,
- cobertura de riesgos.

Distribución y redistribución anticipadas

El Eurosistema reconoce que, para poder acortar el período de canje del efectivo, tal como acordó el Consejo ECOFIN en noviembre de 1999, será necesario distribuir anticipadamente los billetes y monedas en euros a las entidades de crédito y, por mediación de estas, a otros grupos seleccionados (redistribución anticipada a minoristas, a empresas de transporte de fondos y a compañías de máquinas expendedoras).

A estos efectos, el Consejo de Gobierno ha acordado iniciar la distribución y redistribución anticipadas de billetes a grupos profesionales seleccionados, a partir del 1 de septiembre de 2001. Sin embargo, cada BCN podrá actuar libremente, dentro del plazo límite, para responder a la demanda de distribución anticipada. Esto supone también que el plazo de entrega anticipada aplicable a escala nacional puede diferir tanto de un grupo seleccionado a otro, como entre los billetes y las monedas. En nueve países, las autoridades nacionales distribuirán las monedas a las entidades de crédito a partir de septiembre del 2001. Dicha decisión se basa en el hecho de que las monedas son más difíciles de transportar que los billetes, por su mayor volumen, al tiempo que, por su menor valor, presentan a las entidades de crédito un riesgo más reducido. Tres países contemplan una distribución anticipada de billetes en la misma fecha que las monedas. La mayor parte de los demás países retrasará la distribución de billetes hasta noviembre o diciembre del 2001.

Por lo que respecta a los diferentes grupos seleccionados, todos los países reconocen la

necesidad de proporcionar a las entidades de crédito tanto billetes como monedas en euros antes del 1 de enero de 2002.

Por otro lado, once países suministrarán al sector minorista monedas en euros y, en particular, billetes de baja denominación, antes del día € (redistribución anticipada). Ello se debe a que, contrariamente a los billetes, la puesta en circulación de las monedas se realiza, generalmente, más a través del comercio minorista que por mediación de las entidades de crédito. En cuanto a las compañías de máquinas expendedoras, dada la necesidad de cargar las máquinas con monedas denominadas en euros antes del día €, siete países han decidido redistribuir monedas anticipadamente a dicho sector, mientras que los cinco países restantes están considerando esta opción.

De acuerdo con la declaración formulada por el Consejo ECOFIN en noviembre de 1999, las monedas en euros podrán suministrarse al público en la segunda mitad de diciembre del 2001. Diez países contemplan actualmente esta posibilidad y dos países no tienen, por el momento, planes en este sentido, al considerar que los posibles beneficios de suministrar monedas en euros al público no compensan los costes de distribución o los riesgos asociados a una distribución anticipada.

Modelo de débito

El Consejo de Gobierno ha adoptado un modelo de débito que tendrá en cuenta adecuadamente las tenencias adicionales de efectivo por parte de las entidades de crédito derivadas del canje de billetes y monedas en el 2002. El modelo de débito, que es simple y fácil de implantar, no interferirá en las relaciones entre las entidades de crédito y sus clientes y funcionará de la manera siguiente:

- El valor de los billetes y monedas en euros distribuidos anticipadamente a las entidades de crédito o a sus agentes se adeudará en las cuentas que éstos mantengan en los BCN, por su valor facial y de acuerdo con

el siguiente “modelo de débito lineal”: Se adeudará 1/3 de la cantidad total cada uno de los días 2, 23 y 30 de enero de 2002.

- El valor del efectivo en euros entregado a las entidades de crédito o ingresado por ellas a partir del 1 de enero de 2002 se adeudará o abonará de acuerdo con las prácticas habituales.
- El valor del efectivo denominado en las monedas nacionales ingresado por las entidades de crédito a partir del 1 de enero de 2002 se abonará de acuerdo con las prácticas habituales.

Cobertura de riesgos

El Consejo de Gobierno ha aprobado las siguientes disposiciones para la cobertura de riesgos:

Hasta finales de diciembre del 2001, los BCN seguirán reteniendo la propiedad de los billetes en euros distribuidos anticipadamente. En caso de que los BCN consideren que esto no es jurídicamente viable, las entidades podrán entregar activos en concepto de garantía de dichos billetes. También podrán proporcionarse activos de garantía paralelamente a acuerdos de retención de la propiedad.

Las garantías a favor de los BCN habrán de estar constituidas, a más tardar, al final del último día hábil del 2001 y deberán cubrir el importe de los billetes y monedas entregados anticipadamente, hasta el 31 de diciembre de 2001, inclusive.

Todos los activos admitidos como garantía para las operaciones de crédito del Eurosistema y cualesquiera otros activos aprobados por el Consejo de Gobierno, a propuesta de un BCN, lo serán también para la distribución y redistribución anticipadas. Asimismo, se aceptarán activos de garantía en forma de depósito dinerario, remunerado al mismo tipo de interés que el aplicado a las reservas mínimas exigidas, o en cualquier otra forma que los BCN consideren oportuna.

Los BCN se asegurarán de que las entidades de crédito asuman, al menos, la cobertura del riesgo de pérdidas por destrucción, robo o sustracción de los billetes y monedas distribuidos anticipadamente y propiedad de los bancos centrales nacionales, mediante una póliza de seguros o cualquier otro medio adecuado. Las condiciones de distribución anticipada no contemplan la cobertura del riesgo de las propias entidades de crédito, que quedará bajo su entera responsabilidad.

Con el fin de determinar si las entidades de crédito o sus agentes cumplen con su obligación de prevenir el uso anticipado por el público de los billetes en euros distribuidos con antelación y con el único propósito de comprobar la presencia de los citados billetes, los BCN podrán asegurarse de que los contratos de distribución anticipada incluyan cláusulas de auditoría e inspección.

Se considerará que todo incumplimiento de sus obligaciones por parte de las entidades de crédito o sus agentes, que incluye la puesta en circulación o acciones que pueden conducir a la puesta en circulación de los billetes en euros antes del 1 de enero de 2002, perjudica al objetivo del Eurosistema de facilitar el proceso de introducción de euro y, como tal, estará sujeto al pago de las penalizaciones contractuales que se consideren adecuadas. Las penalizaciones exigidas por los BCN estarán definidas en proporción al perjuicio causado.

A su vez, los BCN exigirán a las entidades de crédito la inclusión, en sus contratos de redistribución anticipada con los minoristas, de cláusulas que garanticen un nivel de protección equivalente.

Las garantías establecidas a favor de los BCN deberán estar constituidas a partir del momento en que empiece la redistribución anticipada y cubrirán el importe de los billetes y monedas redistribuidos anticipadamente, hasta la extinción de las obligaciones garantizadas.

5.2 Canje del efectivo fuera de la zona del euro

Teniendo en cuenta que la circulación fiduciaria del euro comenzará el 1 de enero de 2002, la transición a la nueva moneda deberá hacerse de la manera más fluida posible para que los clientes que necesiten billetes en euros puedan obtenerlos sin problemas. En este sentido, es también fundamental preparar adecuadamente la transición al euro en los mercados internacionales y entre el público, para reducir al mínimo los costes y las posibles perturbaciones.

A estos efectos, para contribuir a facilitar la puesta en circulación de los nuevos billetes y monedas fuera de la zona del euro, el Consejo de Gobierno del BCE ha adoptado las medidas siguientes:

- Se permitirá que las entidades de crédito que actúan como contrapartida en las operaciones de política monetaria del Eurosistema distribuyan billetes recibidos anticipadamente a sus sucursales o a sus sedes centrales situadas fuera de la zona del euro.
- Se permitirá que las entidades de crédito que desarrollan su actividad fundamentalmente en la zona del euro redistribuyan anticipadamente billetes a sus filiales que también sean entidades de crédito y que estén situadas fuera de la zona del euro.
- Se permitirá que las entidades de crédito que desarrollan su actividad fundamentalmente en la zona del euro redistribuyan anticipadamente billetes a otras entidades de crédito que no tengan su domicilio legal ni su sede central en la zona del euro.

La distribución y redistribución anticipadas del efectivo se realizarán de acuerdo con las modalidades financieras expuestas en el apartado 5.1, con la excepción de que las entidades de crédito no podrán empezar a distribuir billetes en euros fuera de la zona del euro antes del 1 de diciembre de 2001. Por otro lado, no se permitirá redistribuir anticipadamente billetes en euros a terceros fuera de la zona del euro.

Además, en la primera mitad del 2001, el Eurosistema está estudiando otras medidas, tales como la participación directa en la distribución anticipada de billetes por parte de bancos centrales de países no pertenecientes a la zona del euro.

5.3 Duración del período de doble circulación

En la práctica, la velocidad a la que se realizará el canje del efectivo dependerá de la respuesta del público, de la capacidad de las distintas partes involucradas y de las infraestructuras nacionales existentes. Cuanto más prolongado sea el período de canje del efectivo, más altos serán los costes de la doble circulación para las entidades de crédito y el sector minorista. Por esta razón, se ha alcanzado un consenso sobre la necesidad de acortar sensiblemente el período de doble circulación con respecto al máximo de seis meses establecido por el Consejo de la UE en 1995.

En ocho Estados miembros, el período de doble circulación durará hasta el final del mes de febrero del 2002. Algunos países han optado por un período de doble circulación más corto que el máximo de dos meses acordado por el Consejo ECOFIN. En los Países Bajos, el florín dejará de tener curso legal el 28 de enero de 2002. En Alemania, esto se producirá a finales del 2001, aunque los distintos sectores implicados se han comprometido a aceptar el marco alemán, al menos, hasta el 28 de febrero de 2002. En Irlanda, pendiente de la aprobación del gobierno, y en Francia, los billetes y monedas nacionales cesarán de tener curso legal el 9 y el 17 de febrero de 2002, respectivamente.

Los detalles sobre los planes nacionales de canje del efectivo pueden consultarse en la página oficial del Eurosistema sobre el euro en Internet (www.euro.ecb.int), en la sección titulada "Prepararse para el euro".

5.4 Canje de los billetes nacionales por parte de los bancos centrales nacionales

Como los billetes y monedas en euros no se emitirán hasta el 1 de enero de 2002, los billetes y monedas de curso legal en la zona del euro siguen siendo los nacionales. Durante el período transitorio, con el fin de garantizar que las monedas nacionales sean perfectamente sustituibles entre sí, el canje de los billetes nacionales de la zona del euro se realizará de conformidad con lo dispuesto en el artículo 52 de los Estatutos del SEBC. Así, los BCN garantizarán, en al menos una localidad de sus respectivos países, el canje de billetes de otros Estados miembros participantes por sus propios billetes y monedas o, si así se solicitara y si la legislación nacional contempla esta posibilidad, su abono en cuenta en la entidad que efectúa el canje, siempre a los tipos de cambio vigentes. El Consejo de Gobierno ha decidido ampliar el plazo que estaba previsto con arreglo al citado artículo 52, desde finales del 2001 hasta el final del mes de marzo del 2002. No obstante, durante el primer trimestre de 2002, las unidades monetarias nacionales se canjearán por euros.

Unas 500 sucursales de los BCN situadas en la zona del euro han seguido interviniendo en el canje de billetes de otros países de la zona. El valor total de los billetes repatriados, a tenor del procedimiento comentado, a sus respectivos países de emisión fue de 9,3 mm de euros, correspondiente a 169,7 millones de unidades de billetes.

5.5 Adaptación de los cajeros automáticos y de las máquinas clasificadoras y expendedoras

En mayo y septiembre del 2000, el BCE reunió durante unas semanas en Neu-Isenburg, cerca de Fráncfort, a los fabricantes de máquinas expendedoras y clasificadoras de billetes, para ofrecerles la oportunidad de realizar pruebas con los billetes en euros, destinadas a facilitar la adaptación de las máquinas y los sensores. En las pruebas participaron un total de 55 empresas, que se mostraron, en general, satisfechas de los resultados, en cuanto a la capacidad de lectura de billetes en euros de las máquinas.

Cuadro 14

Cantidades de billetes en euros que habrán de producirse antes del 1 de enero de 2002 (millones de unidades)

Bélgica	530
Alemania	4.342
Grecia	597
España	1.924
Francia	2.240
Irlanda	222
Italia	2.380
Luxemburgo	46
Países Bajos	659
Austria	550
Portugal	536
Finlandia	225
Total zona del euro	14.251



Sir-Karl-Popper-Schule, Vienna, Austria

Autor: Christian Ludwig Attersee. Sin título

Capítulo IX

Desarrollo del sistema estadístico

I Introducción

En el año 2000, el trabajo estadístico del BCE se centró en garantizar que la información necesaria para el adecuado cumplimiento de las funciones del Eurosistema continuara siendo recibida, procesada, difundida y publicada puntualmente, con un alto nivel de calidad y con una buena base documental. Dicho trabajo se llevó a cabo en estrecha colaboración con los BCN, que son los que recogen los datos que proporcionan las unidades informantes y elaboran las estadísticas nacionales necesarias para construir los agregados de la zona del euro. En el documento titulado “Estadísticas recopiladas y elaboradas por el SEBC”, de mayo del 2000, se presentan los criterios que sirven de base para las estadísticas de la zona del euro a cargo del BCE. Este documento actualiza el informe titulado “*Statistical requirements for Stage Three of*

Monetary Union (Implementation package)” de julio de 1996, y describe las estadísticas disponibles en la actualidad. El documento se refiere a las estadísticas monetarias y bancarias y a otras estadísticas conexas, a las estadísticas de balanza de pagos y relacionadas y a las cuentas financieras, incluidas las estadísticas de las Administraciones Públicas. Las necesidades de información en las áreas de precios y costes, contabilidad nacional, mercado de trabajo, ingresos y gastos públicos, indicadores de coyuntura sobre producción y demanda y encuestas de opiniones empresariales y de confianza de los consumidores, que se definieron inicialmente en el *Implementation package*, se confirman en el documento titulado “Requisitos de información en el ámbito de las estadísticas económicas generales”, de agosto del 2000.

2 Estadísticas monetarias y bancarias y estadísticas sobre los mercados financieros

La recopilación y publicación de las estadísticas del balance consolidado de las Instituciones Financieras Monetarias (IFM) de la zona del euro prosiguió sin problemas durante el 2000, lo que permitió que el BCE informara con puntualidad de la evolución monetaria de la zona del euro. En abril, la publicación de datos trimestrales en el *Boletín Mensual del BCE* se amplió para incluir, en particular, el detalle por contrapartidas y por instrumentos de los depósitos mantenidos en las IFM y el detalle por instrumentos de los principales saldos activos y pasivos de las IFM con el resto del mundo. Mensualmente se publican agregados monetarios desestacionalizados, cuya metodología se describe en el documento del BCE “*Seasonal adjustment of monetary aggregates and HIPC for the euro area*”, de agosto del 2000.

Se ha logrado una mayor coherencia entre los flujos derivados del balance consolidado de las IFM de la zona del euro y los correspondientes flujos de las estadísticas de balanza de pagos.

Las IFM proporcionan datos mensuales y trimestrales sobre sus balances. La “Lista de IFM”, que se actualiza mensualmente, se publica en la dirección del BCE en Internet. Es necesario aplicar de forma homogénea la definición de IFM en toda la zona del euro y en la Unión Europea.

El Reglamento del BCE relativo al balance consolidado del sector de las IFM (BCE/1998/16), que entró en vigor el 1 de enero de 1999, se actualizó en el 2000. La primera actualización, que finalizó en agosto, introdujo un conjunto de cambios para clarificar desde un punto de vista jurídico la aplicación del sistema de reservas mínimas obligatorias. Los cambios se referían a la última revisión de los datos sobre reservas mínimas, a las fusiones y escisiones en las que participen entidades de crédito (que son mayoría entre las IFM) y a la revisión del Anexo II del Reglamento del BCE. La segunda actualización terminó a principios de noviembre y presenta las disposiciones transitorias relativas al sistema de reservas mínimas a la luz de la integración de Grecia en

la zona del euro. Además, se iniciaron trabajos de mejora de las estadísticas de balances de las IFM y de armonización de la forma en que se realizan los ajustes de revalorización para la obtención de flujos a partir de las estadísticas de balances de las IFM. Igualmente, se están mejorando las estadísticas sobre tipos de interés aplicados por las IFM a su clientela; durante el año 2000 se inició la creación de un sistema armonizado de remisión de información. En la actualidad, se dispone mensualmente de diez tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela, obtenidos a partir de las estadísticas nacionales existentes. Se publican en el *Boletín Mensual del BCE*. El BCE publica también en su dirección de Internet los tipos de interés nacionales más importantes de todos los Estados miembros. El BCE está recopilando los datos disponibles sobre dinero electrónico, que publicará a intervalos regulares. El SEBC, consciente de las implicaciones que imponen los nuevos requisitos sobre los agentes informadores, está preparando un análisis de ventajas y costes, sobre el que dichos agentes podrán ser consultados.

En el mes de noviembre se modificó la Orientación del BCE relativa a determinados requerimientos de información del BCE y a los procedimientos de remisión de información por parte de los bancos centrales nacionales sobre estadísticas monetarias y financieras. La Orientación del BCE tiene carácter obligatorio para el Eurosistema.

3 Estadísticas de balanza de pagos, reservas internacionales y posición de inversión internacional, y tipos de cambio efectivos

La recopilación y publicación de estadísticas mensuales y trimestrales de balanza de pagos de la zona del euro se desarrolló sin problemas durante el año 2000. En la medida en que se consideró necesario, se introdujeron nuevas mejoras en la contribución de los Estados miembros al agregado de la zona del euro. El BCE ha contribuido al debate sobre la evolu-

Las estadísticas mensuales de emisiones de valores por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda, que se publicaron por primera vez a finales de 1999, registraron mejoras en el año 2000 en lo que respecta a su cobertura, al detalle por sectores y a la fiabilidad de los datos. A principios de año, se publicó un detalle por sector emisor de los saldos vivos y de las emisiones brutas denominadas en euros, que fue seguido, en marzo del 2000, de una ampliación que incluía un desglose sectorial en las emisiones netas. Las series históricas sobre emisiones de valores se publicaron en la dirección del BCE en Internet en marzo del 2001.

Se han ampliado los datos sobre índices bursátiles. Las estadísticas de los mercados financieros se publican en el *Boletín Mensual del BCE* y también pueden consultarse en la dirección del BCE en Internet.

El primer conjunto de datos trimestrales sobre el balance agregado de las entidades de crédito (distinto del sector IFM en su conjunto) se halla disponible para su utilización en el análisis macroprudencial.

A lo largo del 2000 se iniciaron los trabajos preparatorios para la elaboración de estadísticas de balances trimestrales y otras estadísticas sobre los intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y de los fondos de pensiones. Las instituciones de inversión colectiva (excluidos los fondos del mercado monetario, que se incluyen en el sector de IFM) constituyen el grueso de tales intermediarios en la zona del euro.

ción futura de los sistemas de recopilación de datos de balanza de pagos en las nuevas circunstancias creadas por la UEM, especialmente de los datos que tradicionalmente se han venido obteniendo de las liquidaciones que realizan los bancos por cuenta de su clientela. Uno de los objetivos es facilitar los pagos transfronterizos dentro de la zona del euro.

En lo que se refiere a la fiabilidad de las estadísticas, las cuentas de inversiones de cartera y de otras inversiones son las que plantean el mayor desafío para quienes elaboran las estadísticas de balanza de pagos y las relacionadas con ellas. Se ha avanzado en la creación de una base de datos de valores centralizada, que se considera clave para la mejora significativa de los datos de la cuenta de inversiones de cartera en el medio plazo. Además, también podría redundar en beneficio de otras áreas estadísticas que interesan al BCE. El registro de las tenencias de valores negociables sigue constituyendo una de las mayores dificultades pendientes.

La cuarta edición de la publicación titulada *“European Union balance of payments/international investment position statistical methods”* proporciona información detallada para los usuarios de dichas estadísticas. La nueva edición incluye una guía de elaboración que describe, con más detalle del que se presentó con anterioridad, la metodología utilizada para cada una de las partidas de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional.

En cuanto a las estadísticas de reservas internacionales, el BCE inició en el 2000 la publicación de datos agregados del Eurosistema, con datos separados para el BCE, utilizando el nuevo esquema normalizado sobre reservas internacionales y liquidez en moneda extranjera desarrollado conjuntamente por el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco de Pagos Internacionales (BPI). A partir del mes de abril del 2000, se ha venido publicando en

la dirección del BCE en Internet un conjunto completo de datos mensuales elaborados conforme a dicho esquema normalizado. En octubre, el BCE publicó un documento que explicaba detalladamente la recopilación de datos de las reservas internacionales del Eurosistema. Los Estados miembros publican los correspondientes datos nacionales.

En el año 2000 se publicaron los datos sobre la posición de inversión internacional neta de la zona del euro relativos a finales de 1999, junto con los datos revisados correspondientes a finales de 1997 y finales de 1998. El BCE solicitará los datos de manera que, a partir de septiembre del 2002 (datos de finales de 2001), sea posible recopilar separadamente los activos y los pasivos exteriores del conjunto de la zona del euro.

Mediante la adopción, el 11 de mayo de 2000, de la Orientación n° BCE/2000/4 por parte del Consejo de Gobierno, se actualizó el marco jurídico para la recopilación de las estadísticas de balanza de pagos, de reservas internacionales y de la posición de inversión internacional de la zona del euro.

El BCE publica datos sobre tipos de cambio efectivos nominales y reales del euro. Además de los índices que ha elaborado el BCE desde octubre de 1999 sobre los tipos de cambio efectivos, se han publicado, a partir de abril del 2000, índices que incluyen las monedas de un grupo más amplio de países que son socios comerciales de los países de la zona, así como un mayor número de deflatores (precios industriales y costes laborales unitarios).

4 Cuentas financieras

En el año 2000, el BCE intensificó su trabajo en el ámbito de las cuentas financieras, que acabará incluyendo los flujos financieros trimestrales y un estado trimestral del saldo vivo de activos y pasivos financieros. Las cuentas financieras constituyen una herramienta analítica útil que contribuye a la gestión de la política monetaria y a otras tareas del Eurosistema. Dichas cuentas relacionan la evolu-

ción de la economía real (ahorro e inversión) con las operaciones y balances financieros, y aclaran la manera en que la política monetaria afecta a la economía de la zona del euro.

En cuanto a la recopilación de datos sobre la financiación e inversión de los sectores no financieros de la zona del euro, se dispone de dos fuentes principales: las estadísticas finan-

cieras de la zona del euro y las cuentas financieras nacionales. Las estadísticas financieras de la zona del euro las elabora el BCE en estrecha colaboración con las autoridades nacionales, mientras que las cuentas financieras nacionales las compilan los Estados miembros. Las estadísticas financieras de la zona del euro, que incluyen, por el momento, las

estadísticas monetarias, las estadísticas de balanza de pagos y de la posición de inversión internacional y las estadísticas de emisión de valores, se han consolidado adecuadamente. A pesar de que las cuentas financieras nacionales no son aún susceptibles de consolidación, son muy útiles para la elaboración de las cuentas financieras de la zona del euro.

5 Estadísticas de las Administraciones Públicas

En septiembre del 2000, el BCE incluyó en su *Boletín Mensual* una presentación nueva y más amplia del déficit, la deuda y las operaciones de las Administraciones Públicas de la zona del euro basada, principalmente, en los datos proporcionados por los BCN, con informa-

ción detallada sobre la deuda pública y con un análisis de la diferencia entre el déficit público y las variaciones de la deuda pública. El BCE coopera estrechamente con la Comisión Europea en este ámbito.

6 Estadísticas económicas generales

Además de las estadísticas monetarias y bancarias, de las estadísticas de balanza de pagos y de las cuentas financieras, las estadísticas económicas son también importantes para el desempeño de las funciones del Eurosistema. Las estadísticas económicas incluyen datos de precios y costes, cuentas nacionales, ingresos y gastos públicos, sobre los que la Comisión Europea promulgó un nuevo Reglamento (nº 1500/2000) en julio del año 2000, estadísticas del mercado de trabajo y un amplio conjunto de otras estadísticas económicas.

La responsabilidad respecto a las estadísticas económicas de la UE recae principalmente sobre la Comisión Europea (Eurostat). El BCE trabaja en estrecha colaboración con la Comisión Europea para satisfacer los requerimientos en esta área. Resultan especialmente importantes la disponibilidad de estadísticas

para todos los países de la zona del euro, así como una armonización suficiente de los datos nacionales. A petición del Consejo ECOFIN, el BCE y la Comisión Europea colaboraron estrechamente para establecer un plan de acción que identificase las materias en cada Estado miembro y las áreas estadísticas que requerían avances urgentes. Las áreas identificadas como las más necesitadas de mejora incluyen las cuentas nacionales trimestrales, las estadísticas trimestrales de administraciones públicas, las estadísticas del mercado de trabajo, un conjunto de datos en el ámbito de los indicadores de coyuntura empresarial a corto plazo y estadísticas de comercio exterior. Dicho plan de acción, presentado al Consejo ECOFIN en septiembre, propone también modificaciones de la normativa estadística.

7 Cooperación con la Comisión Europea y con organismos internacionales

En el contexto europeo, la división de responsabilidades en materia de estadísticas entre el BCE y la Comisión Europea (Eurostat) siguió funcionando correctamente en el año 2000.

Corresponde al BCE las estadísticas monetarias y bancarias. El BCE y la Comisión Europea comparten la responsabilidad sobre las estadísticas de balanza de pagos, de la posición de

inversión internacional y las cuentas financieras. Las estadísticas de precios y costes y otras estadísticas económicas son responsabilidad de la Comisión Europea.

El BCE mantiene también un contacto estrecho con otros organismos internacionales, en

especial con el FMI y con el BPI, en lo que se refiere al desarrollo de estadísticas. A través de la cooperación con las instituciones comunitarias y con los organismos internacionales, el BCE contribuye a definir las normas estadísticas internacionales vigentes y a promover su cumplimiento.

8 Estadísticas de los Estados miembros que no pertenecen a la UEM y de los países candidatos a la adhesión

Se ha instado a todos los Estados miembros de la UE a emprender los preparativos estadísticos necesarios para su participación en la tercera fase de la UEM. El capítulo III ofrece información detallada sobre las implicaciones estadísticas de la ampliación de la zona del euro para incluir a Grecia.

En el 2000, el Eurosistema proporcionó asistencia técnica a los bancos centrales de los países que aspiraban a incorporarse a la UE, es decir, de los países candidatos a la adhesión. El propio BCE ofreció su ayuda, especialmente a través de seminarios multilaterales.

Esta asistencia técnica tiene por objeto, principalmente, ayudar a los países candidatos a poner en práctica los sistemas de recogida y elaboración de datos que les permitirán, a su debido tiempo, cumplir los requerimientos estadísticos del BCE, así como contribuir a la existencia de un conjunto plenamente coherente (agregado y consolidado) de estadísticas de la zona del euro. Esto pondrá las bases para su futura integración en el Sistema Europeo de Bancos Centrales, y posteriormente, en el Eurosistema. Los manuales metodológicos que incluyen a los países candidatos se encuentran en fase de preparación.



Jardim de Infância de Gueifães, n° I – Maia, Portugal

Autores: Emerenciano, Inês, Ricardo, Maria y Ana. Título: All together

Capítulo X

Otras tareas y actividades

I Funciones consultivas

El apartado 4 del artículo 105 del Tratado y el artículo 4 de los Estatutos del SEBC disponen que el BCE sea consultado por las instituciones comunitarias pertinentes y por las autoridades nacionales responsables¹, según corresponda, acerca de cualquier propuesta de acto comunitario o proyecto de disposición legal nacional que entre en el ámbito de sus competencias.

La Decisión nº 98/415/CEE del Consejo, de 29 de junio de 1998, establece los límites y las condiciones aplicables a las consultas efectuadas por las autoridades nacionales al BCE acerca de los proyectos de disposiciones legales. En los apartados 1 y 2 del artículo 2 de la citada Decisión se determinan las áreas específicas en las que se ha de consultar al BCE, esto es, en cualquier proyecto de disposición legal que se refiera a:

- los asuntos monetarios,
 - los medios de pago,
 - los BCN,
 - la recogida, elaboración y distribución de estadísticas en los ámbitos monetario, financiero, bancario, de sistemas de pago y de balanza de pagos y
 - los sistemas de pago y de liquidación.
- Las normas aplicables a las entidades financieras, siempre que influyan significativamente en la estabilidad de las entidades y de los mercados financieros.

Además, las autoridades de los Estados miembros que no pertenecen a la zona del euro² consultarán también al BCE acerca de cualquier proyecto de disposición legal relativo a los instrumentos de la política monetaria.

En el año 2000, se formularon un total de 32 consultas, de las cuales tres se referían a la adopción del euro por parte de Grecia; cuatro, a la introducción de monedas y billetes denominados en euros en el 2002; y siete, a actos jurídicos comunitarios. El resto de las consultas guardó relación con proyectos de disposiciones legales nacionales.

El recuadro siguiente resume las consultas formuladas en el año 2000.

¹ De conformidad con el Protocolo sobre determinadas disposiciones relativas al Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte, que figura como anejo al Tratado, el apartado 4 del artículo 5 del Tratado y el artículo 4 de los Estatutos del SEBC no se aplicarán al Reino Unido. Por lo tanto, la obligación de consultar al BCE no incluye a las autoridades nacionales del Reino Unido.

² A excepción del Reino Unido (véase la nota a pié de página).

Recuadro 12

Procedimientos de consulta durante el año 2000

Nº ³	Origen	Materia
1	Austria	Ley bancaria de Austria.
2	Comisión Europea	Reclasificación de la liquidación de acuerdos de permutas financieras (<i>swaps</i>) y acuerdos de tipos de tipos de interés futuros (<i>forward rate agreements</i>).
3	Dinamarca	Ley sobre las estadísticas danesas relativa a la incorporación de una base jurídica para la recogida y elaboración de estadísticas financieras por parte del <i>Danmarks Nationalbank</i> .
4	Portugal	Transposición de la Directiva 98/26/CE, de 19 de mayo de 1998, sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pago y de liquidación de valores (Directiva sobre la firmeza de la liquidación).
5	Países Bajos	Cierre del <i>De Nederlandsche Bank</i> el 5 de mayo de 2000.
6	Dinamarca	Ley de garantías de los depósitos y del inversor.
7	Grecia	Artículos de los Estatutos del Banco de Grecia y otros asuntos relacionados con la adopción del euro por parte de Grecia.

Nº ³	Origen	Materia
8	Finlandia	Centralización de los registros mediante anotaciones en cuenta en una central depositaria de valores.
9	Austria	Participación de Austria en la iniciativa multilateral del FMI para la reducción de la deuda externa de los países muy endeudados.
10	Consejo de la UE	Reglamento (CE) del Parlamento Europeo y del Consejo por el que se modifica el Reglamento (CE) nº 2223/96 del Consejo sobre la reclasificación de la liquidación de acuerdos de permutas financieras (<i>swaps</i>) y acuerdos de tipos de tipos de interés futuros (<i>forward rate agreements</i>).
11	Luxemburgo	Comercio electrónico.
12	Consejo de la UE	Reglamentos sobre el euro en relación con Grecia.
13	Irlanda	Órdenes conforme a la ley sobre la Unión Económica y Monetaria, 1998.
14	Austria	Forma en que se han de adoptar medidas con respecto a la moneda en el contexto de la emisión de billetes y monedas en euros (Ley del euro) y en que se ha de modificar la Ley austríaca sobre la moneda de 1998 y la Ley del Banco Central de 1984.
15	Grecia	Ratificación de las enmiendas a los Estatutos del Banco de Grecia aprobadas el 25 de abril de 2000 por la Asamblea General de Accionistas.
16	Irlanda	Falsificación de monedas y billetes denominados en euros.
17	Alemania	Emisión de monedas de oro de 1 marco alemán y establecimiento de una Fundación “para la estabilidad monetaria”.
18	Luxemburgo	Circulación de valores y de otros instrumentos financieros y transferencia de títulos como garantía (modificando y completando otros actos jurídicos).
19	Francia	Introducción del euro en Saint-Pierre-et-Miquelon y Mayotte. ²
20	Consejo de la UE	Protección del euro frente al fraude.
21	Grecia	Nuevas medidas para la trasposición de los Reglamentos (CE) nºs 1103/97, 974/98 y 2866/98 del Consejo relativos a la introducción del euro, según corresponda.
22	España	Introducción del euro.
23	Alemania	Recopilación de estadísticas de balanza de pagos en Alemania.
24	Dinamarca	Ley danesa de negociación de valores.
25	Austria	Medidas auxiliares y modificación de la legislación vigente que rige la introducción del euro en relación con las cooperativas (Euro-GenBeG).
26	Suecia	Modificación de la Ley del <i>Sveriges Riksbank</i> (1988:1385).
27	Comisión Europea	Dos Reglamentos de la Comisión relativos al índice armonizado de precios de consumo.
28	Alemania	Recopilación de las estadísticas de balanza de pagos en Alemania.
29	Países Bajos	Ley sobre la moneda (en relación con la introducción de monedas en euros).
30	Consejo de la UE	Modificación del artículo 10.2 del Protocolo relativo a los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo.
31	Francia	Acuerdo entre la Banque de France e IEDOM (<i>Institut d’émission des départements d’outre mer</i>). ³

¹ Las consultas se numeran conforme al orden en que se reciben en el BCE.

² Posición adoptada por el BCE con arreglo a la Decisión nº 1999/95/CE del Consejo, de 31 de diciembre de 1998, sobre el régimen monetario de las entidades territoriales francesas de Saint-Pierre-et-Miquelon y Mayotte, DO L 30 de 4.2.1999, p. 29.

³ Esta consulta es continuación de un Dictamen anterior del BCE relativo a los Estatutos y a la función del IEDOM (procedimiento de consulta del BCE nº 20 de 1999).

2 Cumplimiento de las prohibiciones relativas a la financiación monetaria y al acceso privilegiado

De conformidad con lo dispuesto en la letra d del artículo 237 del Tratado, el Consejo General del BCE tiene encomendada la tarea de supervisar el cumplimiento, por parte de los quince BCN de la Unión Europea, de las obligaciones que se derivan de los artículos 101 y 102 del Tratado y de los Reglamentos (CE) n° 3603/93 y 3604/93 del Consejo. Además, el Consejo General vigila el cumplimiento de estas disposiciones por parte 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 instituciones u organismos comunitarios, así como la adquisición directa de instrumentos de deuda emitidos por estos. En virtud del artículo 102, queda prohibida cualquier medida, que no se base en consideraciones prudenciales, que establezca un acceso privilegiado a las entidades financieras para el sector público de los Estados miembros y las instituciones u organismos comunitarios. En paralelo con el Consejo General, la Comisión Europea supervisa el cumplimiento de las disposiciones mencionadas por parte de los Estados miembros.

Para el Consejo General es de suma importancia que se respeten, en cualquier circunstancia, las mencionadas disposiciones del Tratado y los Reglamentos del Consejo que las

desarrollan. La financiación monetaria de las administraciones e instituciones públicas, así como cualquier forma de acceso privilegiado a las entidades financieras, generarían expectativas inflacionistas, que mermarían seriamente la credibilidad de la política monetaria única. Otra de las consecuencias podría ser un menor estímulo para continuar saneando las finanzas públicas en los países de la zona del euro, al proporcionar a los Estados un modo fácil de financiar su endeudamiento.

El Consejo General supervisa, asimismo, las adquisiciones de instrumentos de deuda del sector público nacional y del sector público de otros Estados miembros realizadas por los BCN de la UE en el mercado secundario. A tenor de lo dispuesto en el Reglamento (CE) n° 3603/93 del Consejo, las adquisiciones de instrumentos de deuda del sector público en el mercado secundario no deben servir para eludir el objetivo del artículo 101 del Tratado. Tales adquisiciones no deben constituir una forma de financiación monetaria indirecta del sector público.

En el año 2000, el Consejo General no ha encontrado ningún caso en el que los BCN de los Estados miembros y el BCE hayan incumplido las disposiciones del Tratado citadas anteriormente ni los Reglamentos del Consejo que las desarrollan.

3 Gestión de las operaciones de endeudamiento y de préstamo de la Comunidad Europea

De conformidad con el apartado 2 del artículo 123 del Tratado y del artículo II del Reglamento (CE) n° 1969/88 del Consejo, de 24 de junio de 1988, el BCE continuó la gestión de las operaciones de endeudamiento y de préstamo realizadas por la Comunidad Europea a través del mecanismo de ayuda financiera a medio plazo.

En el año 2000, el BCE recibió las cantidades adeudadas en concepto de intereses de los

préstamos vivos concedidos al único país que permanecía como deudor (Italia) y reembolsó las cantidades correspondientes a los países acreedores frente a la Comunidad Europea. El saldo pendiente del préstamo a Italia de la Comunidad, a 31 de diciembre de 1999, ascendía a 2.483 millones de euros. Tras el último reembolso efectuado por Italia en noviembre, no quedó ningún saldo pendiente al finalizar el año 2000.



Helsinki Art School for Young People, Finlandia

Autor: Annu Martikainen. Título: Colours playing along

Capítulo XI

Comunicación externa y rendición de cuentas

I Política y actividades de comunicación del BCE

I.1 Objetivos de la política de comunicación

El BCE atribuye gran importancia a una política de comunicación externa eficaz. Y, aunque ha sido capaz de aprovechar la experiencia y la credibilidad de los BCN de la zona del euro, a diferencia de estos, no tiene un historial dilatado propio. El BCE opera en un entorno multilingüe y multicultural, factores que han desempeñado un papel fundamental en la evolución y perfeccionamiento de la política de comunicación del BCE y del Eurosistema y que contribuyen a explicar el hecho de que el BCE desarrolle una actividad de comunicación más activa que la mayoría de los demás bancos centrales.

El BCE ha adoptado una política de comunicación externa basada en un compromiso con los principios de apertura, transparencia y rendición de cuentas. Se reconoce que una comunicación eficaz contribuye al logro de los objetivos generales del BCE. En consonancia con la organización, por lo general, descentralizada del SEBC y del Eurosistema, los BCN desempeñan un importante papel para alcanzar los objetivos de la política de comunicación del Eurosistema. Los órganos rectores del BCE y el Comité de Comunicación Externa, en el que participan expertos en comunicación tanto del BCE como de los BCN, coordinan de forma permanente las actividades de comunicación.

Los objetivos generales de la política de comunicación del BCE son los siguientes:

- contribuir a la eficacia y a la eficiencia de la política monetaria y
- mejorar la comprensión del Eurosistema y de sus políticas por parte de la opinión pública en los países participantes y no participantes.

Para alcanzar dichos fines, se han adoptado dos principios de actuación:

- 1 Se considera deseable hablar “con una sola voz” sobre la política monetaria única de la zona del euro.
- 2 Se debe fomentar la transparencia de los objetivos, funciones y decisiones del Eurosistema, que contribuirá a la rendición de cuentas del Eurosistema, y promover la confianza y el mejor entendimiento de la forma en que este funciona.

Para que la estrategia de comunicación sea eficaz, es necesario observar también otros principios: la comunicación externa ha de ser coherente en toda la zona del euro, los distintos países y los medios de comunicación deben recibir un trato equitativo y no discriminatorio y la información ha de facilitarse puntualmente.

Los Estatutos del SEBC imponen por ley al BCE determinadas obligaciones de información. Se exige que el BCE elabore un informe sobre las actividades del SEBC, con periodicidad al menos trimestral, y que presente un informe anual sobre dichas actividades y sobre la política monetaria del Eurosistema. Además, el BCE está obligado a publicar semanalmente el estado financiero consolidado del Eurosistema.

Desde la introducción del euro el 1 de enero de 1999, el BCE ha considerado que, en materia de comunicación, debe ir más allá de las obligaciones legales, y, desde el primer momento, reconoció que la utilización de una pluralidad de instrumentos de comunicación sería lo mejor para alcanzar sus objetivos últimos. Así, se decidió publicar un *Boletín Mensual del BCE*, en lugar de únicamente un informe trimestral, y celebrar conferencias de prensa a intervalos periódicos.

Sobre la base de los principios generales mencionados, el Eurosistema utiliza una amplia gama de instrumentos de comunicación. Los miembros del Comité Ejecutivo del BCE, los gobernadores de los BCN y el personal del Eurosistema dedican una gran canti-

dad de tiempo y de recursos a la comunicación externa. Los órganos rectores del BCE y el Comité de Comunicación Externa efectúan un continuo seguimiento del cumplimiento de estos objetivos generales.

1.2 Actividades de comunicación

En su elección de los instrumentos de comunicación, el BCE pretende informar al público en general y a sus representantes electos, a los mercados financieros y a otros grupos de interés, teniendo en cuenta la diversidad de los destinatarios. Con este objeto, se hace uso de los canales de difusión siguientes:

- Conferencias de prensa que ofrecen periódicamente el presidente y el vicepresidente y que se suelen convocar, cada mes, inmediatamente después de la primera reunión del Consejo de Gobierno.
- El *Boletín Mensual del BCE*, que se publica habitualmente cada mes, una semana después de la primera reunión del Consejo de Gobierno. El *Boletín* contiene información detallada sobre la opinión que tiene el BCE con respecto a la situación económica, así como artículos sobre temas concretos relacionados con las actividades del BCE. Además, el *Boletín Mensual del BCE* incluye una sección estadística con una amplia gama de datos económicos y financieros sobre la zona del euro.
- El *Informe Anual* del BCE es un medio para ofrecer información sobre la política monetaria del año anterior y del año en curso. También presenta otras actividades del Eurosistema y del SEBC.
- El presidente del BCE comparece ante el Comité de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo una vez por trimestre. El apartado 2 del capítulo XI del presente Informe Anual trata de estas comparecencias públicas.
- Los discursos y entrevistas ofrecidos por los miembros de los órganos rectores del BCE constituyen un medio poderoso para tener acceso directo a un público amplio.
- Las notas de prensa sirven principalmente para difundir a la opinión pública información estadística o declaraciones de extensión reducida.
- Los folletos y otras publicaciones impresas se dirigen a grupos concretos, desde el público en general hasta expertos en distintas áreas.
- La serie de documentos de trabajo (*Working Paper Series*) se propone la difusión de los resultados de los trabajos de investigación realizados en el seno del BCE o presentados en conferencias y seminarios del BCE a la comunidad académica y a los mercados financieros. Los *Working Papers* del BCE se publican con el nombre de sus autores.
- La serie titulada *Occasional Papers*, que se inició en julio del 2000, presenta temas relacionados con la política económica a una amplia audiencia, como responsables de la política económica, medios académicos, medios de comunicación y público en general. Los *Occasional Papers* se publican con el nombre de sus autores.
- La transmisión directa de información a los servicios electrónicos de información proporciona al BCE la oportunidad de difundir entre los participantes en los mercados financieros, y en tiempo real, información de interés para dichos mercados.
- El BCE recibe grupos de visitantes prácticamente todos los días del año. De esta forma, los visitantes – que el año pasado fueron, aproximadamente, unos 10.000 – reciben información de primera mano sobre el BCE y sus actividades.
- Se organizan conferencias de carácter académico, con objeto de estimular la interacción entre los economistas interesados en cuestiones relativas a bancos centrales.

El rápido incremento del acceso a Internet entre la población de la zona del euro ha facilitado considerablemente el proceso de responder a las demandas de información. La dirección del BCE en Internet (www.ecb.int) desempeña hoy un papel fundamental en la comunicación con el público. Todos los documentos que publica el BCE pueden consultarse y descargarse desde la red. Se han establecido líneas directas de correo electrónico

para dar respuesta a una amplia gama de consultas. Además, la dirección del BCE en Internet incluye enlaces con las direcciones de todos los BCN de la UE, donde pueden obtenerse muchas de las publicaciones en los idiomas nacionales.

Los medios electrónicos satisfacen ya una parte sustancial de las demandas de información, y su importancia es cada vez mayor; tendencia que se espera que continúe. Sin embargo, no van a sustituir a los medios de comunicación tradicionales, que sirven de intermediarios entre el BCE y el público.

2 Intercambio de información y de opiniones con el Parlamento Europeo

2.1 Relaciones entre el BCE y el Parlamento Europeo

Durante el año 2000, los miembros del Comité Ejecutivo del BCE y su presidente, en particular, continuaron compareciendo ante el Parlamento Europeo para informar sobre la política monetaria y otras actividades del SEBC. Estas comparencias periódicas están contempladas en el apartado 3 del artículo 113 del Tratado, que requiere que el BCE remita un informe anual sobre las actividades del SEBC y sobre la política monetaria del año anterior y del año en curso al Parlamento Europeo, al Consejo, a la Comisión, así como al Consejo Europeo. El presidente del BCE presenta dicho informe a Parlamento Europeo, quien puede realizar un debate general sobre esa base. Además, el presidente del BCE y los demás miembros del Comité Ejecutivo, a petición del Parlamento Europeo o por iniciativa propia, pueden realizar comparencias ante las comisiones competentes del Parlamento Europeo.

Las comparencias periódicas del presidente y otros miembros del Comité Ejecutivo ante el Parlamento Europeo constituyen un instrumento esencial para proporcionar a los ciudadanos europeos y a sus representantes electos explicaciones detalladas sobre el cumplimiento del mandato que les confiere el Tratado.

En consonancia con la práctica habitual, el presidente del BCE compareció cada trimestre ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo. Estas comparencias se centraron en la evolución

económica y de la política monetaria y, en especial, en los factores que pueden afectar a la estabilidad de precios. El presidente informó sobre las decisiones adoptadas por el Consejo de Gobierno en el área de la política monetaria, así como en otros ámbitos de competencia del SEBC, y explicó con detalle el análisis en el que se habían basado dichas decisiones.

Además, los miembros del Comité Ejecutivo del BCE comparecieron ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios en otras ocasiones. El vicepresidente presentó el Informe Anual de 1999 y el Informe de Convergencia 2000, que incluía a Grecia y Suecia. Otros miembros del Comité Ejecutivo comparecieron ante la Comisión para ofrecer información sobre la preparación de la Campaña de Información Euro 2002 y para exponer la opinión del BCE con respecto al informe sobre la evolución de la economía de la UE elaborado por la Comisión. Por último, el BCE participó, en calidad de experto, en las reuniones de la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios con el fin de presentar la Recomendación del BCE a favor de un Reglamento del Consejo sobre la posibilidad por parte del BCE de requerir una mayor cantidad de activos exteriores de reserva y de explicar la inquietud del BCE referente al proyecto de legislación secundaria relativo a las entidades de dinero electrónico. El recuadro 13 presenta una relación de las comparencias de los representantes del BCE ante el Parlamento Europeo durante el 2000.

Además de estas comparencias públicas, se produjeron una serie de contactos entre

Recuadro 13

Comparecencias públicas de representantes del BCE ante el Parlamento Europeo en el año 2000

El 5 de julio de 2000, el presidente presentó el Informe Anual 1999 en la sesión plenaria del Parlamento Europeo.

El BCE realizó las siguientes comparecencias ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios:

- Intercambios trimestrales de opiniones con el presidente (20 de marzo, 20 de junio, 12 de septiembre y 23 de noviembre).
- Intercambio de opiniones con el Sr. Issing sobre el informe de la Comisión titulado *EU Economy – 1999 Review* (10 de enero).
- Presentación de la Recomendación del BCE a favor de un Reglamento del Consejo relativo a las solicitudes efectuadas por el BCE de más activos exteriores de reserva (27 de enero).
- Presentación de la opinión del BCE relativa a una propuesta de la Comisión de una Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre el acceso a la actividad de las entidades de dinero electrónico y su ejercicio, así como la supervisión cautelar de dichas entidades (28 de febrero).
- Presentación del Informe anual 1999 del BCE por el vicepresidente (17 de abril).
- Presentación del Informe de Convergencia 2000 por el vicepresidente (3 de mayo).
- Intercambio de opiniones con el Sr. Domingo Solans sobre la Campaña de Información Euro 2000 relativa a los billetes y monedas en euros (5 de junio).

el BCE y el Parlamento Europeo fuera del ámbito formal de las reuniones parlamentarias oficiales. En concreto, una delegación de miembros de la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios visitó el BCE, el 23 de octubre de 2000, con objeto de intercambiar opiniones con el Comité Ejecutivo.

2.2 Opinión del BCE sobre cuestiones concretas planteadas en las reuniones con el Parlamento Europeo

En los distintos contactos entre el BCE y el Parlamento Europeo en el seno de la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios, se ha discutido una amplia gama de cuestiones. En los epígrafes siguientes se exponen algunos de los debates más importantes.

Contribución de la política monetaria única a la política económica general de la Comunidad

El artículo 105 del Tratado estipula que, sin perjuicio del objetivo de mantener la estabilidad de precios, el SEBC apoyará las políticas económicas generales de la Comunidad. En este contexto, uno de los principales temas que se plantearon en los intercambios de opiniones entre el BCE y el Parlamento Europeo fue el de cómo podía la política monetaria única contribuir mejor a los objetivos de la política económica general de la Comunidad, tales como un crecimiento sostenible y no inflacionista y un alto nivel de empleo.

En este sentido, el presidente del BCE recordó que la mejor contribución de la política monetaria a los objetivos de crecimiento

y empleo era la de proporcionar a los agentes económicos unas expectativas bien fundadas de que la evolución económica futura se caracterizará por la estabilidad de precios. Un clima de estabilidad de precios permitiría a empresarios y a los consumidores tomar sus decisiones de consumo e inversión sin la influencia distorsionante que implica la existencia de inflación o deflación. De hecho, la estabilidad de precios contribuye a una asignación de recursos en la economía más eficiente, y crea las condiciones que favorecen el crecimiento y el empleo.

Por lo tanto, el centro de atención de la política monetaria única es – y debe seguir siendo – el mantenimiento de la estabilidad de precios, que es la tarea principal que asigna el Tratado al Eurosistema. La necesidad de centrarse en la estabilidad de precios ha quedado también recogida, de forma explícita, en la resolución del Parlamento Europeo sobre el Informe anual 1999 del BCE, que afirma que “la contribución del BCE a promover el crecimiento y el empleo consiste, fundamentalmente, en la adopción de medidas creíbles y duraderas que garanticen la estabilidad de precios” (considerando H).

Valor exterior del euro

Se prestó también gran atención al valor exterior del euro, a la valoración del BCE sobre las causas de la evolución de su tipo de cambio y a las respuestas de política monetaria adecuadas.

El presidente explicó que el Consejo de Gobierno analizaba regularmente y con detalle el valor externo del euro y, en particular, su posible efecto sobre la estabilidad de precios de la zona del euro. El Eurosistema compartía la preocupación de que el tipo de cambio del euro no reflejaba la solidez de las variables económicas fundamentales de la zona. El presidente del BCE destacó que los indicadores económicos disponibles sugerían que el euro tenía muchas posibilidades de apreciarse.

En este contexto, el presidente recordó las conclusiones alcanzadas por los Gobiernos de

la zona en el marco del Eurogrupo, en especial la necesidad de acelerar el proceso de saneamiento presupuestario y de promover reformas estructurales, con vistas a incrementar el crecimiento potencial de la zona. La resolución del Parlamento Europeo sobre el Informe anual 1999 del BCE (párrafo 11) subraya también la importancia de reformas estructurales.

Servicios de pagos transfronterizos al por menor de la zona del euro

En septiembre de 1999, el Eurosistema presentó una iniciativa encaminada a mejorar los servicios de pagos transfronterizos al por menor de la zona del euro, y definió siete objetivos principales, que se espera alcance el sector bancario europeo a principios del 2002. El Parlamento Europeo manifestó un gran interés por esta iniciativa, así como en el primer informe de seguimiento publicado por el BCE en septiembre del 2000.

Durante su intercambio de opiniones con la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios, el presidente recordó el motivo de la iniciativa del Eurosistema, a saber, que las tarifas que se cobran en la zona del euro por las operaciones de pagos transfronterizos al por menor y los plazos de ejecución de dichas operaciones deberían ser similares a los de los pagos nacionales al por menor. El presidente también informó de los contactos que el BCE había establecido con el sector bancario europeo, para examinar los medios y procedimientos prácticos tendentes a mejorar la eficiencia de los sistemas de pagos transfronterizos al por menor.

Al presentar ante la Comisión los principales resultados sobre los avances realizados, el presidente señaló que la mayoría de los objetivos definidos por el Eurosistema no se habían alcanzado aún, pero que se habían realizado progresos sustanciales en cuanto a la preparación de una gestión más eficiente de los pagos transfronterizos al por menor. El Eurosistema continuará vigilando estrechamente la evolución de los servicios de pagos

transfronterizos al por menor, a fin de garantizar que los preparativos actualmente en marcha se traduzcan, en último término, en unos servicios adecuados para los ciudadanos europeos.

El capítulo VI proporciona información más detallada sobre la iniciativa del Eurosistema para mejorar los servicios de pagos transfronterizos al por menor y sobre el informe publicado acerca de los avances efectuados en este terreno.

La campaña de información Euro 2002

Otro asunto crucial es la necesidad de preparar adecuadamente a los ciudadanos europeos para la introducción de los billetes y monedas denominados en euros el 1 de enero de 2002. A este respecto, la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios manifestó su interés por una información más detallada sobre la campaña de información Euro 2002, que está llevando a cabo el Eurosistema. En respuesta a una invitación de la Comisión, un miembro del Comité Ejecutivo presentó ante ella las principales características de la campaña.

Durante la reunión, los miembros de la Comisión atribuyeron gran importancia a la coordinación eficaz de las distintas campañas de información preparadas y realizadas tanto en el ámbito europeo como en el nacional. Además, debería prestarse especial atención a ofrecer la información adecuada a los grupos más vulnerables, tales como ciegos y personas con discapacidad visual parcial.

El BCE señaló que la campaña de información Euro 2002 se coordinará con todas las instituciones pertinentes, tanto en el ámbito europeo como en el nacional, para evitar mensajes contradictorios y confusos, así como la duplicación de mensajes y los vacíos informativos. De hecho, el BCE está coordinando estrechamente sus actividades de información con la Comisión Europea y el Parlamento Europeo. La principal plataforma de coordinación de las estrategias de comunicación son las reunio-

nes trimestrales de los directores nacionales de comunicación sobre el euro, a las que asisten representantes del BCE, de la Comisión Europea y de los Estados miembros. Además, un representante de la Comisión Europea forma parte del grupo de trabajo del Eurosistema para la campaña de información Euro 2002. Por otra parte, el BCE participa en el proceso de colaboración con las entidades que representan a grupos vulnerables, tales como la Unión Europea de Ciegos, en el contexto del proyecto "Hagamos fácil el euro". En el apartado 4 del capítulo VIII puede encontrarse información más detallada sobre la campaña de información Euro 2002.

Recomendación del BCE a favor de un Reglamento del Consejo relativo a la facultad del BCE para solicitar más activos exteriores de reserva

Basándose en las disposiciones pertinentes del Tratado (en especial el apartado 6 del Artículo 107 del Tratado y el Artículo 30.4 de los Estatutos del SEBC), el BCE presentó una Recomendación a favor de un Reglamento del Consejo relativo a la transferencia de activos exteriores de reserva al BCE por parte de los bancos centrales nacionales del Eurosistema, por un importe superior al inicial de 50 mm de euros. De conformidad con el Tratado, el Parlamento Europeo fue consultado sobre este tema. Durante el procedimiento de consulta, expertos del BCE asistieron a la reunión de la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios para presentar la Recomendación y responder a sus preguntas.

El BCE señaló que la Recomendación a favor de dicho Reglamento del Consejo era una exigencia del Tratado y que no pretendía un aumento efectivo de los activos exteriores de reserva en la actual coyuntura. Igualmente, el BCE subrayó que haría uso de tal disposición únicamente para reponer sus reservas exteriores hasta situarlas en su cuantía inicial.

La Comisión prestó su apoyo decidido a la Recomendación presentada y destacó que el BCE necesitaba contar con la posibilidad de

recurrir a los activos exteriores de reserva de los BCN del Eurosistema. Esta Recomendación logró posteriormente la aprobación del Parlamento Europeo reunido en sesión plenaria.



Académie du Westhoek, Koksijde, Belgique

Autor: Chantal Grand. Título: Euro 2000 – Unity

Capítulo XII

Marco institucional del Eurosistema y del Sistema Europeo de Bancos Centrales

I Eurosistema y Sistema Europeo de Bancos Centrales



El Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) está compuesto por el Banco Central Europeo (BCE) y los bancos centrales nacionales (BCN) de los quince Estados miembros, es decir, incluye los tres BCN de los Estados miembros que no han adoptado aún el euro (véase el capítulo III sobre la integración de Grecia en la zona del euro). Con objeto de aumentar la transparencia y de entender mejor la estructura del banco central de la UE, el Consejo de Gobierno del BCE ha adoptado el término “Eurosistema”. El Eurosistema está formado por el BCE y los BCN de los Estados miembros que han adoptado el euro (Estados miembros participantes). Mientras sigan existiendo Estados miembros que no hayan adoptado esta moneda, será necesario mantener la distinción entre Eurosistema y SEBC.

El BCE tiene personalidad jurídica propia de acuerdo con el derecho público internacional

y constituye el núcleo del Eurosistema. El BCE ha de garantizar que se cumplan las funciones encomendadas al Eurosistema, ya sea por medio de sus propias actividades, ya sea por medio de los BCN. Al adoptar sus decisiones sobre la forma en que han de llevarse a cabo estas funciones, el BCE está sujeto al principio de descentralización, en concordancia con los Estatutos del SEBC.

Cada uno de los BCN tiene personalidad jurídica propia de conformidad con la legislación nacional de sus respectivos países. A pesar de ello, los BCN de la zona del euro forman parte integrante del Eurosistema y, como tales, ejecutan las funciones a ellos encomendadas con arreglo a las normas establecidas por el BCE. Entre otros extremos, los BCN colaboran en las tareas del SEBC a través de la participación de sus representantes respectivos en los distintos comités del SEBC (véase sección 4 de este capítulo). Los BCN pueden

ejercer funciones ajenas al Eurosistema bajo su propia responsabilidad, a menos que el Consejo de Gobierno considere que tales

funciones interfieren en los objetivos y tareas del Eurosistema.

2 Órganos rectores del BCE

El Eurosistema y el SEBC están regidos por los órganos rectores del BCE: el Consejo de Gobierno y el Comité Ejecutivo. Sin perjuicio de ello, el Consejo General se constituye como tercer órgano rector del BCE, siempre y cuando existan Estados miembros que no hayan adoptado aún el euro como moneda. El funcionamiento de los órganos rectores viene determinado por el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea (el Tratado), por los Estatutos del SEBC y por el Reglamento Interno correspondiente.¹ Aunque las decisiones relativas a los objetivos y funciones del Eurosistema/SEBC se adoptan de forma centralizada, las operaciones de la zona del euro las llevan a cabo los BCN de modo descentralizado, siempre que se considere adecuado y posible.

2.1 Consejo de Gobierno

El *Consejo de Gobierno*, que es el órgano rector supremo del BCE, 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, las principales responsabilidades del Consejo de Gobierno son:

- adoptar las orientaciones y las decisiones necesarias para garantizar el cumplimiento de las funciones asignadas al SEBC,

- 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 al Eurosistema así como establecer las orientaciones necesarias para su cumplimiento.

Al adoptar decisiones sobre política monetaria y sobre otras funciones del Eurosistema, los miembros del Consejo de Gobierno no actúan como representantes de sus países respectivos, sino como personas plenamente independientes. Esto queda reflejado en el principio de “una persona, un voto”.

En el año 2000, el Consejo de Gobierno se reunió, por norma, cada dos semanas en la sede del BCE en Fráncfort del Meno, Alemania. Sin embargo, tres reuniones se celebraron por teleconferencia. Además, con arreglo a la decisión adoptada anteriormente relativa a que el Consejo de Gobierno se reuniría dos veces al año en otro país de la zona del euro, se celebró una reunión en el Banco de España, en Madrid, y otra, en la sede de la *Banque de France*, en París.

¹ Los Reglamentos internos se han publicado en el Diario Oficial de las Comunidades Europeas, véase Reglamento Interno del Banco Central Europeo, DO L 125 de 19.5.1999, p. 34 y DO L 314 de 8.12.99, p. 32; Reglamento Interno del Consejo de Gobierno del BCE, DO L 75 de 20.3.1999, p. 36 y DO L 156 de 23.6.1999; p. 52; Decisión del Banco Central Europeo, de 12 de octubre de 1999, relativa al Reglamento Interno del Comité Ejecutivo del Banco Central Europeo (BCE/1999/7), DO L 314 de 8.12.1999, p. 34. A excepción de esta última Decisión, todos ellos se han reproducido en el primer anuario jurídico del BCE, titulado “Compendium: recopilación de instrumentos jurídicos, junio de 1998-mayo de 1999, octubre 1999”.

Consejo de Gobierno



Segunda línea (de izquierda a derecha): Yves Mersch, Lucas D. Papademos, Jaime Caruana, Antonio Fazio, Matti Vanhala, Guy Quaden, Ernst Welteke, Nout Wellink, Jean-Claude Trichet, Maurice O'Connell, Klaus Liebscher, Vítor Constâncio
Primera línea (de izquierda a derecha): Otmar Issing, Tommaso Padoa-Schioppa, Christian Noyer, Willem F. Duisenberg, Sirkka Hämäläinen, Eugenio Domingo Solans

Willem F. Duisenberg	<i>Presidente del BCE</i>
Christian Noyer	<i>Vicepresidente del BCE</i>
Jaime Caruana (desde el 12 de julio de 2000)	<i>Gobernador del Banco de España</i>
Vítor Constâncio (desde el 23 de febrero de 2000)	<i>Gobernador del Banco de Portugal</i>
Eugenio Domingo Solans	<i>Miembro del Comité Ejecutivo del BCE</i>
Antonio Fazio	<i>Gobernador de la Banca d'Italia</i>
Sirkka Hämäläinen	<i>Miembro del Comité Ejecutivo del BCE</i>
Otmar Issing	<i>Miembro del Comité Ejecutivo del BCE</i>
Klaus Liebscher	<i>Gobernador del Oesterreichische Nationalbank</i>
Yves Mersch	<i>Gobernador de la Banque centrale du Luxembourg</i>
Maurice O'Connell	<i>Gobernador del Central Bank of Ireland</i>
Tommaso Padoa-Schioppa	<i>Miembro del Comité Ejecutivo del BCE</i>
Lucas D. Papademos ²	<i>Gobernador del Banco de Grecia</i>
Guy Quaden	<i>Gobernador del National Bank van België/ Banque Nationale de Belgique</i>
Luis Ángel Rojo (hasta el 11 de julio de 2000)	<i>Gobernador del Banco de España</i>
António José Fernandes de Sousa (hasta el 22 de febrero de 2000)	<i>Gobernador del Banco de Portugal</i>
Jean-Claude Trichet	<i>Gobernador de la Banque de France</i>
Matti Vanhala	<i>Gobernador del Suomen Pankki</i>
Nout Wellink	<i>Presidente del De Nederlandsche Bank</i>
Ernst Welteke	<i>Presidente del Deutsche Bundesbank</i>

² El Gobernador del Banco de Grecia asistió a todas las reuniones del Consejo de Gobierno del BCE en la segunda mitad del 2000 en calidad de "invitado especial", tras la decisión adoptada por el Consejo de la UE, el 19 de junio de 2000, de derogar la excepción de Grecia con efectos a partir del 1 de enero de 2001.

2.2 Comité Ejecutivo

El *Comité Ejecutivo* está compuesto por el presidente, el vicepresidente y otros cuatro miembros, nombrados de común acuerdo por los gobiernos de los Estados miembros participantes, representados por sus Jefes de Estado o de Gobierno. Las principales responsabilidades del Comité Ejecutivo son:

- preparar las reuniones del Consejo de Gobierno,
- poner en práctica la política monetaria de conformidad con las orientaciones y decisiones adoptadas por el Consejo de

Gobierno y, al hacerlo, impartir las instrucciones necesarias a los BCN del Euro-sistema,

- ser responsable de la actividad diaria del BCE,
- asumir determinados poderes delegados en él por el Consejo de Gobierno, incluidos algunos de carácter normativo.

Es práctica habitual que el Comité Ejecutivo se reúna al menos una vez por semana, para decidir la instrumentación de la política monetaria, la preparación de la reunión del Consejo de Gobierno y los asuntos internos del BCE.



Segunda línea (de izquierda a derecha): Eugenio Domingo Solans, Tommaso Padoa-Schioppa, Otmar Issing
Primera línea (de izquierda a derecha): Christian Noyer, Willem F. Duisenberg, Sirkka Härmäläinen

Willem F. Duisenberg
Christian Noyer
Eugenio Domingo Solans
Sirkka Härmäläinen
Otmar Issing
Tommaso Padoa-Schioppa

Presidente del BCE
Vicepresidente del BCE
Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

2.3 Consejo General

El *Consejo General* está compuesto por el presidente y el vicepresidente del BCE y los gobernadores de los quince BCN, tanto de los Estados miembros participantes como de los no participantes. Se ha hecho cargo de aquellas tareas desempeñadas por el Instituto Monetario Europeo que, debido al hecho de que no todos los Estados miembros han adoptado el euro, ha de seguir ejerciendo el BCE en la tercera fase de la UEM. Por consiguiente, el Consejo General es responsable, fundamentalmente, de informar sobre los progresos realizados hacia la convergencia por los Estados miembros no participantes,³ así como de asesorar sobre los preparativos

necesarios para fijar irrevocablemente los tipos de cambio de sus monedas (véase capítulo IV). Además, el Consejo General colabora en determinadas actividades del SEBC, tales como el desarrollo de las funciones consultivas (véase capítulo X) y la recopilación de la información estadística (véase capítulo IX). En el año 2000, el Consejo General se reunió cinco veces en Fráncfort del Meno.

³ Según el Protocolo sobre determinadas disposiciones relativas al Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte y el Protocolo sobre determinadas disposiciones relativas a Dinamarca, ambos anexados al Tratado, los informes sobre el Reino Unido y Dinamarca sólo se realizarán si dichos países deciden solicitar la adopción del euro.

Consejo General



Segunda línea (de izquierda a derecha): Klaus Liebscher, Guy Quaden, Antonio Fazio, Matti Vanhala, Lucas D. Papademos, Urban Bäckström, Ernst Welteke, Nout Wellink, Edward A.J. George, Maurice O'Connell, Jean-Claude Trichet
Primera línea (de izquierda a derecha): Jaime Caruana, Yves Mersch, Christian Noyer, Willem F. Duisenberg, Bodil Nyboe Andersen, Vítor Constâncio

Willem F. Duisenberg

Christian Noyer

Bodil Nyboe Andersen

Urban Bäckström

Jaime Caruana

(desde el 12 de julio de 2000)

Vítor Constâncio

(desde el 23 de febrero de 2000)

Antonio Fazio

Edward A. J. George

Klaus Liebscher

Yves Mersch

Maurice O'Connell

Lucas D. Papademos

Guy Quaden

Luis Ángel Rojo

(hasta el 11 de julio de 2000)

António José Fernandes de Sousa

(hasta el 22 de febrero de 2000)

Jean-Claude Trichet

Matti Vanhala

Nout Wellink

Ernst Welteke

Presidente del BCE

Vicepresidente del BCE

Gobernador del Danmarks Nationalbank

Gobernador del Sveriges Riksbank

Gobernador del Banco de España

Gobernador del Banco de Portugal

Gobernador de la Banca d'Italia

Gobernador del Bank of England

Gobernador del Oesterreichische Nationalbank

Gobernador de la Banque centrale du Luxembourg

Gobernador del Central Bank of Ireland

Gobernador del Banco de Grecia

Gobernador del National Bank van België/

Banque Nationale de Belgique

Gobernador del Banco de España

Gobernador del Banco de Portugal

Gobernador de la Banque de France

Gobernador del Suomen Pankki

Presidente del De Nederlandsche Bank

Presidente del Deutsche Bundesbank

3 Organización del BCE

3.1 Gestión institucional

Además de los órganos rectores del BCE descritos en las secciones anteriores, la gestión institucional del BCE comprende, también, distintos procedimientos de control externo e interno. Los Estatutos del SEBC (artículo 27) prevén dos de ellos, a saber, los auditores externos y el Tribunal de Cuentas Europeo.⁴ Más recientemente, se ha constituido un Comité de Lucha contra el Fraude como un sistema de control adicional. Además, la Dirección de Auditoría Interna, que depende directamente del Presidente del BCE, desempeña de manera continuada tareas de auditoría por delegación del Comité Ejecutivo.

La estructura de control interno del BCE se basa en un enfoque funcional, por el que cada unidad organizativa (División, Dirección o Dirección General) es responsable de su propia eficiencia y control interno. Para ello, las unidades de actividad aplican un conjunto de procedimientos de control operativo dentro de sus áreas de responsabilidad. Además de estos controles, determinadas unidades organizativas asesoran y presentan propuestas al Comité Ejecutivo sobre cuestiones de control específicas, a nivel horizontal (v.g. Dirección de Intervención y Organización y la División de Análisis y Control de Riesgos).

Las funciones de la Dirección de Auditoría Interna se encuentran definidas en la Carta de Auditoría del BCE, que se basa en normas profesionales utilizadas internacionalmente.⁵ La política de auditoría del BCE fue establecida por el Consejo de Gobierno para garantizar la auditoría de todos los proyectos y sistemas operativos conjuntos del SEBC.

En octubre, el Comité Ejecutivo aprobó el Código de Conducta del Banco Central Europeo.⁶ El Código de Conducta sirve de guía y establece unos puntos de referencia para el personal del BCE y para los miembros del Comité Ejecutivo, a todos los cuales se anima a mantener unos altos niveles de ética profesional en el desempeño de sus funciones en el

BCE, así como en sus relaciones con los BCN, autoridades públicas, participantes en los mercados, representantes de los medios de comunicación y el público en general. En este sentido, se hace eco de la iniciativa del Defensor del Pueblo Europeo relativa a la necesidad de un código de buen comportamiento administrativo para los funcionarios comunitarios en su relación con los ciudadanos.

El Consejo Ejecutivo también adoptó un conjunto de medidas de control interno, incluidas normas detalladas para evitar el mal uso de la información confidencial relativa a los mercados financieros (“normas de información privilegiada” y “murallas chinas”). Por ellas, se prohíbe al personal del BCE y a los miembros del Comité Ejecutivo que se aprovechen, ya sea directa o indirectamente, de la información privilegiada a la que tengan acceso, mediante la realización de actividades financieras privadas por cuenta propia y a su propio riesgo o por cuenta y riesgo de terceros. Las condiciones de contratación del personal del Banco Central Europeo se modificaron en consecuencia.⁷

La autoridad presupuestaria del BCE se atribuye al Consejo de Gobierno, que aprueba el presupuesto del BCE, a partir de una propuesta presentada por el Comité Ejecutivo. Además, el Comité de Presupuestos colabora con el Consejo de Gobierno en asuntos relacionados con dicho presupuesto.

Con el fin de aunar los esfuerzos de las instituciones de las Comunidades Europeas y de los Estados miembros en la lucha contra el

⁴ Las competencias del Tribunal de Cuentas Europeo incluyen el examen de la eficiencia operativa de la gestión del BCE (artículo 27.2 de los Estatutos del SEBC).

⁵ Principios y normas de los institutos profesionales pertinentes, tales como el Institute for Internal Auditors (IIA) y la Information Systems Audit and Control Association (ISACA).

⁶ Véase el Código de Conducta del Banco Central Europeo, de conformidad con el artículo 1.3 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 Parte 1.2 del Reglamento del Personal del BCE que contiene las normas relativas a las conductas profesionales y al secreto profesional, DO C 76 de 8.3.2001, p. 15.

fraude y otras actividades ilegales, se ampliaron los mecanismos de control existentes inicialmente en el BCE mediante la constitución de un Comité de Lucha contra el Fraude, en virtud de la Decisión del BCE sobre prevención del fraude (BCE/1999/5).⁸ El Comité asumió sus responsabilidades a comienzos del año 2000 y eligió a *John L. Murray* como presidente. El Comité de Lucha contra el Fraude, que celebró tres reuniones durante el año, se mantuvo informado regularmente acerca de todos los asuntos relativos al desempeño de sus funciones a través de la Dirección de Auditoría Interna, y, en concreto, siguió atentamente el establecimiento de los procedimientos internos para la prevención del fraude en el BCE. En su primer informe anual, el Comité de Lucha contra el Fraude concluyó que no se había detectado ningún fraude ni otras actividades ilegales que fueran en detrimento de los intereses financieros del BCE.

3.2 Gestión de recursos humanos

Empleados

A finales del año 2000, el número de empleados del BCE provenientes de los 15 Estados miembros ascendía a 941, frente a las 732 personas empleadas a finales de 1999. El 30 de noviembre de 2000, el Consejo de Gobierno aprobó el presupuesto del BCE para el año 2001, en el que se prevé que el número de empleados del BCE se situará ligeramente por encima de las 1.100 personas a finales de dicho año. En consecuencia, el Comité Ejecutivo decidió efectuar una serie de ajustes organizativos para reforzar la estructura de gestión del BCE, que se reflejan en el nuevo organigrama del BCE, que entró en vigor el 4 de enero de 2000 y que volvió a modificarse con efectos a partir del 5 de diciembre de 2000. Como parte de los enormes esfuerzos realizados en materia de contratación, se facilitaron servicios de mudanza, alojamiento temporal, un programa de búsqueda de empleo para los consortes y enseñanza de idiomas para los nuevos empleados y sus cónyuges.

Políticas de gestión de recursos humanos

Se avanzó en la codificación de las normas de contratación. En estos momentos, el Comité de Personal está examinando un borrador, cuya versión final se espera que esté preparada a comienzos del año 2001. Las normas tienen por objeto garantizar que la contratación y la promoción se basen en principios de cualificación profesional, publicidad, transparencia, igualdad de acceso y no discriminación y establecer prácticas justas y equitativas en los procedimientos de contratación.

El Comité Ejecutivo aprobó una propuesta para establecer la función de un Consejero del Personal y de un Asesor sobre Igualdad de Oportunidades. Como experto externo independiente, el asesor analizará la situación vigente en el BCE en materia de igualdad de oportunidades y emitirá recomendaciones sobre las medidas de política a seguir. La experiencia y la independencia de dicho asesor darán lugar a la presentación, en el momento oportuno, de recomendaciones con un alto grado de credibilidad. El papel de dicho asesor externo podría extenderse más allá del tema de la discriminación por razones de sexo e incluir otras áreas en el ámbito de la igualdad de oportunidades (v.g. discapacidad y discriminación que no esté relacionada con la discriminación por sexo). Además, el asesor puede actuar como parte imparcial en situaciones (potencialmente) conflictivas en el trabajo, y de mediador, ayudando a las partes a alcanzar un acuerdo mutuamente aceptable.

Guardería del BCE y Colegio Europeo

La guardería del BCE, con capacidad para 30 niños, abrió sus puertas en un local provisional. A mediados del año 2001 se podrá disponer de un lugar definitivo con capacidad para 70 niños, aproximadamente, desde los tres

⁸ Véase la Decisión del Banco Central Europeo, de 7 de octubre de 1999, sobre la prevención del fraude (BCE/1999/5), DO L 291 de 13.11.1999, p. 36. En relación con esto, el Reglamento Interno del Banco Central Europeo se modificó con el nuevo artículo 9 a, véase DO L 314 de 8.12.1999, p. 32.

meses hasta la edad en que se comienza la educación primaria.

El Consejo de los Colegios Europeos aprobó la solicitud presentada por la República Federal de Alemania para establecer un Colegio Europeo en Fráncfort, proyecto que el BCE había perseguido de forma activa. Ya se ha decidido la ubicación del colegio y se están preparando los planos, con el objetivo de que el colegio sea abierto en el año escolar 2002/2003.

Pensiones

El sistema que rige el plan de jubilación del BCE se completó con la constitución de un Comité de Vigilancia y de Comités de Inversión. El Comité de Vigilancia, cuyos miembros son elegidos por los beneficiarios, representa los intereses de dichos beneficiarios mediante el seguimiento de la gestión global del plan de jubilación. Los Comités de Inversión, algunos de cuyos miembros son elegidos por los empleados, mientras que otros son nombrados por el Consejo de Gobierno, asesoran sobre la estrategia de inversión de los fondos del BCE y de sus empleados, que constituyen los activos del plan de jubilación, y hacen un seguimiento de la actuación del gestor de las inversiones.

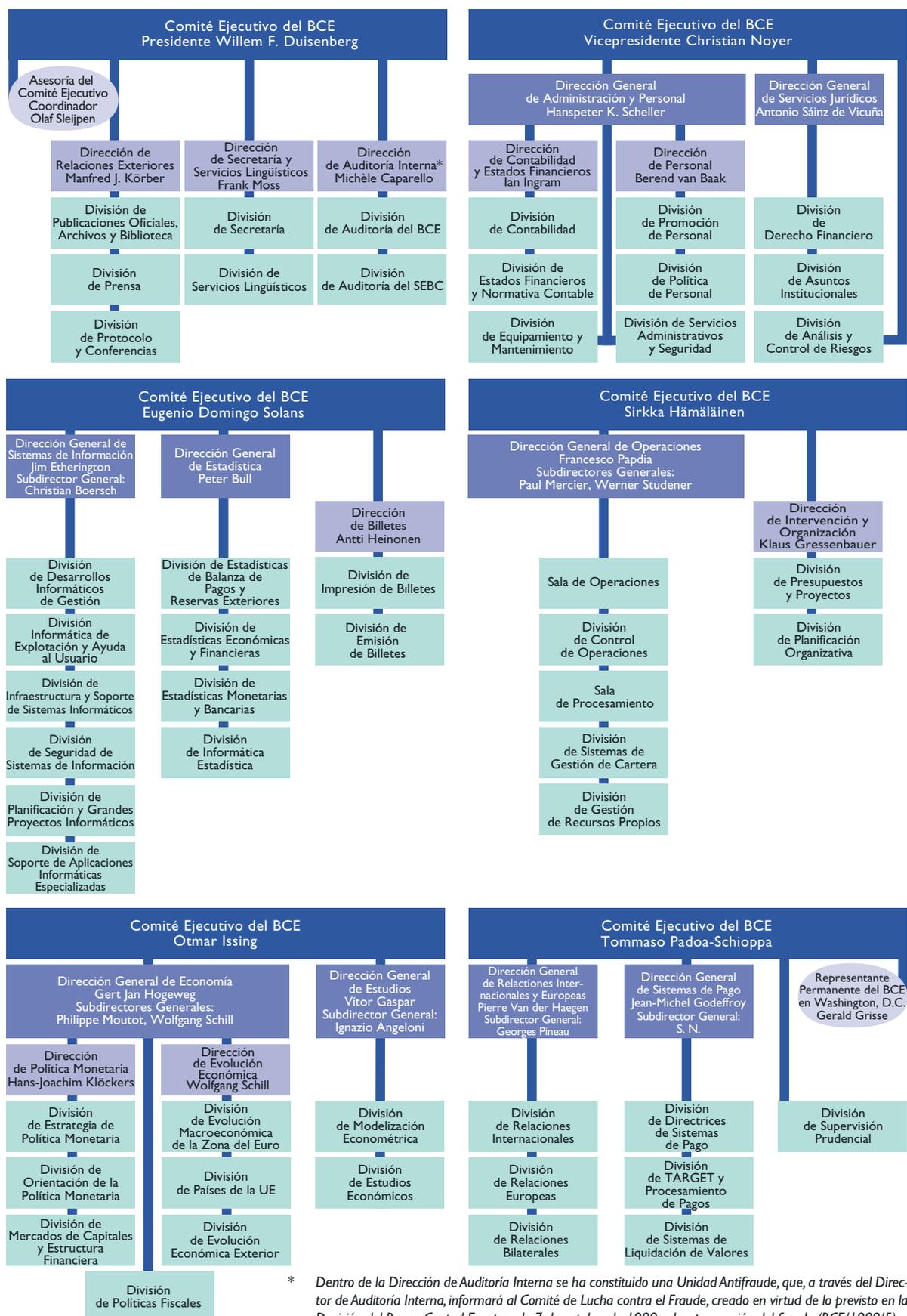
Se han alcanzado acuerdos con Luxemburgo y los Países Bajos sobre la transferencia de los derechos de pensión al plan de jubilación. Se ha tratado y se seguirá tratando, activamente, de llegar a acuerdos con otros países de la UE.

Relaciones con los empleados

En junio se eligió un nuevo Comité de Personal, que se amplió de siete a nueve miembros. Al portavoz y a dos subportavoces del Comité de Personal se les ha liberado de sus funciones habituales, en un 50%, y al resto de los miembros, en un 20%. Siempre que entren dentro del ámbito de sus competencias, se consultará al Comité sobre modificaciones de las condiciones de contratación, de las normas para empleados y de asuntos relacionados.

A iniciativa propia, los empleados han creado un sindicato interno, el Sindicato de Empleados del Banco Central Europeo. De forma voluntaria, el BCE ha establecido con él un diálogo institucional al más alto nivel organizativo. Sin embargo, el BCE ha rechazado la petición del Comité de ser reconocido como interlocutor social en la celebración de convenios colectivos. El Sindicato de Empleados del Banco Central Europeo y un sindicato externo han llevado este asunto ante el Tribunal de Primera Instancia Europeo.

3.3 Organigrama del BCE



* Dentro de la Dirección de Auditoría Interna se ha constituido una Unidad Antifraude, que, a través del Director de Auditoría Interna, informará al Comité de Lucha contra el Fraude, creado en virtud de lo previsto en la Decisión del Banco Central Europeo de 7 de octubre de 1999 sobre prevención del fraude (BCE/1999/5).

4 Comités del SEBC

Los Comités del SEBC han seguido desempeñando un papel destacado en el ejercicio de las funciones del Eurosistema/SEBC. A petición tanto del Consejo de Gobierno como del Comité Ejecutivo, han brindado asesoramiento como expertos en sus respectivos ámbitos de competencia y han facilitado el proceso de toma de decisiones. Los Comités del SEBC están integrados por representantes de los bancos centrales del Eurosistema y, cuando procede, de otros organismos competentes, como las autoridades nacionales de

supervisión en el caso del Comité de Supervisión Bancaria. Los BCN de los Estados miembros no participantes han nombrado también un representante para cada uno de los Comités del SEBC, con objeto de que asistan a las reuniones, siempre que se traten cuestiones que entren en el ámbito de competencias del Consejo General. En la actualidad existen doce Comités del SEBC, todos ellos establecidos de conformidad con el artículo 9 del Reglamento Interno del Banco Central Europeo.

Comités del SEBC y sus presidentes

Comité de Contabilidad y Renta Monetaria (AMICO) Hanspeter K. Scheller	Comité de Relaciones Internacionales (IRC) Hervé Hannoun
Comité de Supervisión Bancaria (BSC) Edgar Meister	Comité de Asuntos Jurídicos (LEGCO) Antonio Sáinz de Vicuña
Comité de Billetes (BANCO) Antti Heino	Comité de Operaciones de Mercado (MOC) Francesco Papadia
Comité de Comunicación Externa (ECCO) Manfred J. Körber	Comité de Política Monetaria (MPC) Gert Jan Hogeweg
Comité de Tecnología Informática (ITC) Jim Etherington	Comité de Sistemas de Pago y de Liquidación (PSSC) Jean-Michel Godeffroy
Comité de Auditoría Interna (IAC) Michèle Caparelli	Comité de Estadísticas (STC) Peter Bull

Además de los Comités del SEBC, el Consejo de Gobierno ha establecido el Comité de Presupuestos con arreglo al artículo 15 del Reglamento Interno del BCE. El Comité está integrado por representantes de los bancos

centrales del Eurosistema y presidido por *Lian Barrow*, y asiste al Consejo de Gobierno en temas relacionados con el presupuesto del BCE.



Kinderkrebstation der Klinik Innsbruck, Austria

Autor: Marie Luise Klimbacher. Sin título

Capítulo XIII

Cuentas anuales del BCE y balance consolidado del Eurosistema del año 2000

Balance a 31 de diciembre de 2000

Activo	Nota número	2000 €	1999 €
1 Oro y derechos en oro	1	7.040.906.565	6.956.995.273
2 Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	2		
Depósitos, valores, préstamos y otros activos exteriores		37.475.047.829	41.923.041.208
3 Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	2	3.824.522.571	2.595.090.860
4 Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	3		
Depósitos, valores y préstamos		698.252.463	3.002.567.659
5 Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	3	288.143.000	565.724.243
6 Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	4	3.667.731.194	3.537.141.285
7 Cuentas intra-Eurosistema	5		
Otros activos intra-Eurosistema (neto)		13.080.794.017	0
8 Otros activos			
8.1 Inmovilizado material e inmaterial	6.1	64.168.178	42.589.467
8.2 Otros activos financieros	6.2	81.758.341	76.083.163
8.3 Diferencias por valoración de partidas de fuera de balance	6.3	251.564.471	0
8.4 Cuentas de periodificación del activo y gastos diferidos	6.4	862.316.142	777.032.332
8.5 Diversos	6.5	3.747.484	6.774.149
		1.263.554.616	902.479.111
9 Pérdida del ejercicio		0	247.281.223
Total activo		67.338.952.255	59.730.320.862
Pro memoria			
Posiciones a plazo denominadas en euros		2.885.697.468	

Pasivo	Nota número	2000 €	1999 €
1 Depósitos en euros de entidades de crédito de la zona del euro	7	288.143.000	265.724.244
2 Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	8	1.080.000.000	1.080.000.000
3 Pasivos en euros frente a no residentes en la zona del euro	9	3.421.112.123	301.656.911
4 Pasivos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	10		
Depósitos y otros pasivos		4.803.381.255	4.708.950.946
5 Cuentas intra-Eurosistema			
5.1 Pasivos contrapartida de la transferencia de reservas exteriores	11	39.468.950.000	39.468.950.000
5.2 Otros pasivos intra-Eurosistema (neto)	5	0	1.720.937.646
		39.468.950.000	41.189.887.646
6 Otros pasivos	12		
6.1 Cuentas de periodificación del pasivo e ingresos diferidos		1.626.022.228	1.237.727.166
6.2 Diversos		52.005.650	36.881.237
		1.678.027.878	1.274.608.403
7 Provisiones	13	2.637.039.135	21.862.239
8 Cuentas de revalorización	14	7.972.626.864	6.860.539.710
9 Capital y reservas	15		
9.1 Capital		3.999.550.250	3.999.550.250
9.2 Reservas		0	27.540.513
		3.999.550.250	4.027.090.763
10 Beneficio del ejercicio		1.990.121.750	0
Total pasivo		67.338.952.255	59.730.320.862
Pro memoria			
Posiciones a plazo denominadas en moneda extranjera		2.885.697.468	

Cuenta de pérdidas y ganancias del ejercicio 2000

	Nota número	2000 €	1999 €
Ingresos por intereses en moneda extranjera		2.507.164.892	1.733.987.854
Otros ingresos por intereses		4.657.469.867	3.122.690.418
<i>1.1 Ingresos por intereses</i>		7.164.634.759	4.856.678.272
Remuneración a los BCN por las reservas exteriores transferidas		(1.375.110.826)	(913.067.289)
Otros gastos por intereses		(4.375.476.075)	(2.988.344.639)
<i>1.2 Gastos por intereses</i>		(5.750.586.901)	(3.901.411.928)
1 Ingresos netos por intereses	1	1.414.047.858	955.266.344
2.1 Ganancias/Pérdidas realizadas procedentes de operaciones financieras	2	3.352.768.266	(466.056.435)
2.2 Minusvalías no realizadas en activos y posiciones financieras	3	(1.084.563)	(604.920.383)
2.3 Transferencias a/de provisiones por riesgos de tipo de cambio y de precio	13	(2.600.000.000)	0
2 Resultado neto de operaciones financieras y provisiones		751.683.703	(1.070.976.818)
3 Resultado neto por comisiones	4	673.498	232.200
4 Otros ingresos	5	904.158	436.898
Total ingresos netos		2.167.309.217	(115.041.376)
5 Gastos de personal	6 y 7	(80.275.827)	(61.022.091)
6 Gastos de administración	8	(82.808.524)	(60.748.855)
7 Amortización del inmovilizado material e inmaterial		(14.103.116)	(10.468.901)
Beneficio/(Pérdida) del ejercicio		1.990.121.750	(247.281.223)

Fráncfort del Meno, 13 de marzo de 2001

BANCO CENTRAL EUROPEO

Willem F. Duisenberg
Presidente

Normativa contable¹

Forma y presentación de los estados financieros

Los estados financieros del Banco Central Europeo (BCE) se han diseñado para presentar la imagen fiel de su situación financiera y de los resultados de sus operaciones y se han elaborado de acuerdo con los principios contables que se detallan a continuación y que el Consejo de Gobierno de BCE considera apropiados para la función de un banco central. Estos principios son consistentes con lo estipulado en el artículo 26.4 de los Estatutos del SEBC, que exige un tratamiento normalizado de los principios y prácticas contables del Eurosistema.

Principios contables

Se han aplicado los siguientes principios contables:

- realidad económica y transparencia, prudencia,
- registro de acontecimientos posteriores al cierre del balance,
- importancia relativa,
- devengo,
- empresa en funcionamiento,
- consistencia y comparabilidad.

Criterios de contabilización

Las cuentas se han elaborado siguiendo el criterio del coste histórico, con las modificaciones necesarias para reflejar el precio de mercado de los valores negociables, del oro y del resto de activos, pasivos y posiciones de dentro y fuera de balance denominados en moneda extranjera. Las operaciones con activos y pasivos financieros se contabilizan el día en que se liquidan.

Oro, activos y pasivos en moneda extranjera

Los activos y pasivos denominados en moneda extranjera se convierten en euros al tipo de cambio existente en la fecha del balance. Los ingresos y gastos se convierten al tipo de cambio vigente en la fecha de cada operación. La revalorización de los activos y pasivos denominados en moneda extranjera se realiza divisa a divisa, incluyendo tanto las partidas del balance como las posiciones registradas en cuentas de orden.

La revalorización derivada de la variación del precio de mercado de los activos y pasivos en moneda extranjera se calcula y registra de forma separada a la revalorización por tipo de cambio.

En el caso del oro, no se hace distinción entre las diferencias por precio y por tipo de cambio, registrándose en una sola cuenta la diferencia de valoración, basada en el precio en euros de la onza de oro que se deriva del cambio del euro frente al dólar estadounidense vigente a 29 de diciembre de 2000.

Valores

Los valores negociables y activos similares se valoran al precio medio de mercado vigente en la fecha del balance. Para el ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2000, se utilizaron los precios medios del 29 de diciembre de 2000. Los valores no negociables se valoran por el precio de adquisición.

¹ La normativa detallada que regula la contabilidad del BCE se encuentra recogida en la Decisión del Consejo de Gobierno del BCE de 12 de diciembre de 2000 (BCE/2000/16), publicada en el Diario Oficial de las Comunidades Europeas (DO L 33 de 2.2.2001).

Acuerdos de recompra

Los acuerdos de recompra de valores se registran en el balance como depósitos con garantía de valores. El balance muestra los depósitos y el valor de los títulos usados como garantía. Los valores cedidos bajo este tipo de acuerdo permanecen en el balance del BCE y se tratan como si siguiesen formando parte de su cartera. Los acuerdos de recompra que se refieran a valores denominados en moneda extranjera no producen efecto alguno sobre el coste medio de la posición en la divisa.

Las adquisiciones temporales de valores se registran en el activo del balance como préstamos con garantía por el efectivo concedido. Los valores adquiridos bajo este tipo de acuerdo no se revalorizan.

Reconocimiento de ingresos

Los ingresos y gastos se registran en el período en el cual se producen.

Las ganancias y las pérdidas realizadas se registran en la Cuenta de Pérdidas y Ganancias. Se utiliza un método de coste medio diario para calcular el coste de adquisición de los distintos elementos. En el caso de pérdidas no realizadas en algún elemento a final de año, su coste medio se reduce para ajustarlo al precio de mercado y/o tipo de cambio de fin de año.

Las ganancias no realizadas no se registran como ingreso, sino que se traspasan directamente a una cuenta de revalorización.

Las pérdidas no realizadas se llevan a la Cuenta de Pérdidas y Ganancias si exceden a las ganancias previas por revalorizaciones registradas en las correspondientes cuentas de revalorización. Las pérdidas no realizadas en cualquier valor, moneda u oro no se compensan con ganancias no realizadas en otra moneda o valor.

Las primas o descuentos en valores adquiridos se calculan y presentan como parte de los

ingresos por intereses y se amortizan a lo largo de la vida residual de los activos.

Posiciones registradas fuera del balance

La posición a plazo en moneda extranjera, es decir, operaciones a plazo en divisas, la parte a plazo de las operaciones *swap* de divisas y otros instrumentos relativos a operaciones de cambio de una moneda por otra en una fecha futura se incluye en la posición neta en moneda extranjera para calcular las pérdidas y ganancias por tipo de cambio. Los futuros sobre tipos de interés son objeto de revalorización elemento por elemento y tratados de manera similar a los valores. Para los *swap* de divisas, la posición a plazo se revaloriza junto con la posición al contado. Por tanto, no se producen diferencias de valoración, puesto que la divisa recibida y la obligación de devolverla se valoran en ambos casos al mismo tipo de cambio de mercado. Las pérdidas y ganancias derivadas de posiciones registradas fuera de balance se contabilizan y tratan de forma similar a las pérdidas y ganancias de activos y pasivos del balance.

Acontecimientos posteriores al cierre del balance

Los activos y pasivos se ajustan para reflejar los acontecimientos que tengan lugar entre la fecha del balance anual y la fecha en la que el Consejo de Gobierno aprueba los estados financieros, si tales acontecimientos afectan de manera relevante a la situación de los activos y pasivos a la fecha del balance.

Saldos intra-SEBC

Las operaciones intra-SEBC son transacciones transfronterizas entre dos bancos centrales de la Unión Europea. Dichas transacciones se realizan principalmente a través de TARGET² y dan lugar a saldos bilaterales en las

² TARGET es el Sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real.

cuentas de cada uno de los bancos centrales (bancos centrales participantes, no participantes y el BCE) conectados a TARGET.

Con efectos a partir del 30 de noviembre de 2000, todos los activos y pasivos relacionados con TARGET entre los BCN de la Unión Europea y el BCE se compensan cada día al cierre de las operaciones por el método de novación, manteniendo cada banco central una posición única frente al BCE. En la contabilidad del BCE, este saldo representa la posición neta de cada banco central frente al resto del SEBC.

Los saldos intra-SEBC de los BCN participantes, a excepción del capital del BCE y el pasivo de contrapartida de la transferencia de activos exteriores de reserva al BCE, se presentan en el balance del BCE por su posición neta.

Tratamiento de los activos fijos materiales e inmateriales

Los activos fijos materiales e inmateriales se valoran al precio de adquisición menos su depreciación. La depreciación se calcula de forma lineal, comenzando en el trimestre posterior a su adquisición y continuando a lo largo de la vida útil esperada del activo. En concreto:

- Equipos informáticos, aplicaciones informáticas y vehículos a motor: 4 años
- Equipamiento, mobiliario e instalaciones: 10 años

Los activos fijos cuyo coste es inferior a 10.000 euros no se capitalizan.

Plan de pensiones del BCE

El BCE mantiene un plan de pensiones de aportación definida. Los activos del plan, que se mantienen con el único propósito de proporcionar pensiones para los miembros del plan y sus beneficiarios, se incluyen entre los "Otros activos" del BCE y se identifican de forma separada. Las pérdidas y ganancias por valoración en los activos del fondo de pensiones se reconocen como gastos e ingresos de dicho plan en el año en que se producen. Se garantiza un mínimo de pensiones a pagar con cargo a los rendimientos de la cuenta principal, que se nutre con las contribuciones del BCE, y que constituyen la base de los beneficios establecidos.

Cambios en el modelo del balance

El Consejo de Gobierno del BCE ha decidido cambiar el modelo del balance desde el final del año 2000. Se ha modificado también el modelo de la cuenta de pérdidas y ganancias. Por ello, las cifras correspondientes a 1999 se han ajustado de forma apropiada.

Otras cuestiones

Teniendo en cuenta la posición del BCE como banco central, el Comité Ejecutivo del BCE considera que la publicación de un estado de flujos de tesorería no proporcionaría información adicional relevante a los destinatarios de los estados financieros.

De acuerdo con el artículo 27 de los Estatutos del SEBC, y teniendo en cuenta la Recomendación del Consejo de Gobierno del BCE, el Consejo de la Unión Europea aprobó el nombramiento de *PriceWaterhouseCoopers GmbH* como auditor externo del BCE.

Notas al balance

1 Oro y derechos en oro

Las tenencias de oro del BCE ascienden a 24 millones de onzas de oro fino. En el ejercicio 2000 no ha tenido lugar ninguna operación con oro. La variación en el saldo es consecuencia del proceso de revalorización trimestral (ver "Oro, activos y pasivos en moneda extranjera" en el apartado sobre Normativa contable).

2 Activos en moneda extranjera frente a residentes y no residentes en la zona del euro

Estas rúbricas recogen los depósitos en bancos extranjeros, los préstamos denominados en moneda extranjera y las inversiones en valores, denominados en dólares estadounidenses y yenes japoneses.

3 Activos en euros frente a no residentes e instituciones de crédito de la zona del euro

Los activos frente a no residentes incluyen depósitos bancarios y acuerdos de recompra realizados en la gestión de los recursos propios del BCE. Operaciones de recompra similares, efectuadas con residentes en la zona del euro se recogen en el apartado "Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro".

4 Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro

Recoge los valores negociables emitidos por determinados emisores de la zona del euro de elevada calidad crediticia.

5 Cuentas intra-Eurosistema

El principal componente de esta rúbrica son los saldos TARGET de los BCN participantes frente al BCE (ver "Saldo intra-SEBC" en el apartado sobre Normativa Contable).

	2000 €	1999 €
Debido por bancos centrales participantes en relación con TARGET	59.010.910.157	7.697.803.922
Debido a bancos centrales participantes en relación con TARGET	(45.930.059.415)	(9.418.628.635)
Posición neta	13.080.850.742	(1.720.824.713)

El significativo cambio en esta posición, comparada con la de 1999, se debe, fundamentalmente, al efecto de las compras de euros contra divisas efectuadas durante el ejercicio, que se liquidaron a través de TARGET.

6 Otros activos

6.1 Inmovilizado material e inmaterial

Los activos fijos materiales, a 31 de diciembre de 2000, deducida su amortización acumulada, ascienden a 43,2 millones de euros, e incluyen principalmente los siguientes elementos:

	Valor neto contable a 31 de dic. de 2000 €	Valor neto contable a 31 de dic. de 1999 €
Terrenos y construcciones	1.305.097	0
Equipos informáticos	21.042.849	15.865.660
Equipamientos, mobiliario, instalaciones y vehículos a motor	4.852.047	5.955.720
Inmovilizado en curso	21.691.248	12.989.835
Otros activos fijos	15.276.937	7.778.252
Total	64.168.178	42.589.467

El incremento de los activos fijos se debe, principalmente, a las inversiones efectuadas en la nueva sede del BCE, el Eurotheum. La partida “Terrenos y construcciones” recoge los gastos de remodelación de la Eurotower.

6.2 Otros activos financieros

Los elementos principales de esta rúbrica del balance son:

- a) Las carteras de inversión relativas al fondo de pensiones del BCE, que ascienden a 42,9 millones de euros (32,2 millones en 1999). Estos activos representan las inversiones de las contribuciones acumuladas del BCE y del personal a 31 de diciembre de 2000, y están administradas por un gestor de fondos externo. Las contribuciones regulares del BCE y de los miembros del plan se realizan de forma mensual. Los activos del plan no son fungibles con otros activos financieros del BCE, y la renta de los mismos no constituye beneficios del BCE, sino que se reinvierte en el fondo, pendiente del pago de pensiones. El valor de los activos mantenidos por el plan se hace de acuerdo con la valoración dada por el gestor externo de los fondos, utilizando para ello los precios vigentes a fin de año.
- b) El BCE posee 3.000 acciones del Banco de Pagos Internacionales, contabilizadas a su precio de adquisición (38,5 millones de euros).

6.3 Diferencias por valoración de partidas de fuera de balance

Esta partida recoge los quebrantos de revalorización de las posiciones a plazo fuera de balance derivadas de operaciones *swap* de divisas pendientes de ejecución. Dado que las correspondientes posiciones al contado reflejadas en el balance se revalúan al mismo tipo de que las posiciones a plazo, no se origina ninguna diferencia neta de valoración (ver “Posiciones registradas fuera del balance” en el apartado sobre Normativa Contable).

6.4 Cuentas de periodificación del activo y gastos diferidos

El componente principal de esta partida son los intereses devengados por los valores y otros activos financieros.

6.5 Diversos

Su saldo recoge principalmente un derecho frente al Ministerio de Hacienda alemán, en relación al impuesto sobre el valor añadido recuperable y a otros impuestos indirectos pagados. Estos impuestos son reintegrables bajo 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 Depósitos en euros de entidades de crédito de la zona del euro

Esta partida recoge la contrapartida de las operaciones de recompra efectuadas con entidades de crédito de la zona del euro derivadas de la inversión de los fondos propios del BCE.

8 Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro

Se recogen aquí los depósitos que utilizan los miembros de la Asociación Bancaria del Euro, que se utilizan para proporcionar al BCE garantías para respaldar sus pagos a través del sistema TARGET.

9 Pasivos en euros frente a no residentes en la zona del euro

El principal componente de esta rúbrica son los saldos mantenidos en el BCE por los BCN no participantes en el Eurosistema como resultado de las operaciones procesadas por el sistema TARGET (ver “Saldos intra-SEBC” en el apartado sobre Normativa contable).

10 Pasivos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro

Esta rúbrica incluye las deudas derivadas de acuerdos de recompra relacionadas con la gestión de las reservas de divisas del BCE.

11 Cuentas intra-Eurosistema

Al comienzo de la tercera fase de la UEM, los BCN de los países participantes transfirieron activos exteriores de reserva al BCE, en cumplimiento del artículo 30 de los Estatutos del SEBC y de la Decisión del Consejo de Gobierno que desarrollaba dicho artículo. Entre el 4 y el 7 de enero de 1999, se transfirieron 39,5 mm de euros en forma de oro, efectivo y valores.

	Participación en el capital (%)	€
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,8658	1.432.900.000
Deutsche Bundesbank	24,4935	12.246.750.000
Banco de España	8,8935	4.446.750.000
Banque de France	16,8337	8.416.850.000
Central Bank of Ireland	0,8496	424.800.000
Banca d'Italia	14,8950	7.447.500.000
Banque centrale du Luxembourg	0,1492	74.600.000
De Nederlandsche Bank	4,2780	2.139.000.000
Oesterreichische Nationalbank	2,3594	1.179.700.000
Banco de Portugal	1,9232	961.600.000
Suomen Pankki	1,3970	698.500.000
Total	78,9379	39.468.950.000

Los derechos resultantes de los BCN se encuentran denominados en euros y se remuneran al tipo de interés de las operaciones principales de financiación del Eurosistema, tras el ajuste correspondiente por la nula remuneración del oro (ver "Notas a la Cuenta de Pérdidas y Ganancias", Nota 1). Durante los tres primeros años de la tercera fase de la

UEM, y tras una decisión del Consejo de Gobierno, estos derechos están sujetos a renuncia en el caso de que el BCE no tenga suficientes beneficios y reservas como para cubrir las pérdidas no realizadas producidas por variaciones en los tipos de cambio de los activos exteriores de reserva mantenidos. La mencionada renuncia no podrá reducir el valor de los pasivos de contrapartida del BCE por debajo del 80% de su valor inicial. A 31 de diciembre de 2000, no ha sido necesaria tal renuncia de derechos.

12 Otros pasivos

El elemento principal de la rúbrica "Otros pasivos" lo constituyen los intereses debidos a los BCN en relación con los activos de contrapartida de las reservas transferidas (ver Nota 11). Los pasivos del BCE relativos al fondo de pensiones (42,9 millones de euros; 32,2 millones en 1999) y otras periodificaciones también se incluyen en este apartado.

13 Provisiones

Teniendo en cuenta la importante exposición del BCE a los riesgos de tipo de cambio y de tipo de interés, y el volumen actual de sus reservas por revalorización, se consideró apropiada la constitución de una provisión especial frente a dichos riesgos, por importe de 2.600 millones de euros. Esta provisión será utilizada para compensar futuras pérdidas realizadas y no realizadas, en particular aquellos quebrantos no cubiertos por las cuentas de revalorización. La continuidad de esta provisión será objeto de revisión anual.

El resto del saldo de esta partida está constituido fundamentalmente por provisiones administrativas relativas a gastos en bienes y servicios.

14 Cuentas de revalorización

Esta partida incluye las cuentas de revalorización procedentes de ganancias no realizadas en activos y pasivos.

	2000 €	1999 €
Oro	1.120.787.564	1.036.876.277
Divisas	6.228.835.267	5.821.397.453
Valores	623.004.033	2.265.980
Total	7.972.626.864	6.860.539.710

15 Capital y reservas

La parte desembolsada de la suscripción por los BCN de la zona del euro, de los 5 mm de euros de capital del BCE, asciende a un total de 3.946.895.000 euros, distribuida como sigue:

	Participación en el capital (%)	€
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,8658	143.290.000
Deutsche Bundesbank	24,4935	1.224.675.000
Banco de España	8,8935	444.675.000
Banque de France	16,8337	841.685.000
Central Bank of Ireland	0,8496	42.480.000
Banca d'Italia	14,8950	744.750.000
Banque centrale du Luxembourg	0,1492	7.460.000
De Nederlandsche Bank	4,2780	213.900.000
Oesterreichische Nationalbank	2,3594	117.970.000
Banco de Portugal	1,9232	96.160.000
Suomen Pankki	1,3970	69.850.000
Total	78,9379	3.946.895.000

Las contribuciones de los BCN no participantes, que suponen el 5% de la cantidad que habrían tenido que aportar si estos países hubiesen participado en la Unión Monetaria, ascendieron a un total de 52.655.250 euros, cuyo detalle se muestra a continuación:

	Participación en el capital (%)	€
Danmarks Nationalbank	1,6709	4.177.250
Bank of Greece	2,0564	5.141.000
Sveriges Riksbank	2,6537	6.634.250
Bank of England	14,6811	36.702.750
Total	21,0621	52.655.250

Estas cantidades representan las contribuciones necesarias para cubrir los gastos operativos del BCE en relación con las tareas realizadas para los BCN no participantes. Dichos BCN no tienen que desembolsar ninguna suscripción de capital más allá de estas cantidades, en tanto no participen en el Eurosistema, y no tienen derecho a participar en los beneficios distribuibles del BCE, ni tampoco son responsables de cubrir sus pérdidas.

16 Acontecimientos posteriores al cierre del balance

Basado en la Decisión nº 2000/427/CE del Consejo de 19 de junio, de acuerdo con el apartado 2 del artículo 122 del Tratado relativo a la adopción de Grecia de la moneda única el 1 de enero de 2001, y de conformidad con el artículo 49.1 de los Estatutos del SEBC y con los actos jurídico adoptados por el Consejo de Gobierno el 16 de noviembre de 2000³, el Banco de Grecia transfirió al BCE, el 1 de enero de 2001, la cantidad de 97.679.000 euros, que representan el 95% de su suscripción de capital. Asimismo, entre el 2 y el 5 de enero de 2001, de conformidad con el artí-

³ Decisión del BCE, de 16 de noviembre de 2000, relativa al desembolso de capital y la contribución a las reservas y provisiones del BCE por el Banco de Grecia, y a la transferencia inicial de activos exteriores de reserva al BCE por el Banco de Grecia y otros asuntos conexos (BCE/2000/14) y Orientación del BCE de 3 de noviembre de 1998, modificada por la Orientación del BCE de 16 de noviembre de 2000 sobre la composición, valoración y formas de la transferencia inicial de activos exteriores de reserva, y la denominación y remuneración de los activos equivalentes. (BCE/2000/15), DO L 336 de 30.12.2000, p. 110-117; Acuerdo, de 16 de noviembre de 2000, entre el BCE y el Banco de Grecia relativo al activo acreditado al Banco de Grecia por el BCE conforme al artículo 30.3 de los Estatutos del SEBC y otros asuntos conexos, DO L 336 de 30.12.2000, p. 122-123.

culo 30.1 de los Estatutos del SEBC, transfirió activos exteriores de reserva por un importe equivalente a 1.278.260.161 euros. El importe total transferido se determinó multiplicando el valor en euros, a los tipos de cambio vigentes a 29 de diciembre de 2000, de los activos exteriores transferidos al BCE, por la *ratio* entre el número de acciones suscritas por el Banco de Grecia y el número de acciones desembolsadas por el resto de BCN no acogidos a cláusula de excepción. Dichos activos exteriores de reserva incluían oro, dólares estadounidenses y yenes japoneses, en la misma proporción que las cantidades transferidas al comienzo de 1999 por el resto de BCN participantes. El componente en divisas se transfirió en forma de efectivo y valores.

Como contrapartida, el Banco de Grecia recibió activos por un importe equivalente al capital suscrito y los activos exteriores transferidos. Estos activos serán tratados de la misma manera que los actuales activos del resto de los BCN participantes (ver Nota 11).

17 Posiciones registradas fuera del balance

A 31 de diciembre de 2000, existían contratos *swap* de divisas no vencidos por valor de 2.886 millones de euros.

A dicha fecha, no había pasivos contingentes significativos.

Notas a la cuenta de pérdidas y ganancias

1 Ingresos netos por intereses

Este apartado recoge los ingresos por intereses, netos de gastos, relativos a los activos y pasivos denominados tanto en moneda extranjera como en euros, así como los procedentes de los saldos resultantes de las transacciones realizadas a través de TARGET. La remuneración pagada a los BCN en relación con los activos en moneda extranjera transferidos al BCE al comienzo de 1999 se presenta de forma separada.

Los ingresos por intereses obtenidos mediante la venta de determinados valores se recogen actualmente en el epígrafe de ingresos netos por intereses de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias. Con objeto de permitir la comparación, las cifras de 1999 han sido adecuadamente modificadas.

El incremento de los ingresos netos en comparación con los obtenidos en 1999 es consecuencia, fundamentalmente, de los mayores ingresos procedentes de los activos exteriores y de la remuneración debida al BCE por los saldos resultantes de transacciones TARGET, los cuales han sido parcialmente compensados por los mayores intereses pagados a los BCN en relación con los activos exteriores de reserva transferidos, debido al aumento de los tipos de financiación a corto plazo del Eurosistema (véase Nota II del balance del BCE).

2 Ganancias/Pérdidas realizadas procedentes de operaciones financieras

Tanto la venta de activos exteriores que tuvo lugar como consecuencia de las operaciones de intervención que el BCE llevó a cabo en septiembre y noviembre, como las ventas de las divisas obtenidas por rendimiento de las inversiones desde el comienzo de 1999, generaron sustanciales beneficios.

Esta partida recoge, asimismo, las ganancias procedentes de la venta de valores resultan-

tes de la gestión normal de la cartera de valores y de la liquidación de carteras con anterioridad a las intervenciones citadas.

3 Minusvalías no realizadas en activos y posiciones financieras

Los aumentos generalizados en los precios de los valores a finales de 2000 han originado que las minusvalías en el valor de los activos sean poco importantes, reflejándose dichos activos en el balance a sus precios de mercado a 31 de diciembre de 2000.

4 Resultado neto por comisiones

Este apartado se compone de los siguientes ingresos y gastos. La partida "Ingresos por honorarios y comisiones" recoge los correspondientes a las sanciones impuestas a instituciones de crédito por el incumplimiento de las exigencias de reservas mínimas.

	2000 €	1999 €
Ingresos por comisiones	1.296.112	593.902
Gastos por comisiones	(622.614)	(361.702)
Ingresos netos por comisiones	673.498	232.200

5 Otros ingresos

Corresponde a ingresos varios obtenidos en el ejercicio, que proceden principalmente de la transferencia a la cuenta de pérdidas y ganancias de provisiones administrativas no utilizadas.

6 Gastos de personal

Esta partida incluye salarios y otros gastos sociales (67 millones de euros; 52,3 millones en 1999), así como las aportaciones al fondo de pensiones y las cuotas de seguros de vida

y accidentes. Los emolumentos del Comité Ejecutivo del BCE ascendieron a un total de 1,8 millones de euros. Durante el año no se pagó pensión alguna a los antiguos miembros del Comité Ejecutivo o a sus beneficiarios. La estructura de los salarios y otros gastos sociales, incluyendo los emolumentos de los altos cargos, se ha diseñado y es comparable con el esquema retributivo de las Comunidades Europeas.

El último día laborable del año 2000, el BCE tenía 941 empleados, de los cuales 72 ocupaban puestos directivos. El número medio de empleados del BCE durante el año 2000 fue de 823, en comparación con los 648 de 1999. Durante el año se contrataron 259 empleados y 50 abandonaron el BCE.

7 Plan de pensiones del BCE

De acuerdo con la normativa del plan, es preciso realizar una valoración actuarial completa con carácter trienal. La última valoración actuarial se realizó el 31 de diciembre de 1999 utilizando el método *Projected Unit Credit*, sujeto a una obligación mínima igual a la suma global del efectivo que habría que pagar a los empleados cuando finalicen sus servicios.

El coste correspondiente al plan de pensiones se valora de acuerdo con el asesoramiento de actuarios cualificados. El coste total de las pensiones para el BCE, incluyendo una provisión para incapacidad y prestaciones de jubilación, fue de 13,1 millones de euros (8,1 millones en 1999). Asimismo, incluye una provisión para pensiones de los miembros del Comité Ejecutivo por 0,6 millones de euros (1,8 millones en 1999). El BCE está obligado a contribuir al plan de pensiones con un 16,5% de los salarios de los empleados.

8 Gastos de administración

Este epígrafe incluye todos los gastos corrientes relativos al arrendamiento de edificios, mantenimiento de instalaciones, bienes y equipos de naturaleza no capitalizable, honorarios profesionales y otros servicios y suministros, además de gastos relacionados con el personal como contratación, mudanza, instalación, formación y aquellos relacionados con la terminación del contrato.

El incremento en los gastos de administración se debe a los gastos operativos adicionales relacionados con la sede principal del BCE, la Eurotower, así como a los mayores honorarios de consultoría, fundamentalmente derivados de la preparación de la Campaña de Información Euro 2002.

Presidente y Consejo de Gobierno
del Banco Central Europeo

Fráncfort del Meno

Hemos auditado los estados financieros adjuntos del Banco Central Europeo a 31 de diciembre de 2000. El Consejo Ejecutivo del Banco Central Europeo es responsable de la preparación de estas cuentas. Nuestra responsabilidad es conseguir una opinión independiente sobre las mismas, basada en nuestra auditoría, y comunicársela a ustedes.

Hemos realizado la auditoría de acuerdo con normas internacionales de auditoría. Una auditoría incluye el examen, basado en un muestreo representativo, de los datos relevantes en relación con el volumen de las cuentas y su presentación. También incluye una opinión sobre las estimaciones significativas y los criterios utilizados en la preparación de las cuentas, y si las normas contables son apropiadas para las circunstancias del Banco Central Europeo y están adecuadamente presentadas.

En nuestra opinión, los estados financieros, que han sido preparados de acuerdo con las normas contables establecidas en la primera parte de las notas a las cuentas del Banco Central Europeo, ofrecen una imagen fiel de la situación financiera del Banco Central Europeo a 31 de diciembre de 2000 y del resultado de sus operaciones durante el periodo comprendido entre el 1 de enero y el 31 de diciembre de 2000.

Fráncfort del Meno, 14 de marzo de 2001

PricewaterhouseCoopers

Gesellschaft mit beschränkter Haftung
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

[Firmado]
(Wagener)
Wirtschaftsprüfer

[Firmado]
(Kern)
Wirtschaftsprüfer

Nota sobre la distribución de beneficios del BCE

Esta nota no forma parte de los estados financieros del BCE del ejercicio 2000 y sólo se publica en el Informe Anual con fines informativos.

Distribución de beneficios

De acuerdo con el artículo 33 de los Estatutos del SEBC, el beneficio neto del BCE se aplicará de la siguiente manera:

- Una cantidad, a determinar por el Consejo de Gobierno, que no puede exceder del 20% del beneficio neto, se transferirá al fondo general de reserva, con un límite igual al 100% del capital;
- El beneficio restante se distribuirá entre los accionistas del BCE en proporción a sus acciones suscritas.

De conformidad con dicho artículo, el Consejo de Gobierno decidió, el 29 de marzo de 2001, transferir la cantidad de 398 millones

de euros al fondo general de reserva, siendo distribuible el beneficio restante entre los bancos centrales nacionales participantes en proporción al capital suscrito.

Los bancos centrales nacionales no participantes no tienen derecho a recibir parte alguna de los beneficios distribuibles.

	2000 €	1999 €
Beneficio/pérdida del ejercicio	1.990.121.750	(247.281.223)
Disminución/Incremento del fondo general de reserva	(398.024.350)	27.540.513
Aplicación de la renta monetaria aportada	0	35.160.676
Aportación directa de los BCN	0	184.580.034
Beneficios distribuibles	1.592.097.400	0
Distribución a los BCN	(1.592.097.400)	
Total	0	0

Balance consolidado del Eurosistema a 31 de diciembre de 2000

(millones de euros)

Activo	Balance a 31 de diciembre de 2000	Balance a 31 de diciembre de 1999
1 Oro y derechos en oro	117.073	116.610
2 Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro		
2.1 Activos frente al FMI	26.738	29.842
2.2 Depósitos, valores, préstamos y otros activos exteriores	232.087	225.040
	258.825	254.882
3 Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	15.786	14.385
4 Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro		
4.1 Depósitos, valores y préstamos	3.750	6.050
4.2 Activos procedentes de la facilidad de crédito prevista en el MTC II	0	0
	3.750	6.050
5 Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro por operaciones de política monetaria		
5.1 Operaciones principales de financiación	222.988	161.987
5.2 Operaciones de financiación a plazo más largo	45.000	74.996
5.3 Operaciones de ajuste	0	0
5.4 Operaciones estructurales	0	0
5.5 Facilidad marginal de crédito	608	11.429
5.6 Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	53	404
	268.648	248.815
6 Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	578	1.842
7 Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	26.071	23.521
8 Créditos en euros a las Administraciones Públicas	57.671	59.180
9 Otros activos	87.559	81.567
Total activo	835.961	806.853

Debido al redondeo, los totales y subtotaes pueden no cuadrar.

Pasivo	Balance a 31 de diciembre de 2000	Balance a 31 de diciembre de 1999
1 Billetes en circulación	371.370	374.964
2 Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro en relación con operaciones de política monetaria		
2.1 Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	124.402	114.672
2.2 Facilidad de depósito	240	2.618
2.3 Depósitos a plazo	0	0
2.4 Operaciones de ajuste	0	0
2.5 Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	0	10
	124.642	117.301
3 Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	305	283
4 Certificados de deuda emitidos	3.784	7.876
5 Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro		
5.1 Administraciones Públicas	53.353	56.470
5.2 Otros pasivos	3.694	5.292
	57.047	61.762
6 Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	10.824	9.048
7 Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	806	927
8 Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro		
8.1 Depósitos y otros pasivos	12.414	11.904
8.2 Pasivos derivados de la facilidad de crédito prevista en el MTC II	0	0
	12.414	11.904
9 Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	6.702	6.534
10 Otros pasivos	72.215	54.222
11 Cuentas de revalorización	117.986	106.782
12 Capital y reservas	57.866	55.249
Total pasivo	835.961	806.853

Anexos

Glosario

Acceso remoto (a un SITF): mecanismo que permite a una **entidad de crédito** radicada en un país (“país de origen”) participar directamente en un **sistema interbancario de transferencia de fondos (SITF)** situado en otro país (“país de acogida”) y, a tal efecto, disponer de una cuenta de liquidación a su nombre en el banco central del país de acogida sin tener que abrir una sucursal en dicho país.

Activos de garantía: activos pignorados como garantía de devolución de los préstamos para obtener liquidez a corto plazo que las **entidades de crédito** reciben de los bancos centrales, así como los activos vendidos a los bancos centrales por las entidades de crédito como parte de las **operaciones dobles**.

Acuerdo de corresponsalía: acuerdo por el cual una entidad de crédito proporciona servicios de pagos y de otro tipo a otra entidad de crédito. Los pagos efectuados a través de corresponsales se suelen llevar a cabo mediante cuentas recíprocas (llamadas también cuentas *nostro* y *loro*) a las que se pueden asignar líneas de crédito permanentes. Los servicios de corresponsalía se prestan, fundamentalmente, de forma transfronteriza, aunque, en algunos contextos nacionales, también se les conoce como relaciones de agencia. Una cuenta *loro* es el término empleado por una entidad corresponsal para describir una cuenta abierta a nombre de una entidad de crédito extranjera; por su parte, dicha entidad la considera una cuenta *nostro*.

Administraciones Públicas: agrupa a la Administración Central, a las Comunidades Autónomas, a las Corporaciones Locales y a las administraciones de Seguridad Social, tal como se definen en el **Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95)**.

Agente liquidador: institución que gestiona el proceso de liquidación (por ejemplo, la determinación de las posiciones, la supervisión del intercambio de pagos, etc.) en los sistemas de transferencia de fondos o en cualesquiera otros sistemas que requieran liquidación.

Agregados monetarios: un agregado monetario puede definirse como la suma del **efectivo en circulación** y del saldo vivo de determinados pasivos de las entidades financieras con un alto grado de liquidez. El **Eurosistema** ha definido el agregado monetario estrecho **M1** como el efectivo en circulación y los **depósitos a la vista** de los residentes en la **zona del euro** (excluida la Administración Central) en entidades emisoras de la zona del euro. El agregado monetario **M2** comprende M1, los **depósitos a plazo** de hasta dos años y los **depósitos disponibles con preaviso** de hasta tres meses. El agregado monetario amplio **M3** incluye M2, las **cesiones temporales**, las participaciones en fondos del mercado monetario e instrumentos del mercado monetario y los valores distintos de acciones de hasta dos años. El **Consejo de Gobierno** del **BCE** ha anunciado un valor de referencia para el crecimiento de M3 (véase, también, **Valor de referencia para el crecimiento monetario**).

Ajuste entre déficit y deuda: diferencia entre el déficit público y las variaciones de la deuda pública, que puede deberse, entre otros motivos, a cambios en el volumen de los activos financieros en manos de las Administraciones Públicas, a variaciones de la deuda pública en la cartera de otros subsectores de las Administraciones Públicas o a ajustes estadísticos.

Asociación Bancaria del Euro (EBA): organización interbancaria que pretende ser un foro para el estudio y el debate de asuntos que interesan a sus miembros y, en concreto, de los relacionados con el uso del **euro** y con la liquidación de operaciones en euros. Dentro de la EBA se ha creado una sociedad de compensación (*ABE Clearing, Société par Actions Simplifiée à capi-*

tal variable) con el fin de gestionar, a partir del 1 de enero de 1999, la Cámara de compensación del euro (Euro I), sucesora de la Cámara de compensación y liquidación del ECU.

Balance consolidado de las IFM: el balance consolidado del sector **Instituciones Financieras Monetarias (IFM)** se obtiene contabilizando en cifras netas las posiciones de las distintas IFM que figuran en su balance agregado (v.g. los préstamos entre las IFM y los depósitos de los fondos del mercado monetario en las IFM). Informa sobre los activos y pasivos del sector IFM frente a los residentes en la **zona del euro** que no pertenecen a este sector (**Administraciones Públicas** y otros residentes en la zona del euro) y frente a los no residentes en dicha zona. El balance consolidado constituye la principal fuente estadística para el cálculo de los **agregados monetarios** y proporciona la base para el análisis periódico de las contrapartidas de **M3**.

Banco Central Europeo (BCE): el BCE es el núcleo del **Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC)** y del **Eurosistema** y tiene personalidad jurídica propia con arreglo al derecho comunitario. Su cometido es garantizar que se cumplan las funciones encomendadas al Eurosistema y al SEBC, ya sea por medio de sus propias actividades, de conformidad con los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo, ya sea por medio de los bancos centrales nacionales.

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**.

Central Depositaria de Valores (CDV): servicio que registra valores y que permite que las operaciones con valores se procesen mediante anotaciones en cuenta. En una CDV pueden existir títulos físicos que se inmovilizan o valores desmaterializados (es decir, que sólo existen como anotaciones en cuenta). Además de la función de custodia y administración (emisiones y amortizaciones), una CDV puede desempeñar tareas de cotejo, compensación y liquidación.

Cesión temporal: acuerdo por el cual, cuando se vende un activo, el vendedor, simultáneamente, obtiene el derecho y la obligación de recomprarlo a un precio predeterminado 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, en el caso de las cesiones, el vendedor no conserva la propiedad de los valores. El **Eurosistema** utiliza cesiones temporales con vencimiento determinado en sus **operaciones temporales**. Las cesiones temporales se incluyen en **M3** en los casos en los que el vendedor es una **Institución Financiera Monetaria (IFM)** y la contraparte, un residente en la **zona del euro** no incluido en IFM. De conformidad con lo dispuesto en el Reglamento del BCE relativo al balance consolidado del sector de las Instituciones Financieras Monetarias (BCE/1998/16), las cesiones temporales se clasifican como pasivos en forma de depósito, ya que no son negociables.

Coefficiente de reservas: porcentaje definido por el banco central para cada categoría de pasivos computables incluida en la **base de reservas**. Estos coeficientes se utilizan para calcular las **exigencias de reservas**.

Comisión Europea (Comisión de las Comunidades Europeas): institución de la Comunidad Europea que garantiza la aplicación de las disposiciones del **Tratado**, toma la iniciativa en cuanto a las políticas comunitarias, propone los actos jurídicos comunitarios y ejerce sus funciones en áreas específicas. En el ámbito de la política económica, la Comisión recomienda unas orientaciones generales para las políticas económicas de la Comunidad e informa al **Consejo de la UE** sobre la evolución y las políticas económicas. Asimismo, efectúa un seguimiento de

las finanzas públicas en el marco de la supervisión multilateral y presenta informes al Consejo. La Comisión consta de 20 miembros, incluyendo dos representantes nacionales de Alemania, España, Francia, Italia y el Reino Unido y un representante de cada uno de los restantes Estados miembros.

Comité Económico y Financiero: órgano consultivo de la Comunidad establecido al comienzo de la tercera fase, tras la disolución del Comité Monetario. Los Estados miembros, la **Comisión Europea** y el **Banco Central Europeo (BCE)** nombran cada uno no más de dos representantes. Estos dos representantes se seleccionan entre los altos cargos de las administraciones y de los bancos centrales nacionales. El apartado 2 del artículo 114 del **Tratado** contiene una lista de las funciones del Comité Económico y Financiero, entre las que se incluye el seguimiento de la situación económica y financiera de los Estados miembros y de la Comunidad.

Comité Ejecutivo: uno de los órganos rectores del **Banco Central Europeo (BCE)**, compuesto por el presidente, el vicepresidente 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**.

Consejo Europeo: proporciona a la Unión Europea los incentivos necesarios para su desarrollo y define la orientación política general. De él forman parte los Jefes de Estado o de Gobierno de los Estados miembros y el Presidente de la **Comisión Europea** (véase, también, **Consejo de la UE**).

Consejo General: uno de los órganos rectores del **Banco Central Europeo (BCE)**, compuesto por el presidente y el vicepresidente del BCE y por los gobernadores de los quince bancos centrales nacionales de la UE.

Consejo de Gobierno: uno de los órganos rectores del **Banco Central Europeo (BCE)**, compuesto por todos los miembros del **Comité Ejecutivo** del BCE y por los gobernadores de los bancos centrales nacionales de los Estados miembros que han adoptado el **euro**.

Consejo de Ministros: véase **Consejo de la UE**.

Consejo de la UE: institución de la Comunidad Europea integrada por representantes de los gobiernos de los Estados miembros, generalmente los ministros responsables de los asuntos a tratar (por lo que, a menudo, se le denomina **Consejo de Ministros**). El Consejo de la UE compuesto por los ministros de economía y finanzas se conoce con el nombre de Consejo **ECOFIN**. Además, el Consejo puede estar formado por los Jefes de Estado o de Gobierno (véase, también, **Consejo Europeo**).

Crédito a residentes en la zona del euro: medida amplia de la financiación facilitada por el sector IFM a los residentes en la zona del euro que no son **Instituciones Financieras Monetarias (IFM)** (incluidos el sector privado y las **Administraciones Públicas**). En su definición se incluyen (i) préstamos y (ii) tenencias de valores. Entre estas últimas figuran acciones, participaciones y valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro no incluidos en IFM. Dado que los valores pueden considerarse una fuente de financiación alternativa con respecto a los préstamos y dado que algunos préstamos pueden titulizarse, esta definición ofrece una información más precisa sobre el volumen total de financiación proporcionado por el sector IFM a la economía que una definición más limitada que sólo incluyera los préstamos.

Criterios de Copenhague: Los criterios generales que los países candidatos han de cumplir como requisito previo a la adhesión a la Unión Europea se definieron en el Consejo Europeo de Copenhague de junio 1993. Los criterios de Copenhague exigen: i) instituciones estables garantes de la democracia, la primacía del Derecho, los derechos humanos y el respeto de las minorías; ii) la existencia de una economía de mercado viable, así como la capacidad de hacer frente a presiones competitivas y a fuerzas de mercado dentro de la UE; y iii) y la capacidad de aceptar las obligaciones que conlleva la integración, incluida la adhesión a los objetivos de unificación política y a la **Unión Económica y Monetaria (UEM)**.

Depósitos disponibles con preaviso: esta categoría comprende los depósitos de ahorro, en los que el tenedor, previo aviso, tiene que esperar un período fijo para poder disponer de sus fondos. En algunos casos existe la posibilidad de retirar una determinada cantidad fija en un período especificado o de disponer de los fondos con antelación, sujetos a una penalización. Los depósitos disponibles con preaviso inferior a tres meses están incluidos en **M2** (y, por lo tanto, en **M3**), mientras que los disponibles con preaviso superior a tres meses lo están en los pasivos financieros a más largo plazo (no monetarios) del sector **Instituciones Financieras Monetarias (IFM)**.

Depósitos a plazo: esta categoría de instrumentos se compone, fundamentalmente, de depósitos con un vencimiento dado que, dependiendo de las prácticas nacionales, pueden no ser convertibles antes de su vencimiento o ser convertibles sujetos a una penalización. También comprende algunos activos financieros no negociables, como los certificados de depósito (minoristas) no negociables. Los depósitos a plazo de hasta dos años están incluidos en **M2** (y, por lo tanto, en **M3**), mientras que los depósitos a plazo a más de dos años lo están en los pasivos financieros a más largo plazo (no monetarios) del sector **Instituciones Financieras Monetarias (IFM)**.

Depósitos a la vista: esta categoría de instrumentos se compone, fundamentalmente, de aquellos depósitos a un día que son totalmente transferibles (mediante cheque o similar). También incluye los depósitos no transferibles que son convertibles a petición o al día siguiente tras el cierre de la sesión.

Dinero electrónico: procedimiento técnico que sirve como depósito electrónico del valor monetario y que puede utilizarse de forma generalizada para realizar pagos a entidades distintas de la entidad emisora, como instrumento al portador prepagado, sin necesidad de hacer uso de cuentas bancarias en la transacción (véase, también, **Tarjeta multiuso prepagada**).

Distribución anticipada: distribución de billetes y monedas en euros a las **entidades de crédito** antes del año 2002.

ECOFIN: véase **Consejo de la UE**.

ECU (unidad de cuenta europea): el ECU era una cesta de monedas compuesta por la suma de cantidades fijas de doce de las quince monedas de los Estados miembros. El valor del ECU se calculaba como una media ponderada del valor de las divisas que lo integraban. A partir del 1 de enero de 1999, el euro sustituyó al ECU a la par.

Efectivo en circulación: se refiere tanto a los billetes como a las monedas en circulación que se utilizan habitualmente para efectuar pagos. Comprende los billetes emitidos por el **Euro-sistema** y por otras **Instituciones Financieras Monetarias (IFM)** en la zona del euro (en Irlanda y Luxemburgo), así como las monedas emitidas por algunos bancos centrales naciona-

les del Eurosistema y por la Administración Central. El efectivo en circulación incluido en **M3** es un concepto neto, es decir, se refiere sólo a los billetes y monedas en circulación fuera del sector IFM (como figura en el **balance consolidado de las IFM**, lo que implica que se ha restado el efectivo emitido y tenido por las IFM – “reservas en efectivo”). El efectivo en circulación no incluye el saldo de los propios billetes de los bancos centrales (puesto que no se han emitido), ni las monedas conmemorativas que no se utilizan habitualmente para efectuar pagos.

Enlaces entre sistemas de liquidación de valores: procedimientos y mecanismos entre dos **sistemas de liquidación de valores** para la transferencia transfronteriza de valores mediante anotaciones en cuenta.

Entidad de contrapartida: la parte contraria en una transacción financiera (por ejemplo, en una operación con el banco central).

Entidad de crédito: toda entidad que se encuentre al amparo de la definición contenida en el apartado I del artículo 1 de la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de marzo, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio. De conformidad con esta definición una entidad de crédito es (a) una empresa cuya actividad consiste en recibir del público depósitos u otros fondos reembolsables y en conceder créditos por cuenta propia o (b) una entidad de dinero electrónico, según la definición de la Directiva 2000/46/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 18 de septiembre de 2000, sobre el acceso a la actividad de las entidades de dinero electrónico y su ejercicio, así como la supervisión cautelar de dichas entidades.

EONIA (índice medio del tipo del euro a un día): medida del tipo de interés efectivo vigente en el mercado interbancario del **euro** a un día. Se calcula como una media ponderada de los tipos de interés de los depósitos a un día no garantizados, denominados en euros, de acuerdo con la información facilitada por un panel de bancos.

Estabilidad de precios: el mantenimiento de la estabilidad de precios es el objetivo principal del **Banco Central Europeo (BCE)**. El **Consejo de Gobierno** ha publicado una definición cuantitativa de estabilidad de precios para ofrecer una orientación clara sobre las expectativas de evolución futura de los precios. El Consejo de Gobierno define la estabilidad de precios como un incremento interanual del **Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC)** para la **zona del euro** inferior al 2%. Debido a la necesidad de que la política monetaria tenga una orientación prospectiva a medio plazo, se ha de mantener la estabilidad de precios en el medio plazo, de conformidad con dicha definición. Esta definición establece un límite máximo para la tasa de inflación registrada, y, al mismo tiempo, el empleo de la palabra “incremento” indica que una deflación, es decir, descensos prolongados en el nivel del IAPC, no se consideraría compatible con la estabilidad de precios.

EURIBOR (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro): tipo de interés de oferta al que una entidad de crédito está dispuesta a prestar fondos en euros a otro banco. El EURIBOR se calcula diariamente para los depósitos interbancarios con vencimiento a una semana, y entre uno y doce meses, a partir de la media de los tipos de interés de oferta diarios, redondeados al tercer decimal, de un panel representativo de las principales entidades de crédito.

Euro: nombre de la moneda europea adoptado por el **Consejo Europeo** en la reunión celebrada en Madrid los días 15 y 16 de diciembre de 1995, y utilizado en lugar del término genérico **ECU (unidad de cuenta europea)** con el que figura en el **Tratado**.

Eurogrupo: grupo informal que integra a los ministros del Consejo ECOFIN que representan a los Estados miembros de la **zona del euro**. Se reúne con regularidad (normalmente antes de las reuniones del Consejo **ECOFIN**) para debatir asuntos relacionados con la responsabilidad compartida por los Estados miembros en materia de moneda única. La **Comisión Europea** y el **Banco Central Europeo (BCE)**, cuando procede, están invitados a tomar parte en dichas reuniones.

Eurosistema: comprende el **Banco Central Europeo (BCE)** y los bancos centrales nacionales de los Estados miembros que han adoptado el **euro** en la tercera fase de la **Unión Económica y Monetaria (UEM)** (véase, también, **Zona del euro**). En la actualidad, hay doce bancos nacionales en el Eurosistema, que está regido por el **Consejo de Gobierno** y el **Comité Ejecutivo** del BCE.

Eurostat: Oficina Estadística de las Comunidades Europeas que forma parte de la **Comisión Europea** y es responsable de la elaboración de las estadísticas comunitarias. Véase **Comisión Europea**.

EURO STOXX: STOXX Limited (www.stoxx.com) publica índices Dow Jones EURO STOXX que presentan la evolución de las cotizaciones bursátiles en el conjunto de Europa. El índice EURO STOXX, que pertenece a los índices anteriores, incluye las cotizaciones de una amplia gama de valores de los países que integran la zona del euro. Además, se publican tres índices sectoriales (sectores económico y de mercado y grupos industriales).

Exigencia de reservas: obligación de que las entidades mantengan unas reservas mínimas en el banco central. En el sistema de reservas mínimas del **Eurosistema**, la exigencia de reservas de una **entidad de crédito** se calcula multiplicando el **coeficiente de reservas** de cada categoría de pasivos computables de la **base de reservas** por el saldo de dichos pasivos en el balance de la entidad. Además, las entidades pueden deducir una **franquicia** de las reservas exigidas.

Facilidad de depósito: facilidad permanente del **Eurosistema** que las **entidades de contrapartida** pueden utilizar para realizar depósitos a un día en un banco central nacional, remunerados a un tipo de interés predeterminado.

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 predeterminado.

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**.

Franquicia: cantidad fija que una entidad puede deducir del cálculo de sus **exigencias de reservas** en el sistema de reservas mínimas del **Eurosistema**.

Grandes pagos: pagos, por lo general de cuantía muy elevada, que se realizan, principalmente, entre bancos o entre participantes en los mercados financieros y que suelen requerir una liquidación inmediata.

Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC): el IAPC es la medida utilizada por el **Consejo de Gobierno** del BCE para evaluar la **estabilidad de precios**. Con el fin de cum-

plir las exigencias del **Tratado** de que se construyera un índice de precios de consumo comparable, que tuviera en cuenta las diferencias entre las distintas definiciones nacionales, la **Comisión Europea (Eurostat)**, en estrecha colaboración con los institutos estadísticos nacionales, con el **Instituto Monetario Europeo (IME)** y, posteriormente, con el **Banco Central Europeo (BCE)**, desarrolló el IAPC.

Instituciones Financieras Monetarias (IFM): instituciones financieras que constituyen el sector emisor de dinero de la zona del euro. Incluye el **Eurosistema**, las **entidades de crédito** residentes en la zona, definidas con arreglo al derecho comunitario, y todas las instituciones financieras residentes cuya actividad consiste en recibir depósitos y sustitutivos próximos de los depósitos de entidades no incluidas en IFM y en conceder créditos e invertir en valores por cuenta propia (al menos en términos económicos). Este último grupo está compuesto, fundamentalmente, por fondos del mercado monetario. A finales del año 2000 había 9.096 IFM en la zona del euro (el **Banco Central Europeo (BCE)**, once bancos centrales, 7.476 entidades de crédito, 1.600 fondos del mercado monetario y 8 entidades financieras no incluidas en las categorías anteriores).

Instituto Monetario Europeo (IME): el IME era una institución de carácter temporal creada el 1 de enero de 1994, al inicio de la segunda fase de la **Unión Económica y Monetaria (UEM)**. Sus dos funciones principales consistían en reforzar la cooperación entre los bancos centrales y la coordinación de sus políticas monetarias y realizar los trabajos preparatorios necesarios para la constitución del **Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC)**, para la aplicación de una política monetaria única y para la creación de una moneda única en la tercera fase. Su liquidación comenzó el 1 de junio de 1998, tras la creación del **Banco Central Europeo (BCE)**.

M1, M2, M3: véase **Agregados monetarios**.

MTC II (Mecanismo de Tipos de Cambio): mecanismo de tipos de cambio que proporciona el marco para la cooperación en materia de política cambiaria entre la **zona del euro** y los Estados miembros que no participan en ella desde el inicio de la tercera fase de la **Unión Económica y Monetaria (UEM)**. La participación en el MTC II es voluntaria; sin embargo, los Estados miembros acogidos a excepción pueden integrarse en él. Actualmente, la corona danesa participa en el MTC II con una banda de fluctuación en torno a la paridad central frente al **euro** de $\pm 2,25\%$. Antes de que Grecia adoptara el euro el 1 de enero de 2001, la dracma griega participaba en el MTC II con una banda de fluctuación de $\pm 15\%$. La intervención en los mercados de divisas y la financiación en los márgenes de la banda de fluctuación estándar o de la más estrecha son, en principio, automáticas e ilimitadas, disponiéndose de una financiación a muy corto plazo. El **Banco Central Europeo (BCE)** y los bancos centrales nacionales participantes que no son de la zona del euro pueden, sin embargo, suspender la intervención automática si dicha intervención entra en conflicto con su objetivo principal de mantener la estabilidad de precios.

Mecanismo de interlinking: uno de los componentes del sistema **TARGET**. El término se utiliza para designar las infraestructuras y los procedimientos que conectan los **Sistemas brutos de liquidación en tiempo real** nacionales, con el fin de procesar los pagos transfronterizos dentro del sistema TARGET.

Modelo de corresponsalía entre bancos centrales (MCBC): modelo establecido por el **Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC)** con el fin de que las **entidades de contrapartida** puedan utilizar de modo transfronterizo los activos de garantía. En el MCBC, los

bancos centrales nacionales actúan como custodios unos de otros, lo que supone que cada banco central nacional tiene una cuenta de valores en su sistema de registro de valores para cada uno de los otros bancos centrales nacionales, y para el **Banco Central Europeo (BCE)**.

Opción: instrumento financiero por el que su tenedor adquiere el derecho, pero no la obligación, de comprar o vender un activo subyacente específico (v.g. un bono o una acción), en o hasta una fecha futura determinada (fecha de ejercicio o vencimiento), a un precio fijo (el precio de ejercicio). Una opción de compra da al tenedor el derecho de comprar el activo subyacente a un precio de ejercicio predeterminado, mientras que una opción de venta da al tenedor el derecho de venderlo a un precio de ejercicio acordado.

Operación de ajuste (*fine-tuning*): operación de mercado abierto no regular realizada por el **Eurosistema** principalmente para hacer frente a fluctuaciones imprevistas de la liquidez en el mercado.

Operación doble: operación temporal para inyectar liquidez basada en una **cesión temporal**.

Operación de financiación a plazo más largo: operación de mercado abierto regular, realizada por el **Eurosistema** en forma de **operación temporal**. Las operaciones de financiación a plazo más largo, con vencimiento a tres meses, se llevan a cabo mediante **subastas estándar** de periodicidad mensual.

Operación de mercado abierto: operación ejecutada en los mercados financieros a iniciativa del banco central, que supone la realización de cualquiera de las siguientes transacciones: (i) la compra o venta simple de activos (al contado o a plazo); (ii) compra o venta de activos mediante una **cesión temporal**; (iii) concesión o toma de préstamos con **activos de garantía**; (iv) emisión de certificados de deuda del banco central; (v) aceptación de depósitos a plazo fijo; o (vi) **swaps de divisas** entre las monedas nacionales y las monedas extranjeras.

Operación principal de financiación: operación de mercado abierto regular realizada por el **Eurosistema** en forma de **operación temporal**. Las operaciones principales de financiación, con vencimiento a dos semanas, se llevan a cabo mediante **subastas estándar** de periodicidad semanal.

Operación simple: operación por la cual se compran o venden activos a su vencimiento, al contado o a plazo.

Operación temporal: operación por la cual el banco central compra o vende activos mediante una **cesión temporal** o realiza operaciones de crédito con **activos de garantía**.

Pacto de Estabilidad y Crecimiento: formalizado por dos Reglamentos del **Consejo de la UE**, uno relativo al reforzamiento de la supervisión de las situaciones presupuestarias y a la supervisión y coordinación de las políticas económicas y el otro relativo a la aceleración y clarificación de la aplicación del procedimiento de déficit excesivo, y por una Resolución del **Consejo Europeo** sobre el Pacto de Estabilidad y Crecimiento adoptado en la cumbre de Amsterdam, el 17 de junio de 1997. Este Pacto pretende servir para mantener unas finanzas públicas saneadas en la tercera fase de la **Unión Económica y Monetaria (UEM)**, como medio de fortalecer las condiciones para conseguir la **estabilidad de precios** y un crecimiento fuerte y sostenible que favorezca la creación de empleo. Más concretamente, exige el objetivo a medio plazo de alcanzar situaciones presupuestarias próximas al equilibrio o con superávit, lo que per-

mitirá a los Estados miembros hacer frente a las fluctuaciones cíclicas normales, al tiempo que mantienen el déficit público por debajo del valor de referencia del 3% del PIB. De conformidad con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, los países que forman parte de la UE presentarán **programas de estabilidad**, mientras que los países no participantes seguirán presentando **programas de convergencia**.

Pago contra pago (PCP): mecanismo de un sistema de liquidación de divisas, que garantiza que la transferencia en firme de una divisa se realiza única y exclusivamente si se lleva a cabo la transferencia en firme de la otra u otras divisas.

Países candidatos a la adhesión: actualmente, hay trece países de la Europa Central y Oriental y del Mediterráneo que el **Consejo Europeo** reconoce como candidatos a la adhesión a la Unión Europea (UE). En este momento, los doce países que se citan a continuación han iniciado formalmente las negociaciones: Bulgaria, Chipre, Eslovenia, Estonia, Letonia, Lituania, Malta, Polonia, República Checa, República Eslovaca y Rumania. Tras la decisión adoptada en diciembre de 1999 por el Consejo Europeo, Turquía también se convirtió oficialmente en país candidato a la adhesión, si bien las condiciones que ha de cumplir para iniciar las negociaciones no se han satisfecho aún. Cuando el Informe Anual menciona los países candidatos, hace referencia a estos doce países con los que el Consejo Europeo ha decidido iniciar negociaciones formales para su integración en la UE.

Paridad central respecto al euro: tipo de cambio oficial frente al **euro** de las monedas que participan en el **MTC II** y en torno al cual se definen las bandas de fluctuación del MTC II.

Parlamento Europeo: consta de 626 representantes de los ciudadanos de los Estados miembros. Forma parte del proceso legislativo, aunque con prerrogativas distintas, dependiendo del procedimiento seguido para promulgar la legislación de la UE. En el contexto de la **Unión Económica y Monetaria (UEM)**, el Parlamento tiene, fundamentalmente, una función consultiva. No obstante, el **Tratado** establece determinados procedimientos para que el **Banco Central Europeo (BCE)** rinda cuentas, democráticamente, ante el Parlamento (presentación del Informe Anual, debate general sobre política monetaria, comparecencias ante las comisiones parlamentarias competentes).

Período de mantenimiento: período para el cual se calcula el importe de las **exigencias de reservas**. El período de mantenimiento del sistema de reservas mínimas del **Eurosistema** es de un mes, que comienza el día 24 de cada mes y termina el día 23 del mes siguiente.

Posición de inversión internacional neta (o posición acreedora o deudora neta frente al exterior): balance estadístico del valor y la composición del saldo de los activos financieros de una economía frente al resto del mundo, menos los pasivos financieros de dicha economía frente al resto del mundo.

Posición de liquidez del Eurosistema en moneda extranjera: comprende las **reservas internacionales del Eurosistema** y otros activos y pasivos en moneda extranjera del Eurosistema, incluidas las posiciones frente a los residentes en la **zona del euro**, tales como los depósitos en moneda extranjera colocados en entidades de crédito residentes en la zona del euro.

Procedimiento bilateral: mecanismo por el cual el banco central negocia directamente con una o varias **entidades de contrapartida**, sin utilizar los procedimientos de subasta. En los procedimientos bilaterales se incluyen las operaciones realizadas en las bolsas de valores o con agentes de mercado.

Programa de convergencia: véase **Programas de estabilidad**.

Programas de estabilidad: supuestos y planes públicos a medio plazo relativos a la evolución de las principales variables económicas, presentados por los Estados miembros que no forman parte de la zona del euro, con el fin de alcanzar el objetivo a medio plazo de conseguir una situación presupuestaria cercana al equilibrio o con superávit, tal y como aparece en el **Pacto de Estabilidad y Crecimiento**. Por lo que se refiere a la situación presupuestaria, destacan las medidas para sanear los saldos presupuestarios, así como los escenarios económicos subyacentes. Los programas de estabilidad deberán actualizarse cada año. La **Comisión Europea** y el **Comité Económico y Financiero** son los encargados de examinarlos, y sus informes sirven de base para su evaluación por el Consejo **ECOFIN**, que se centra, en concreto, en si el objetivo presupuestario a medio plazo de los programas ofrece un margen de seguridad suficiente para garantizar que se eviten los déficit excesivos. Los países que no forman parte de la zona del euro deberán remitir sus programas de convergencia con periodicidad anual, de conformidad con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

Ratio de déficit: uno de los criterios de convergencia fiscal, establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del **Tratado** considerado como la proporción entre el déficit público previsto o real y el producto interior bruto a precios corrientes de mercado, quedando definido el déficit público en el Protocolo nº 5 (sobre el procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo) como el endeudamiento neto de las **Administraciones Públicas**. Las Administraciones Públicas se definen con arreglo al **Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95)**.

Ratio de deuda: uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del **Tratado** considerado como la proporción entre la deuda pública y el producto interior bruto a precios corrientes de mercado, quedando definida la deuda pública en el Protocolo nº 5 (sobre el procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo) como la deuda bruta total, a su valor nominal, que permanezca viva a final de año, consolidada entre los distintos sectores de las **Administraciones Públicas** y dentro de ellos. Las Administraciones Públicas se definen con arreglo al **Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95)**.

Realineamiento: cambio en la paridad central de una moneda que participa en un sistema de tipos de cambio con una referencia fija pero ajustable. En el **MTC II**, el realineamiento consiste en una modificación de la paridad central frente al **euro**.

Redenominación de valores: la denominación de un valor es la moneda en la que está expresado su valor a la par (en la mayoría de los casos, el valor nominal de un certificado). La redenominación se refiere a un procedimiento mediante el cual la denominación inicial de un valor, emitido en moneda nacional, pasa a ser **euros** a un tipo de conversión fijo irrevocable.

Redistribución anticipada: distribución de billetes y **monedas** en **euros** por las **entidades de crédito** a determinados grupos (v. g. minoristas, empresas de transporte de billetes, sector de máquinas expendedoras, público) antes del año 2002.

Referencia: en un contexto de gestión de carteras una referencia es una cartera o un índice “modelo” construido a partir de unos objetivos de liquidez, de riesgo y de rendimiento. Una referencia sirve para comparar los resultados de las carteras mantenidas. En relación con la gestión de activos exteriores de reserva del **Banco Central Europeo (BCE)**, la referencia estratégica es una cartera modelo que se calcula en función de las preferencias del BCE respecto al rendimiento y al riesgo a largo plazo y cuyas características sólo se modifican en circunstancias excepcionales. La referencia táctica refleja las preferencias del BCE respecto al rendimiento y

al riesgo con un horizonte temporal de unos pocos meses, sobre la base de las condiciones de mercado existentes, y se revisa mensualmente.

Regla de distribución de pérdidas (o acuerdo de distribución de pérdidas): acuerdo entre los participantes en un sistema de transferencia o mecanismo de una cámara de compensación relativo a la distribución de cualquier pérdida ocasionada por el incumplimiento de sus obligaciones por parte de uno o más participantes; el acuerdo estipula la forma de repartir la pérdida entre las partes implicadas, en caso de que tenga que aplicarse.

Reservas internacionales del Eurosistema: los activos de reserva de la **zona del euro** comprenden los activos de reserva del **Eurosistema**, es decir, los activos de reserva del **Banco Central Europeo (BCE)** y los de los bancos centrales nacionales de los Estados miembros participantes. Estos activos deben estar bajo el control efectivo de la autoridad monetaria competente, ya sea el BCE o el banco central nacional de uno de los Estados miembros participantes y referirse a activos exteriores, denominados en monedas que no sean el **euro**, altamente líquidos, negociables y de calidad frente a los no residentes en la zona del euro, más oro monetario, derechos especiales de giro y posiciones de reserva en el Fondo Monetario Internacional de los bancos centrales nacionales participantes.

Riesgo de liquidación: término genérico utilizado para designar el riesgo de que una liquidación realizada a través de un sistema de transferencia no se lleve a cabo como se esperaba. El riesgo puede ser tanto riesgo de crédito como de liquidez.

Saldo primario: necesidad o capacidad de financiación de las Administraciones Públicas, excluidos los pagos por intereses de los pasivos públicos.

Sistema de entrega contra pago (ECP): mecanismo de un **sistema de liquidación de valores** que garantiza que la transferencia en firme de un activo se realice única y exclusivamente si se produce la transferencia en firme de otro u otros activos. Estos activos pueden ser valores u otros instrumentos financieros.

Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC): el SEBC se compone del **Banco Central Europeo (BCE)** y de los bancos centrales nacionales de los quince Estados miembros, es decir, incluye, además de los miembros del **Eurosistema**, los bancos centrales nacionales de los Estados miembros que no adoptaron el **euro** al inicio de la tercera fase de la **Unión Económica y Monetaria (UEM)**. El SEBC está regido por el **Consejo de Gobierno** y el **Comité Ejecutivo** del BCE. Un tercer órgano rector del BCE es el **Consejo General**.

Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95): sistema de clasificaciones y definiciones estadísticas armonizadas para poder realizar una descripción cuantitativa uniforme de las economías de los Estados miembros. El SEC 95 es la versión de la Comunidad del Sistema de Cuentas Nacionales 1993. El SEC 95 es una nueva versión del sistema europeo, cuya aplicación comenzó en 1999, de conformidad con el Reglamento (CE) n° 2223/96 del Consejo.

Sistema interbancario de transferencia de fondos (SITF): sistema de transferencia de fondos en el que la mayoría de sus participantes directos (o todos ellos) son **entidades de crédito**.

Sistema de liquidación bruta en tiempo real (SLBTR): sistema de liquidación en el que las órdenes de pago se procesan y liquidan una por una (sin compensación) en tiempo real (de forma continua). Véase, también, **TARGET**.

Sistema de liquidación neto (SLN): sistema de transferencia de fondos en el que las operaciones de liquidación se realizan mediante un esquema neto bilateral o multilateral.

Sistema de liquidación de valores (SLV): sistema que permite la transferencia de valores tanto libre de pago como contra pago.

Sistema de transferencia de fondos (STF): mecanismo formal, basado en un contrato privado o en el derecho estatutario, con numerosos miembros, reglas comunes y procedimientos normalizados, para la transmisión y liquidación de las obligaciones monetarias surgidas entre dichos miembros.

Subasta estándar: procedimiento de subasta utilizado por el **Eurosistema** en las **operaciones de mercado abierto** regulares. Las subastas estándar se realizan dentro de un plazo de veinticuatro horas. Todas las **entidades de contrapartida** que cumplan los criterios generales de selección tienen derecho a presentar sus pujas.

Subasta rápida: procedimiento de subasta utilizado por el **Eurosistema** en las **operaciones de ajuste**. Las subastas rápidas se ejecutan en el plazo de una hora y se limitan a un grupo restringido de **entidades de contrapartida**.

Swap de divisas: dos operaciones simultáneas, al contado y a plazo, de compraventa de una divisa por otra. El **Eurosistema** puede realizar operaciones de mercado abierto con fines de política monetaria mediante *swaps* de divisas en los que los bancos centrales nacionales [o el **Banco Central Europeo (BCE)**] compran (o venden) **euros** al contado a cambio de una divisa, al mismo tiempo que los venden (o compran) a plazo.

TARGET (Sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real): sistema de pago que comprende cada uno de los **sistemas de liquidación bruta en tiempo real (SLBTR)** de los quince Estados miembros de la UE y el sistema de pago del BCE. Los SLBTR nacionales y el sistema de pago del BCE están interconectados mediante un procedimiento común, el **mecanismo de interlinking**, que permite que los pagos transfronterizos puedan transferirse de un sistema a otro.

Tarjeta multiuso prepagada: tarjeta que puede utilizarse para efectuar una amplia gama de pagos, tanto en el ámbito nacional como en el internacional, aunque, a veces, su uso puede limitarse a una zona determinada. La tarjeta de pago multiuso recargable se conoce, también, con el nombre de monedero electrónico (véase, también, **dinero electrónico**).

Tipo mínimo de puja: tipo de interés más bajo al que las **entidades de contrapartida** pueden pujar en las subastas a tipo de interés variable. Como **tipo de interés oficial del BCE**, desempeña, en la actualidad, el papel previamente representado por el tipo de interés de las subastas a tipo fijo.

Tipos de cambio efectivos (nominales/reales): los tipos de cambio efectivos nominales son una media ponderada de varios tipos de cambio bilaterales. Los tipos de cambio efectivos reales son tipos de cambio efectivos nominales deflactados por una media ponderada de pre-

cios o costes extranjeros en relación con los nacionales. Son, por lo tanto, medidas de la competitividad en términos de precios y costes. El tipo de cambio efectivo nominal del **euro** calculado por el **Banco Central Europeo (BCE)** es una media geométrica ponderada de los tipos de cambio del euro frente a las monedas de trece socios comerciales de la zona del euro. Las ponderaciones se basan en el comercio de bienes manufacturados con los socios comerciales durante el período comprendido entre 1995 y 1997 y tienen en cuenta los efectos de terceros mercados. El tipo de cambio efectivo real del euro se obtiene utilizando los índices de precios de consumo (el **Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC)** de la zona del euro y de otros Estados miembros de la UE).

Tipos de interés oficiales del BCE: los tipos de interés del BCE determinan la orientación de la política monetaria del **Banco Central Europeo (BCE)**. En la actualidad, los tipos de interés oficiales del BCE son el **tipo mínimo de puja** de las **operaciones principales de financiación**, el tipo de interés de la **facilidad marginal de crédito** y el tipo de interés de la **facilidad de depósito**. Antes de adoptar la decisión de ejecutar las operaciones principales de financiación mediante subastas a tipo de interés variable, el tipo de interés aplicado en las subastas a tipo de interés fijo desempeñaba el papel de “tipo oficial”. Este papel lo desempeña actualmente el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del BCE.

Tratado: se refiere al Tratado constitutivo de la Comunidad Europea. El Tratado se firmó en Roma el 25 de marzo de 1957 y entró en vigor el 1 de enero de 1958. Estableció la Comunidad Económica Europea (CEE), que ahora es la Comunidad Europea (CE), y, con frecuencia, se le ha denominado “Tratado de Roma”. El Tratado de la Unión Europea se firmó en Maastricht (por lo que se le suele denominar “Tratado de Maastricht”) el 7 de febrero de 1992 y entró en vigor el 1 de noviembre de 1993. Este tratado modificó el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea y estableció la Unión Europea. El “Tratado de Amsterdam”, que se firmó en Amsterdam el 2 de octubre de 1997 y entró en vigor el 1 de mayo de 1999, modificó el Tratado de la Unión Europea y el Tratado de la Unión Europea. Del mismo modo, el “Tratado de Niza”, que concluyó la Conferencia Intergubernamental del 2000 y que se firmó el 26 de febrero de 2001, añadirá nuevas modificaciones al Tratado constitutivo de la Comunidad Europea y al Tratado de la Unión Europea, una vez que sea ratificado y que entre en vigor.

UEM: véase **Unión Económica y Monetaria**.

UMTS (Sistema Universal de Telefonía Móvil): sistema de telefonía móvil de “tercera generación”. Todos los gobiernos de la zona del euro vendieron o concedieron licencias para las frecuencias de la telefonía móvil a las empresas de telecomunicaciones. Siguiendo una recomendación de **Eurostat**, los ingresos procedentes de la venta de dichas licencias han de registrarse en las cuentas de las Administraciones Públicas como la venta de un activo no financiero, lo que mejora, así, al saldo presupuestario público. Sin embargo, estos ingresos tienen carácter extraordinario y, por lo tanto, no dan lugar a una mejora permanente de dichos saldos. La deuda pública cae, en principio, a un nivel más bajo debido a los ingresos procedentes de la venta de licencias UMTS.

Unión Económica y Monetaria (UEM): el **Tratado** describe el proceso para lograr la Unión Económica y Monetaria en tres fases. La primera fase, que comenzó en julio de 1990 y finalizó el 31 de diciembre de 1993, se caracterizó, fundamentalmente, por el desmantelamiento de las barreras interiores al libre movimiento de capitales dentro de la Unión Europea. La segunda fase, que empezó el 1 de enero de 1994, estableció, entre otras cosas, la creación del **Instituto Monetario Europeo (IME)**, la prohibición de la financiación del sector público por los bancos centrales y del acceso privilegiado del sector público a las entidades financieras y el

procedimiento para evitar los déficits excesivos. La tercera fase se inició el 1 de enero de 1999, de conformidad con lo dispuesto en el apartado 4 del artículo 121 del **Tratado**, con la transferencia de las competencias monetarias al **Eurosistema** y con la introducción del **euro**.

Valor de referencia para el crecimiento monetario: el **Consejo de Gobierno** del BCE asigna un papel destacado al dinero a la hora de instrumentar su política, lo que presupone un análisis detenido de los **agregados monetarios** y de las entidades de contrapartida, debido a la información que contienen sobre la evolución futura de los precios. Esta importancia del dinero se pone de manifiesto mediante el anuncio de un valor de referencia para la tasa de crecimiento del agregado monetario **M3**. Dicho valor se obtiene de manera que sirva y sea compatible con la consecución de la definición de **estabilidad de precios** formulada por el Consejo de Gobierno, que se basa en supuestos a medio plazo relativos a la tendencia del crecimiento del PIB real y a la tendencia de la velocidad de circulación de M3. Las desviaciones importantes o prolongadas del crecimiento de M3 del valor de referencia mostrarían, en circunstancias normales, los riesgos para la estabilidad de precios en el medio plazo. Sin embargo, el concepto de valor de referencia no conlleva un compromiso por parte del **Consejo de Gobierno** de corregir automáticamente las desviaciones del crecimiento de M3 con respecto al valor de referencia.

Valor de referencia para la situación fiscal: el Protocolo nº 5 del **Tratado** sobre el procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo establece valores de referencia explícitos para la **ratio de déficit** de las **Administraciones Públicas** (3% del PIB) y la **ratio de deuda** (60% del PIB) (véase **Pacto de Estabilidad y Crecimiento**).

Volatilidad implícita de los tipos de interés: medida de la volatilidad esperada de los tipos de interés a corto y a largo plazo, que puede obtenerse del precio de las opciones. Dado el precio de mercado observado de una opción, la volatilidad implícita puede calcularse utilizando una fórmula de valoración de opciones convencional que depende explícitamente, entre otras cosas, de la volatilidad esperada del precio del activo subyacente durante el período hasta el vencimiento de la opción. Los activos subyacentes pueden ser futuros sobre tipos de interés a corto plazo, como, por ejemplo, el **EURIBOR** a tres meses, o sobre bonos a largo plazo, como los bonos alemanes a diez años. Dados los supuestos adecuados, la volatilidad implícita puede interpretarse como la volatilidad esperada por los mercados en el tiempo que resta hasta el vencimiento de la opción.

Zona del euro: zona que incluye a aquellos Estados miembros que, de conformidad con el **Tratado**, han adoptado el **euro** como moneda única y en la cual se aplica una política monetaria única bajo la responsabilidad del **Consejo de Gobierno** del **Banco Central Europeo (BCE)**. En el año 2000 la zona del euro comprendía Bélgica, Alemania, España, Francia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia. Grecia se integró en la zona del euro el 1 de enero de 2001, elevando así a doce el número de países de dicha zona.

Cronología de medidas de política monetaria

4 de enero de 2000

El BCE anuncia que el 5 de enero de 2000 el Eurosistema efectuará una operación de ajuste para drenar liquidez, con fecha de liquidación el mismo día. El objeto de esta medida es restablecer las condiciones de liquidez habituales en el mercado monetario después de que se llevara a cabo con éxito la transición al año 2000.

5 de enero de 2000

El Consejo de Gobierno del BCE decide que los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3%, 4% y 2%, respectivamente.

15 de enero de 2000

A petición de las autoridades griegas, los ministros de los Estados miembros de la zona del euro, el BCE y los ministros y gobernadores de los bancos centrales de Dinamarca y Grecia deciden, mediante un procedimiento conjunto, reevaluar la paridad central de la dracma griega en el Mecanismo de Tipos de Cambio II (MTC II) un 3,5%, con efectos a partir del 17 de enero de 2000.

20 de enero de 2000

El Consejo de Gobierno del BCE decide que los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3%, 4% y 2%, respectivamente.

Además, anuncia que el Eurosistema se propone adjudicar 20 mm de euros en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se lleven a cabo en la primera mitad del 2000. Al establecer esta cantidad se han

tenido en cuenta las necesidades de liquidez previstas del sistema bancario de la zona del euro en el primer trimestre del año y el deseo del Eurosistema de seguir proporcionando la mayor parte de la financiación requerida por sector financiero a través de sus operaciones principales de financiación.

3 de febrero de 2000

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo de interés de las operaciones principales de financiación del Eurosistema en 0,25 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 3,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 9 de febrero de 2000. Además, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 0,25 puntos porcentuales, hasta el 4,25% y el 2,25%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 4 de febrero de 2000.

17 de febrero y 2 de marzo de 2000

El Consejo de Gobierno del BCE decide que los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,25%, 4,25% y 2,25%, respectivamente.

16 de marzo de 2000

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo de interés de las operaciones principales de financiación del Eurosistema en 0,25 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 3,5%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 22 de marzo de 2000. Además, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 0,25 puntos porcentuales, hasta el 4,5% y el 2,5%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 17 de marzo de 2000.

30 de marzo y 13 de abril de 2000

El Consejo de Gobierno del BCE decide que los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad depósito se mantengan en el 3,5%, 4,5% y 2,5%, respectivamente.

27 de abril de 2000

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo de interés de las operaciones principales de financiación del Eurosistema en 0,25 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 3,75%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 4 de mayo de 2000. Además, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 0,25 puntos porcentuales, hasta el 4,75% y el 2,75%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 28 de abril de 2000.

11 de mayo y 25 de mayo de 2000

El Consejo de Gobierno del BCE decide que los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,75%, 4,75% y 2,75%, respectivamente.

8 de junio de 2000

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo de interés de las operaciones principales de financiación del Eurosistema en 0,50 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 4,25%, y aplicarlo a las dos operaciones (que se llevarán a cabo mediante subastas a tipo de interés fijo) que se liquidarán el 15 y el 21 de junio de 2000. Además, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 0,50 puntos porcentuales, hasta el 5,25 % y el 3,25%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 9 de junio de 2000.

Anuncia también que, a partir de la operación que se liquidará el 28 de junio de 2000, las operaciones principales de financiación del Eurosistema se ejecutarán por el procedimiento de subasta a tipo de interés variable con adjudicación a tipo múltiple. El Consejo de Gobierno decide fijar un tipo mínimo de puja para estas operaciones igual al 4,25%. El cambio a las subastas a tipo variable en las operaciones principales de financiación no pretende introducir una modificación de la orientación de la política monetaria del Eurosistema, sino que es la respuesta a la fuerte sobrepuja que venía produciéndose en el contexto del procedimiento vigente de subastas a tipo de interés fijo.

19 de junio de 2000

De conformidad con el apartado 2 del artículo 122 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, el Consejo ECOFIN decide que Grecia reúne las condiciones necesarias para adoptar la moneda única, con arreglo a los criterios establecidos en el apartado 1 del artículo 121 y suprime la excepción de Grecia, con efectos a partir del 1 de enero de 2001. El Consejo ECOFIN adopta esta decisión basándose en los informes presentados por la Comisión Europea y el BCE acerca de los progresos realizados por Suecia y Grecia en el cumplimiento de sus obligaciones para su incorporación a la unión económica y monetaria, tras consultar al Parlamento Europeo y una vez debatida la cuestión en el Consejo de la UE, reunido en la formación de Jefes de Estado o de Gobierno.

El Consejo ECOFIN, por unanimidad de los Estados miembros de la Comunidad Europea no acogidos a excepción y del Estado miembro en cuestión, a propuesta de la Comisión Europea y previa consulta al BCE, adopta asimismo el tipo de conversión irrevocable entre la dracma griega y el euro, con efectos a partir del 1 de enero de 2001. Tras la determinación del tipo de conversión de la dracma griega respecto al euro (idéntico a su paridad central frente al euro en el Mecanismo de Tipos de Cambio II, MTC II), el BCE y el

Banco de Grecia anuncian que llevarán a cabo el seguimiento de la convergencia del tipo de cambio de mercado de la dracma griega frente al euro hacia el tipo de conversión, convergencia que deberá haberse alcanzado, a más tardar, el 29 de diciembre de 2000.

21 de junio de 2000

El Consejo de Gobierno del BCE decide que los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 5,25% y 3,25%, respectivamente.

El Consejo de Gobierno anuncia que, para las operaciones de financiación a plazo más largo que se ejecutarán en el segundo semestre del 2000, el Eurosistema se propone adjudicar una cantidad de 15 mm de euros por operación. Al establecer esta cantidad se han tenido en cuenta las necesidades de liquidez previstas del sistema bancario de la zona del euro en el segundo semestre del 2000 y el deseo del Eurosistema de seguir proporcionando la mayor parte de la financiación requerida por el sector financiero a través de sus operaciones principales de financiación.

6 de julio, 20 de julio y 3 de agosto de 2000

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 4,25%, 5,25% y 3,25%, respectivamente.

31 de agosto de 2000

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo de interés de las operaciones principales de financiación del Eurosistema en 0,25 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 4,5%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 6 de septiembre de 2000. Además, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad de crédito y de la facilidad marginal

de depósito en 0,25 puntos porcentuales, hasta el 5,5% y el 3,5%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 1 de septiembre.

14 de septiembre de 2000

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 de crédito y de la facilidad marginal de depósito se mantengan en el 4,5%, 5,5% y 3,5%, respectivamente.

5 de octubre de 2000

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo de interés de las operaciones principales de financiación del Eurosistema en 0,25 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 4,75%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 11 de octubre de 2000. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 0,25 puntos porcentuales, hasta el 5,75% y el 3,75%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 6 de octubre.

19 de octubre, 2 de noviembre, 16 de noviembre y 30 de noviembre de 2000

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 4,75%, 5,75% y 3,75%, respectivamente.

14 de diciembre de 2000

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 4,75%, 5,75% y 3,75%, respectivamente.

Además, el Consejo de Gobierno decide reconfirmar el valor de referencia vigente para el crecimiento monetario, es decir, una tasa de crecimiento interanual del 4,5% para el agregado monetario amplio M3. El Consejo volverá revisar el valor de referencia en diciembre del 2001.

1 de enero de 2001

El 1 de enero de 2001, Grecia adoptó el euro. Como resultado, el Banco de Grecia se convierte en miembro de pleno derecho del Eurosistema con los mismos derechos y obligaciones que los once bancos centrales nacionales de los otros Estados miembros que habían adoptado el euro en 1999.

4 de enero de 2001

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 4,75%, 5,75% y 3,75%, respectivamente.

Decide, además, adjudicar 20 mm de euros en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se lleven a cabo en el año 2001. Al establecer esta cantidad se han tenido en cuenta las necesidades de liquidez previstas del sistema bancario de la zona del euro y el deseo del Eurosistema de seguir proporcionando la mayor parte de la financiación requerida por el sector financiero a través de sus operaciones principales de financiación. El Consejo de Gobierno podrá ajustar el volumen de adjudicación a lo largo del año si las necesidades de liquidez evolucionan de forma imprevista.

18 de enero y 1 de febrero, 15 de febrero, 1 de marzo y 15 de marzo de 2001

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 4,75%, 5,75% y 3,75%, respectivamente.

Documentos publicados por el Banco Central Europeo (BCE)

Esta lista facilita información a los lectores sobre una selección de documentos publicados por el Banco Central Europeo. Las publicaciones se pueden obtener gratuitamente, solicitándolas a la División de Prensa mediante petición escrita a la dirección postal que figura en la contraportada.

La lista completa de los documentos publicados por el Instituto Monetario Europeo se encuentra en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.int>).

Informe Anual

“Informe Anual 1998”, abril 1999.

“Informe Anual 1999”, abril 2000.

“Informe Anual 2000”, mayo 2001.

Informe de Convergencia

“Informe de Convergencia 2000”, mayo 2000.

Boletín Mensual

Artículos publicados a partir de enero de 1999:

“El área del euro al inicio de la Tercera Etapa”, enero 1999.

“La estrategia de política monetaria del Eurosistema orientada hacia la estabilidad”, enero 1999.

“Los agregados monetarios en el área del euro y su papel en la estrategia de política monetaria del Eurosistema”, febrero 1999.

“El papel de los indicadores de coyuntura en el análisis de la evolución de los precios en el área del euro”, abril 1999.

“El sector bancario en el área del euro: características estructurales y tendencias”, abril 1999.

“El marco operativo del Eurosistema: descripción y primera evaluación”, mayo 1999.

“La aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento”, mayo 1999.

“Evolución a largo plazo y variaciones cíclicas de los principales indicadores económicos de los países de la zona del euro”, julio 1999.

“El marco institucional del Sistema Europeo de Bancos Centrales”, julio 1999.

“El papel internacional del euro”, agosto 1999.

“Los balances de las Instituciones Financieras Monetarias de la zona del euro a principios de 1999”, agosto 1999.

“Diferenciales de inflación en una unión monetaria”, octubre 1999.

“Los preparativos del SEBC para el año 2000”, octubre 1999.

“Políticas orientadas a la estabilidad y evolución de los tipos de interés reales a largo plazo en los años noventa”, noviembre 1999.

“El sistema TARGET y los pagos en euros”, noviembre 1999.

“Instrumentos jurídicos del Banco Central Europeo”, noviembre 1999.

“La zona del euro un año después de la introducción de la nueva moneda: principales características y cambios en la estructura financiera”, enero 2000.

“Las reservas exteriores y las operaciones del Eurosistema”, enero 2000.

“El Eurosistema y el proceso de ampliación de la UE”, febrero 2000.

“El proceso de consolidación en el sector de la liquidación de valores”, febrero 2000.

“Tipos de cambio efectivos nominales y reales del euro”, abril 2000.

“La UEM y la supervisión bancaria”, abril 2000.

“El contenido informativo de los tipos de interés y de sus derivados para la política monetaria”, mayo 2000.

“Evolución y características estructurales de los mercados de trabajo de la zona del euro”, mayo 2000.

“Cambio al procedimiento de subasta a tipo de interés variable en las operaciones principales de financiación”, julio 2000.

“La transmisión de la política monetaria en la zona del euro”, julio 2000.

“El envejecimiento de la población y la política fiscal en la zona del euro”, julio 2000.

“Indicadores de precios y costes de la zona del euro: panorámica general”, agosto 2000.

“El comercio exterior de la economía de la zona del euro: principales características y tendencias recientes”, agosto 2000.

“Crecimiento del producto potencial y brechas de producción: concepto, utilización y estimación”, octubre 2000.

“Relaciones del BCE con las instituciones y organismos de la Comunidad Europea”, octubre 2000.

“Los dos pilares de la estrategia de política monetaria del BCE”, noviembre 2000.

“Cuestiones suscitadas por la aparición del dinero electrónico”, noviembre 2000.

“La zona del euro tras la integración de Grecia”, enero 2001.

“Formulación de la política monetaria en un entorno de incertidumbre”, enero 2001.

“Relaciones del BCE con los organismos y foros internacionales”, enero 2001.

“Características de la financiación empresarial en la zona del euro”, febrero 2001.

“Hacia un nivel de servicio uniforme para los pagos al por menor en la zona del euro”, febrero 2001.

“La política de comunicación del Banco Central Europeo”, febrero 2001.

“Evaluación de las estadísticas económicas generales de la zona del euro”, abril 2001.

“El sistema de activos de garantía del Eurosistema”, abril 2001.

“La introducción de los billetes y monedas en euros”, abril 2001.

Serie de *Occasional Papers*

I “The impact of the euro on money and bond markets”, por Javier Santillán, Mark Bayle y Christian Thygesen, julio 2000.

Serie de documentos de trabajo

- I “A global hazard index for the world foreign exchange markets”, por V. Brousseau y F. Scacciavillani, mayo 1999.
- 2 “What does the single monetary policy do? A SVAR benchmark for the European Central Bank”, por C. Monticelli y O. Tristani, mayo 1999.
- 3 “Fiscal policy effectiveness and neutrality results in a non-Ricardian world”, por C. Detken, mayo 1999.
- 4 “From the ERM to the euro: new evidence on economic and policy convergence among EU countries”, por I. Angeloni y L. Dedola, mayo 1999.
- 5 “Core inflation: a review of some conceptual issues”, por M. Wynne, mayo 1999.
- 6 “The demand for M3 in the euro area”, por G. Coenen y J. L. Vega, septiembre 1999.
- 7 “A cross-country comparison of market structures in European banking”, por O. de Bandt y E. P. Davis, septiembre 1999.
- 8 “Inflation zone targeting”, por A. Orphanides y V. Wieland, octubre 1999.
- 9 “Asymptotic confidence bands for the estimated autocovariance and autocorrelation functions of vector autoregressive models”, por G. Coenen, enero 2000.
- 10 “On the effectiveness of sterilized foreign exchange intervention”, por R. Fatum, febrero 2000.
- 11 “Is the yield curve a useful information variable for the Eurosystem?”, por J. M. Berk y P. van Bergeijk, febrero 2000.
- 12 “Indicator variables for optimal policy”, por L. E. O. Svensson y M. Woodford, febrero 2000.

- 13 “Monetary policy with uncertain parameters”, por U. Söderström, febrero 2000.
- 14 “Assessing nominal income rules for monetary policy with model and data uncertainty”, por G. D. Rudebusch, febrero 2000.
- 15 “The quest for prosperity without inflation”, por A. Orphanides, marzo 2000.
- 16 “Estimating the implied distribution of the future short-term interest rate using the Longstaff-Schwartz model”, por P. Hördahl, marzo 2000.
- 17 “Alternative measures of the NAIRU in the euro area: estimates and assessment”, por S. Fabiani y R. Mestre, marzo 2000.
- 18 “House prices and the macroeconomy in Europe: results from a structural VAR analysis”, por M. Iacoviello, abril 2000.
- 19 “The euro and international capital markets”, por C. Decken y P. Hartmann, abril 2000.
- 20 “Convergence of fiscal policies in the euro area”, por O. de Bandt y F. P. Mongelli, mayo 2000.
- 21 “Firm size and monetary policy transmission: evidence from German business survey data”, por M. Ehrmann, mayo 2000.
- 22 “Regulating access to international large-value payment systems”, por C. Holthausen y T. Rønde, junio 2000.
- 23 “Escaping Nash inflation”, por In-Koo Cho y T. J. Sargent, junio 2000.
- 24 “What horizon for price stability”, por F. Smets, julio 2000.
- 25 “Caution and conservatism in the making of monetary policy”, por P. Schellekens, julio 2000.
- 26 “Which kind of transparency? On the need for clarity in monetary policy-making”, por B. Winkler, agosto 2000.
- 27 “This is what the US leading indicators lead”, por M. Camacho y G. Pérez-Quirós, agosto 2000.
- 28 “Learning, uncertainty and central bank activism in a economy with strategic interactions”, por M. Ellison y N. Valla, agosto 2000.
- 29 “The sources of unemployment fluctuations: an empirical application to the Italian case”, por S. Fabiani, A. Locarno, G. Oneto y P. Sestito, septiembre 2000.
- 30 “A small estimated euro area model with rational expectations and nominal rigidities”, por G. Coenen y V. Wieland, septiembre 2000.
- 31 “The disappearing tax base: Is foreign direct investment eroding corporate income taxes?”, por R. Gropp y K. Kostial, septiembre 2000.
- 32 “Can indeterminacy explain the short-run non-neutrality of money?”, por F. De Fiore, septiembre 2000.
- 33 “The information content of M3 for future inflation in the euro area”, por C. Trecroci y J. L. Vega, octubre 2000.

- 34 “Capital market development, corporate governance and the credibility of exchange rate pegs”, por O. Castrén y T. Takalo, octubre 2000.
 - 35 “Systemic Risk: A survey”, por O. de Bandt y P. Hartmann, noviembre 2000.
 - 36 “Measuring core inflation in the euro area”, por C. Morana, noviembre 2000.
 - 37 “Business fixed investment: evidence of a financial accelerator in Europe”, por P. Vermeulen, noviembre 2000.
 - 38 “The optimal inflation tax when taxes are costly to collect”, por F. De Fiore, noviembre 2000.
 - 39 “A money demand system for euro area M3”, por C. Brand y N. Cassola, noviembre 2000.
 - 40 “Financial structure and the interest rate channel of ECB monetary policy”, por B. Mojon, noviembre 2000.
 - 41 “Why adopt transparency? The publication of central bank forecasts”, por P.M. Geraats, enero 2001.
 - 42 “An area-wide model (AWM) for the euro area”, por G. Fagan, J. Henry y R. Mestre, enero 2001.
 - 43 “Sources of economic renewal: from the traditional firm to the knowledge firm”, por D. Rodrigues Palenzuela, febrero 2001.
 - 44 “The supply and demand for Eurosystem deposits – The first 18 months”, por U. Bindseil y F. Seitz, febrero 2001.
 - 45 “Testing the rank of the Hankel Matrix: A statistical approach”, por G. Camba-Mendez y G. Kapetanios, marzo 2001.
 - 46 “A two-factor model of the German term structure of interest rates”, por N. Cassola y J. Barros Luis, marzo 2001.
 - 47 “Deposit insurance and moral hazard: does the counterfactual matter?”, por R. Gropp y J. Vesala, marzo 2001.
 - 48 “Financial market integration in Europe: on the effects of EMU on stock markets”, por M. Fratzscher, marzo 2001.
-

Otras publicaciones

“The TARGET service level”, julio 1998.

“Report on electronic money”, agosto 1998.

“Assessment of EU securities settlement systems against the standards for their use in ESCB credit operations”, septiembre 1998.

“Money and banking statistics compilation guide”, septiembre 1998.

“La política monetaria única en la Tercera Etapa: Documentación general sobre instrumentos y procedimientos de política monetaria del SEBC”, septiembre 1998.

“Third progress report on the TARGET project”, noviembre 1998.

“Correspondent central banking model (CCBM)”, diciembre 1998.

“Payment systems in the European Union: Addendum incorporating 1997 figures”, enero 1999.

“Possible effects of EMU on the EU banking systems in the medium to long term”, febrero 1999.

“Euro area monetary aggregates: conceptual reconciliation exercise”, julio 1999.

“The effects of technology on the EU banking systems”, julio 1999.

“Payment systems in countries that have applied for membership of the European Union”, agosto 1999.

“Improving cross-border retail payment services: the Eurosystem’s view”, septiembre 1999.

“Compendium: recopilación de instrumentos jurídicos, junio de 1998-mayo de 1999”, octubre 1999.

“European Union balance of payments/international investment position statistical methods”, noviembre 1999.

“Estadísticas monetarias y bancarias: Guía de elaboración, Addendum I: Instrumentos del mercado monetario”, noviembre 1999.

“Money and Banking Statistics Sector Manual”, segunda edición, noviembre 1999.

“Report on the legal protection of banknotes in the European Union Member States”, noviembre 1999.

“Correspondent central banking model (CCBM)”, noviembre 1999.

“Cross-border payments in TARGET: A user’s survey”, noviembre 1999.

“Money and Banking Statistics: Series keys for the exchange of balance sheet items time series”, noviembre 1999.

“Money and Banking Statistics: Handbook for the compilation of flow statistics”, diciembre 1999.

“Payment systems in the European Union: Addendum incorporating 1998 figures”, febrero 2000.

“Interlinking: Data dictionary”, versión 2.02, marzo 2000.

“Asset prices and banking stability”, abril 2000.

“EU banks’ income structure”, abril 2000.

“Estadísticas recopiladas y elaboradas por el SEBC”, mayo 2000.

“Correspondent central banking model (CCBM)”, julio 2000.

“Requisitos de información en el ámbito de las estadísticas económicas generales”, agosto 2000.

“Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area”, agosto 2000.

“Improving cross-border retail payment services”, septiembre 2000.

“Statistical treatment of the Eurosystem’s international reserves”, octubre 2000.

“European Union balance of payments / international investment position statistical methods”, noviembre 2000.

“Information guide for credit institutions using TARGET”, noviembre 2000.

“La política monetaria única en la tercera fase: Documentación general sobre los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del Eurosistema”, noviembre 2000.

“EU banks’ margins and credit standards”, diciembre 2000.

“Mergers and acquisitions involving the EU banking industry: facts and implications”, diciembre 2000.

“Cross-border use of collateral: A users’ survey”, febrero 2001.

“Price effects of regulatory reform in selected network industries”, marzo 2001.

“The role of central banks in prudential supervision”, marzo 2001.

“Annual Accounts of the ECB 2000”, marzo 2001.

Folleto informativo

“TARGET”, julio 1998.

“TARGET: facts, figures, future”, septiembre 1999.

“El Banco Central Europeo”, junio 2000.

“EPM: The ECB payment mechanism”, agosto 2000.

“Los billetes y monedas en euros”, agosto 2000.

“The euro: integrating financial services”, agosto 2000.

“TARGET”, agosto 2000.

“El Banco Central Europeo”, abril 2001.

“Los billetes y monedas en euros”, mayo 2001.

